

# Edital de Audiência Pública SDM No. 08/2016

Oferta Pública de Distribuição de CIC Hoteleiro

Sugestões da HotelInvest

# Edital de Audiência Pública SDM No. 08/2016

## Sugestões da HotelInvest

### Introdução

Primeiramente, gostaríamos de parabenizar a CVM pela Minuta de Regulamentação de Oferta Pública de CIC Hoteleiro submetida à audiência pública neste momento. A Minuta apresentada é extremamente bem feita e consistente, devendo vir a representar um marco na viabilização de CICs Hoteleiros.

Entendemos que a entrada em vigor da nova Minuta provavelmente implicará em uma substancial redução do número de condo-hotéis viabilizados no país. Essa redução, entretanto, não é negativa, pois muitos empreendimentos viabilizados no passado eram de viabilidade econômica questionável. Com a nova norma, esses empreendimentos tendem a ter a sua viabilização obstaculizada, o que é bom para os potenciais investidores e para a sustentabilidade do mercado.

Os comentários e sugestões apresentados vão no sentido de aperfeiçoar a minuta proposta, seja através de comentários que enfatizam a importância dos dispositivos já constantes na Minuta, seja através de sugestões que visam adequar a Minuta às práticas usuais de mercado, com vistas a aumentar a sua eficácia.

Vale lembrar que estes são comentários específicos da HotelInvest, ainda que tenhamos contribuído com a elaboração dos comentários de outras instituições, nomeadamente: o Secovi e o FOHB, que as estarão apresentando à parte.

### HotelInvest

A HotelInvest vem trabalhando no mercado brasileiro de investimentos em hotelaria desde 1.999, em três áreas de atuação:

- A área de consultoria em hotelaria, na qual atua em parceria com a HVS, uma das maiores empresas internacionais de consultoria em investimentos hoteleiros. Nossa área de consultoria já fez mais de 500 estudos de viabilidade para hotéis no Brasil.
- A área de Hotel Asset Management, que presta serviços para 30 empreendimentos hoteleiros, com quase 7.000 investidores, no total.
- O Fundo Hotel MaxInvest, que é o único fundo de investimento imobiliário no Brasil focado em condo-hotéis, com mais de 4.600 investidores.

Nossas sugestões foram feitas pensando nesses mais de 11.000 clientes nossos e nas suas necessidades e aspirações no que tange aos seus investimentos em hotelaria.

Mais informações sobre a nossa empresa podem ser obtidas no nosso site de internet: [www.hotelinvest.com.br](http://www.hotelinvest.com.br)

A seguir apresentamos as nossas sugestões, que procuramos organizar por capítulo da minuta.

# Edital de Audiência Pública SDM No. 08/2016

## Sugestões da HotelInvest

### 1ª Sugestão: Investidor Qualificado

Cap II – Distribuição Pública

Seção I – Regra Geral

Art. 5º “As ofertas públicas de distribuição de CIC hoteleiro, realizadas nos termos desta Instrução, devem ser destinadas exclusivamente:

II – às pessoas naturais ou jurídicas que possuam, ao menos, R\$ 1.000.000 (um milhão de reais) de patrimônio e que, adicionalmente, subscrevam o termo previsto no Anexo 5.”

**Sugestão: Sugerimos que o critério para classificação como investidor qualificado seja o de deter um patrimônio de, pelo menos, 2 (duas) vezes o preço de compra do condo-hotel (ao invés de um patrimônio mínimo de R\$ 1 milhão, como consta na minuta). Com isto, não iríamos restringir a compra de unidades em regiões de menor relevância econômica.**

Justificativa:

Para moradores e investidores de grandes cidades, como São Paulo e Rio de Janeiro, acumular um patrimônio de R\$ 1 milhão é substancialmente mais fácil em comparação com cidades menores e de menor desenvolvimento econômico. Os próprios salários em cidades como São Paulo são mais altos e facilitam esse acúmulo de capital.

Já em cidades secundárias e em capitais de menor relevância econômica, a parcela de pessoas que detêm R\$ 1 milhão de patrimônio é mais restrita, o que deve desestimular o desenvolvimento de condo-hotéis em cidades com esse perfil.

Voltando às grandes cidades, um condo-hotel com preço de venda de R\$ 450 mil equivale a 2,2 vezes o montante proposto para classificação como investidor qualificado. Um produto de mesmo padrão em cidades secundárias poderia ser lançado abaixo de R\$ 300 mil, o que resultaria na exigência de um montante de patrimônio superior 3,3 x ao preço de compra do condo-hotel.

# Edital de Audiência Pública SDM No. 08/2016

## Sugestões da HotelInvest

### 2ª Sugestão: Estudo de Viabilidade do CIC Hoteleiro

Cap II – Distribuição Pública

Seção II – Registro da Oferta

Art. 7º - II + Anexo 7 II

#### **Sugestão: Adotar a Metodologia do Appraisal Institute dos Estados Unidos para a elaboração de Estudos de Viabilidade de CIC Hoteleiro**

Justificativa:

No Anexo 7 – é apresentada a lista das informações mínimas que devem constar do estudo de viabilidade econômica do empreendimento hoteleiro.

Essa lista de informações está bastante completa, mas não garante a precisão do estudo, na medida em que não indica qual a metodologia que deverá ser seguida para a avaliação do empreendimento, de maneira especial para o cálculo do fluxo de caixa previsto para o CIC Hoteleiro durante a sua operação.

O cálculo do fluxo de caixa operacional do hotel é a essência do processo de avaliação, pois é com base nesse fluxo que serão calculados a TIR, o VPL, e, em última análise, a atratividade do investimento.

Na metodologia proposta pelo Appraisal Institute dos EUA existem dois aspectos que são especialmente relevantes para a precisão na estimativa desse fluxo de caixa operacional. O perfeito entendimento desses aspectos e da sua relevância são cruciais para a correta avaliação da necessidade da uniformização da metodologia de avaliação e estudo de viabilidade. Esses aspectos são:

- O uso de parâmetros de empreendimentos comparáveis na elaboração dos projeções

A adoção de parâmetros de empreendimentos comparáveis na elaboração das projeções para os empreendimentos cuja viabilidade econômica está sendo estudada é a melhor garantia de que as projeções estão sendo feitas da maneira mais realista possível, pois é razoável se esperar que um empreendimento operando em um determinado mercado tenha um desempenho semelhante a outro empreendimento semelhante no mesmo mercado ou em um mercado semelhante.

Utilizar-se uma sistemática não apoiada em parâmetros de empreendimentos comparáveis é possível. Uma das alternativas é a construção do modelo econômico completo do empreendimento hoteleiro em análise, com todos os seus funcionários, níveis hierárquicos, departamentos, centros de custos, centros de receitas, etc. O problema desse tipo de modelo é que permitem a construção de situações que não necessariamente estão alinhadas com a realidade do mercado, e os desvios podem ser relevantes.

# Edital de Audiência Pública SDM No. 08/2016

## Sugestões da HotelInvest

- A adoção de um valor terminal do fluxo de caixa calculado com base no fluxo de caixa do último ano e na taxa de capitalização estimada para aquele momento.

Em relação ao valor terminal, existe um exemplo concreto ocorrido em um dos empreendimentos analisados pela CVM em que um estudo elaborado pela HotelInvest foi atualizado por uma outra empresa de consultoria.

O estudo da HotelInvest utilizava como Valor Terminal o fluxo de caixa previsto para o último ano do período de análise (o 10º ano) dividido pela taxa de capitalização prevista para esse momento. Esse cálculo resultava em uma TIR em torno de 10% a.a..

O cálculo do consultor que atualizou o estudo da HotelInvest partia da premissa que imóveis se valorizam 6,5% ao ano, em média, em termos reais. Por esse motivo, o valor terminal do hotel no 10º ano seria dado pela seguinte fórmula:

$$V(10^{\text{º}} \text{ ano}) = V(\text{ano } 0) \times (1 + 0,065)^{\text{elevado a } 10}$$

O resultado da TIR com o novo valor terminal saltou de 10% para 17% ao ano.

Esses dois tópicos apresentados são importantes, mas a grande virtude da metodologia do Appraisal Institute é a sua consistência e a sua universalidade.

A metodologia do Appraisal Institute é:

1. A metodologia internacionalmente aceita para a avaliação e para os estudos de viabilidade econômica de empreendimentos hoteleiros.
2. A metodologia exigida pelos bancos internacionais para a elaboração de estudos que embasam a decisão de emprestar e reestruturar empréstimos.
3. A metodologia adotada pelas principais empresas de consultoria hoteleira, tanto no Brasil como internacionalmente.

# Edital de Audiência Pública SDM No. 08/2016

## Sugestões da HotelInvest

Essa metodologia foi sistematizada pelo Prof. Steve Rushmore na década de 80 e vem sendo ensinada nas principais escolas de hotelaria do Brasil há mais de 30 anos.

Essa metodologia é descrita em detalhes no livro: “Hotel Market Analysis and Valuation: International Issues and Software Applications” de autoria do Prof. Stephen Rushmore e editado e distribuído pelo Appraisal Institute.

Uma abordagem bastante completa dessa metodologia é disponível gratuitamente para download no livro “Hotel Investment Handbook”, também de autoria do Prof. Stephen Rushmore em: <https://www.hvs.com/emails/rushletter/Hotel%20Investments%20Handbook/Hotel%20Investments%20Handbook.pdf>

A recomendação de uma metodologia para os Estudos de Viabilidade Econômica permite, ainda, que estudos feitos por diferentes consultores possam ser comparados, o que facilita muito a elaboração de “segundas opiniões” em caso de dúvidas ou litígios.

Por tudo o que foi exposto, o Manual de Melhores Práticas do Secovi para Hotéis de Investidores Imobiliários Pulverizados recomenda, no seu capítulo 2, item 2.1.3, que a análise de viabilidade econômica dos CIC Hoteleiros utilize a metodologia do Appraisal Institute.

A sistemática do Appraisal Institute é perfeitamente compatível com as recomendações do Anexo 7 – II da Minuta, uma vez que todas aquelas informações solicitadas fazem parte dessa metodologia.

É importante lembrar que a metodologia do Appraisal Institute não se aplica integralmente nos casos em que não existem empreendimentos hoteleiros comparáveis. Mesmo nesses casos, entretanto, é possível se desenvolver ajustes de comparabilidade que permitem uma precisão substancialmente superior a qualquer outra metodologia.

Também é de se levar em consideração que não existe uma metodologia específica para avaliação ou para a elaboração de estudos de viabilidade para hotéis padronizada pela ABNT.

Por todos esses motivos, entendemos que a CVM também deve recomendar que se aplique a metodologia do Appraisal Institute dos EUA para a elaboração de estudos de viabilidade econômica de CICs Hoteleiros e, caso o consultor entenda que essa metodologia não é a mais adequada para o caso específico em análise, que explique por que não está adotando a metodologia recomendada.

# Edital de Audiência Pública SDM No. 08/2016

## Sugestões da HotelInvest

### 3ª Sugestão: Atualização do Estudo de Viabilidade

Cap II – Distribuição Pública

Seção III – Distribuição Pública

Art. 17 – IV “Atualizar semestralmente, a partir do registro da oferta, os documentos referidos no art. 7º, incisos I (prospecto), II (estudo de viabilidade e V (declaração dos administradores e ofertantes)

**Sugestão: atualizar o Estudo de Viabilidade Econômica anualmente, e não a cada seis meses, conforme proposto.**

Justificativa:

Entendemos que o Estudo de Viabilidade Econômica do CIC Hoteleiro não deve se alterar substancialmente no intervalo de 6 meses, a menos que ocorram fatos de alto impacto e que não eram previsíveis no momento da elaboração do estudo original.

Dito isto, entendemos que a atualização anual do estudo de viabilidade é suficiente para atender as necessidades de análise e informação dos potenciais investidores em relação ao empreendimento considerado.

Na eventualidade da ocorrência dos ditos fatos de alto impacto, que eram imprevisíveis no momento da elaboração do estudo original, o estudo deve não apenas ser atualizado, mas sim totalmente refeito.

# Edital de Audiência Pública SDM No. 08/2016

## Sugestões da HotelInvest

### 4ª Sugestão: Mercado Secundário dos CICs Hoteleiros

Cap III – Dispensa Automática de Registro de Distribuição

Art. 30 (sobre o Mercado Secundário)

**Sugestão: Manter o Mercado Secundário de CICs Hoteleiros automaticamente dispensado de registro, independentemente do número de unidades ofertadas.**

Justificativa:

Entendemos que a regulamentação proposta para o mercado secundário nos termos do Art. 30 do Cap III da Minuta desconfigura a forma como esse mercado opera hoje na medida que eleva à categoria de ofertante o investidor que revenda mais de 5 unidades durante o período de 1 ano, sem que esse investidor, via de regra, tenha nem as qualificações, nem as condições e nem os interesses de um ofertante envolvido na estruturação inicial do empreendimento.

Na verdade, o mercado secundário de condo-hotéis inspira muito menos cuidados do que o mercado de lançamentos, por conta do seguinte:

- a) A venda secundária não está vinculada ao negócio imobiliário, pois:
  - a) O investidor que revende a sua unidade nada tem a ver com a incorporação
  - b) A revenda se dá em um momento distinto do lançamento
- b) A venda secundária não contribui para a viabilização de novos empreendimentos que poderiam acarretar em uma crise de superoferta dos mercados e eventual destruição de valor de patrimônio de investidores.
- c) Também por serem desvinculadas da incorporação imobiliária, as vendas do mercado secundário nunca contam com uma campanha publicitária de peso e o respectivo processo de convencimento a ela relacionado.
- d) Os corretores dedicados ao mercado secundário são diferentes dos corretores usados nos lançamentos. Corretores do mercado secundário, como a Oliver, a Over, a Carispar, etc, têm seu foco muito mais voltado para o cliente comprador do que ao vendedor. O corretor do mercado secundário vive das vendas repetidas (para alguns investidores frequentes), ao contrário dos corretores dos lançamentos, cujo foco está em atender as necessidades das incorporadoras.
- e) Ainda vale lembrar que no caso dos condo-hotéis em operação já existe um histórico de rentabilidade do empreendimento, que usualmente é a base para se precificar a transação, o que deixa a análise da oportunidade de investimento muito mais simples e objetiva.

# Edital de Audiência Pública SDM No. 08/2016

## Sugestões da HotelInvest

Existem pessoas que são grandes investidores em condo-hotéis. Esses grandes investidores às vezes são incorporadoras que ficam com parte das unidades dos seus empreendimentos, por entenderem que são bons investimentos, em outros casos são investidores que aprenderam a investir em condo-hotéis e compram e vendem sistematicamente unidades. Esses investidores chegam a ter dezenas e até centenas de condo hotéis, apostando na sua rentabilidade operacional e na sua perspectiva de valorização no mercado. (O Fundo Imobiliário Hotel MaxInvest é o maior investidor desta categoria.)

Alçar esses investidores à categoria de ofertantes pelo simples fato de terem decidido vender mais do que 5 das suas unidades em um determinado ano introduz uma complicação (e um custo) que deverá dificultar muito a vida desses investidores, sem uma contrapartida relevante para o eventual comprador.

É importante lembrar que esses grandes investidores são especialmente importantes no mundo dos condo-hotéis pois:

- a) Contribuem muito para a liquidez do mercado;
- b) Contribuem muito na gestão dos condo-hotéis pois, em virtude da sua maior exposição e do seu maior conhecimento, eles costumam ser mais participativos nas assembleias e reuniões de conselho.
- c) São formadores de opinião desse mercado e balizadores dos investidores menores.

Por isso tudo, entendemos que esses investidores são benéficos para o mercado e devem ser incentivados e não obstaculizados.

A CVM continuará fiscalizando essas transações e atuando quando necessário, mas introduzir a necessidade de se fazer um registro de oferta no caso de revenda, simplesmente não nos parece fazer sentido.

# Edital de Audiência Pública SDM No. 08/2016

## Sugestões da HotelInvest

5ª Sugestão: Obrigação da Operadora Hoteleira de Disponibilizar os resultados do empreendimento

Cap IV – Sociedade Operadora do Empreendimento Hoteleiro

Art. 33 (sobre a obrigação de disponibilizar os resultados)

**Sugestão: Que se mantenha a obrigação das operadoras de disponibilizar os resultados, mas que esses resultados sejam apresentados conforme o USALI (Uniform System of Accounts for the Lodging Industry).**

Justificativa:

O mercado hoteleiro, de maneira mais ou menos generalizada, costuma usar as normas do Uniform System of Accounts for the Lodging Industry (USALI) para apresentar as suas contas.

Esse é o sistema de contabilidade utilizado de maneira geral pelas grandes empresas hoteleiras e possibilita, entre outras coisas, a comparação das contas entre os diversos empreendimentos e a disponibilização de parâmetros comparáveis que podem ser utilizados pelos gestores para a elaboração de orçamentos, estudos de viabilidade, avaliações, etc.

# Edital de Audiência Pública SDM No. 08/2016

## Sugestões da HotelInvest

### 6ª Sugestão: Auditoria

Cap IV – Sociedade Operadora do Empreendimento Hoteleiro

Art. 34 – “A partir do terceiro ano após o início do funcionamento do empreendimento hoteleiro, os condôminos, reunidos em assembleia, podem dispensar a sociedade operadora do cumprimento de uma ou de ambas as obrigações previstas no art. 33.

§ 1º A convenção de condomínio deve prever que a deliberação referida no caput deve ser aprovada, em primeira ou segunda convocação, por quórum especial que atenda, cumulativamente, as seguintes condições:

I – aprovação pela maioria de votos dos condôminos presentes, computados os votos na forma prevista no parágrafo único do art. 1352 do Código Civil; e

II – aprovação pelas frações ideais que representem, no mínimo, um quinto do total.”

**Sugestão: Sugerimos como prazo o segundo ano de operação para que esta assembleia já possa realizar a dispensa da obrigatoriedade de auditoria. Também aconselhamos a alteração para maioria simples dos presentes.**

Justificativa:

O prazo de três anos para deliberação em assembleia com dispensa da auditoria nos parece elevado, pois gera custos ao empreendimento e ainda poderia ser um retrabalho, visto que muitos empreendimentos já elaboraram anualmente auditorias completas do hotel, considerando controles internos e contábeis.

Além disso, temos experiência que é muito difícil a presença de 20% (vinte por cento) das frações ideais, inviabilizando assim a aprovação para mudança desta condição. Aconselhamos a alteração para maioria simples dos presentes, desde que a convocação seja enviada cumprindo a exigência mínima de antecedência de 10 dias e com registro dos correios através de AR.



Av. Brig. Faria Lima 1912 – 20J - 01451-907  
São Paulo, SP – Brasil  
(+55) 11.3093.2743 / (+55) 11.3093.2783 Fax

A equipe da HotelInvest que participou da elaboração dos comentários fica à disposição da CVM para qualquer esclarecimento que a CVM entenda conveniente.  
Havendo necessidade, estamos à disposição para uma reunião presencial no Rio para conversarmos sobre as sugestões apresentadas.  
Reforçamos os nossos parabéns à CVM pela iniciativa e entendemos que essa norma pode ser uma mudança de página para o investimento hoteleiro no Brasil.

**Diogo Canteras**

Diretor  
(+5511) 3093.2743  
dcanteras@hotelinvest.com.br

**Pedro Cypriano**

Consultoria Hoteleira  
(+5511) 3093.2745  
pcypriano@hotelinvest.com.br

**Cristiano Vasques**

Hotel Asset Management  
(+5511) 3093.2748  
cvasques@hotelinvest.com.br

**Tabatha Martins**

Hotel Asset Management  
(+5511) 3093.2784  
tmartins@hotelinvest.com.br

**Thais Perfeito**

Hotel Asset Management  
(+5511) 3093.2748  
tperfeito@hotelinvest.com.br

**Dayane Araujo**

Fundo Hotel MaxInvest  
(+5511) 3093.2751  
daraujo@hotelinvest.com.br