



**SEGREGAÇÃO DO REAL ESTATE OPERACIONAL DE COMPANHIAS EM
SPE-LP E FII: ANÁLISE DA GERAÇÃO DE VALOR**

Profa. Dra. Carolina Andrea Garisto Gregório.

1. Introdução

A competitividade das corporações depende das suas decisões em relação ao equacionamento de fundos para manter sua capacidade instalada. O recurso real estate tem importante peso na composição da base instalada em razão dos altos volumes de investimento envolvidos para sua implantação. Imobilizar recursos próprios no real estate utilizado nas atividades operacionais leva à perda de eficiência dos investimentos, refletindo em maior custo dos produtos ofertados ao mercado, pressionando as margens e/ou os preços dos produtos. Este tema serve de apoio às diretrizes de governança corporativa para decisões em relação ao portfólio de real estate das corporações, buscando não somente maior competitividade, mas também maior valor para as empresas. O tema aqui exposto será abordado adiante por meio de um caso protótipo.

- Os negócios das corporações são capazes de devolver os investimentos a uma taxa de retorno maior que os ativos em real estate para renda, tendo em vista suas raízes de riscos. Entretanto, as atividades de uma corporação se desenvolvem abrigadas em real estate.
- Investimentos em real estate são conservadores e, portanto, buscam: [i] lastro do investimento de baixa flutuação de valor e [ii] renda relativamente harmônica. A compensação dessa harmonia se reflete na taxa de retorno alvo, que se considera para valuation das oportunidades de investimentos em real estate.
- Tendo em vista essa característica conservadora, é adequado separar os serviços/produção do seu “abrigo físico”, deixando a parte de investimento que remunera o real estate isolada. Essa segregação resulta em diferentes benefícios à corporação a depender da forma de segregar e da utilização dos recursos derivados da venda:

[i] maior ganho global no resultado dos acionistas da corporação, mantendo o real estate com os acionistas, no entanto, em ambiente segregado;

[ii] redução da pressão de caixa para novos investimentos no negócio principal

- com o recurso gerado na venda dos ativos de real estate para investidores poupadores;
- [iii] melhora do perfil de endividamento das corporações (trocando dívidas de custo elevado e curto prazo, por obrigações de longo prazo);
 - [iv] melhora nos índices financeiros da corporação (como os índices de endividamento, liquidez e grau de imobilização).
- Esta visão de segregar ativos de real estate tem sido utilizada pelas grandes companhias, a exemplo das grandes redes hoteleiras que, há muito tempo, passaram a se dedicar ao serviço hoteleiro, deixando o investimento na base física para capitais conservadores.
 - O *commercial real estate* nas economias modernas tem funding por meio dos REITs (*Real Estate Investment Trust*) e os investidores conservadores estão abrigados nessas estruturas. No mercado brasileiro os FIIs (Fundos de Investimento Imobiliário) foram estruturados de forma semelhante aos REITs.
 - No investimento indireto, por meio de cotas de FII, além de valor estável e renda harmônica o instrumento pode promover: maior liquidez, partilhamento do investimento proporcionando a possibilidade de participação em empreendimentos de alta qualidade (a saída de posições de investimento também pode ser partilhada), menores custos de transação, ganho de velocidade na venda, e compensação de riscos entre os ativos do portfólio. Essas vantagens dependem de um mercado secundário forte, ainda em amadurecimento na economia brasileira.

2. Caso Protótipo para exploração do tema

O caso protótipo apresentado é uma rede de supermercados, com portfólio de 30 lojas, todas em ambiente da empresa (como ativo imobilizado).

Premissas do Caso:

- [i] a empresa é tributada no regime de lucro real;
- [ii] as lojas estão como ativo imobilizado e serão transferidas para um ambiente segregado de real estate;
- [iii] as operações das lojas passarão a pagar aluguel (R\$ 35,0/m²), que será uma despesa operacional dedutível e, portanto, reduzirá a base do lucro tributável;

[iv] os próprios acionistas da companhia serão os cotistas desse ambiente que abrigará o portfólio de lojas. A venda pode ser feita a qualquer momento, para terceiros (investidores conservadores), e será mostrado adiante a geração de valor com a segregação, bem como o ganho global dos acionistas da companhia somando os resultados das operações das lojas, e os rendimentos conferidos pelos alugueis no ambiente que segrega o portfólio das lojas;

[v] o valor de transação para o ambiente que abriga o portfólio de lojas será feito pelo book value (que vale 50% do valor de mercado do portfólio);

[vi] as lojas tem maior valor conferido pelos terrenos, que não depreciam, ou seja, a depreciação gera pouca redução do lucro tributável, e a transferência perto do valor de livro posterga o pagamento do ganho de capital, que será pago na venda da participação do instrumento que segrega o real estate;

[vii] são avaliados dois ambientes para segregar o recurso de real estate: SPE-LP (SPE Lucro Presumido) e FII¹;

[viii] na estrutura usando o ambiente de FII para segregar os ativos, a imunidade tributária ocorre de ponta a ponta para pessoas físicas, caso contrário, o fundo continua imune, mas sobre os rendimentos será retido na fonte 20% de imposto de renda. Uma forma dos acionistas serem cotistas do fundo como pessoas físicas é seguir o passo a passo:

1. o portfólio de real estate migra para o FII, transacionado pelo book value²;
2. as cotas do FII substituem os ativos do portfólio de real estate pelo mesmo valor registrado na companhia (quem possui as cotas do FII nesse momento ainda é a companhia);
3. as cotas passam para os acionistas, pessoas físicas, de duas formas: pagando dividendos aos acionistas das companhias com cotas do FII e/ou redução do

¹ Para efeito de simulação e análise das fronteiras de geração de valor, considera-se que o fundo atenderá as características de pulverização de cotas e demais exigências para que os rendimentos distribuídos também sejam imunes de imposto de renda. Qualquer situação intermediária (parte das cotas com rendimentos imunes de tributação e parte das cotas com tributação nos rendimentos), conferirá um ganho e geração de valor aos acionistas da companhia entre a situação da SPE-LP e o FII imune de ponta a ponta.

² A CVM exige laudo de avaliação, que deve mostrar valor do portfólio acima ou igual ao valor de transferência (custo de aquisição).

CARTA DO NRE-POLI

julho-setembro 2017

no. 49-17

4

capital das companhias transferindo cotas do FII para os acionistas³.

O Quadro 01 apresenta os movimentos financeiros simplificados na companhia antes da segregação do portfólio de lojas, com a segregação do portfólio em ambiente de SPE-LP e, com a segregação em ambiente de FII.

- Quadro 01 -

Movimentos Financeiros na Corporação, antes da segregação	operação do portfólio de lojas em ambiente de empresa		operação do portfólio de lojas em ambiente de SPE-LP	operação do portfólio de lojas em ambiente de FII (cotas pulverizadas)
valores em R\$mil de set-17, pelo lpca				
receita operacional de 12 meses	1.515.151	100,00%	1.515.151	1.515.151
EBITDA paramétrico	454.545	30,00%	454.545	454.545
resultado da operação supermercado antes de impostos	151.516	10,00%	151.516	151.516
aluguel das lojas			(53.030)	(53.030)
IRrenda e Csocial (34%)	(51.516)	-3,40%	(33.485)	(33.485)
lucro líquido anual da operação supermercado depois de impostos	100.000	6,60%	65.001	65.001
resultado no ambiente Real Estate (rendimentos SPE-LP / FII) - 1º ano com pagamento de ITBI			36.011	43.537
resultado no ambiente Real Estate (rendimentos SPE-LP / FII) - em regime			43.734	51.259
resultado global da Corporação (Operação Lojas + Rendimentos Real Estate) - 1º ano com pagamento de ITBI	100.000		101.012	108.538
resultado global da Corporação (Operação Lojas + Rendimentos Real Estate) - em regime	100.000		108.735	116.260
resultado global da Corporação (Operação Lojas + RE) - em regime - índice 100 (antes da segregação)	100,00		108,7	116,3

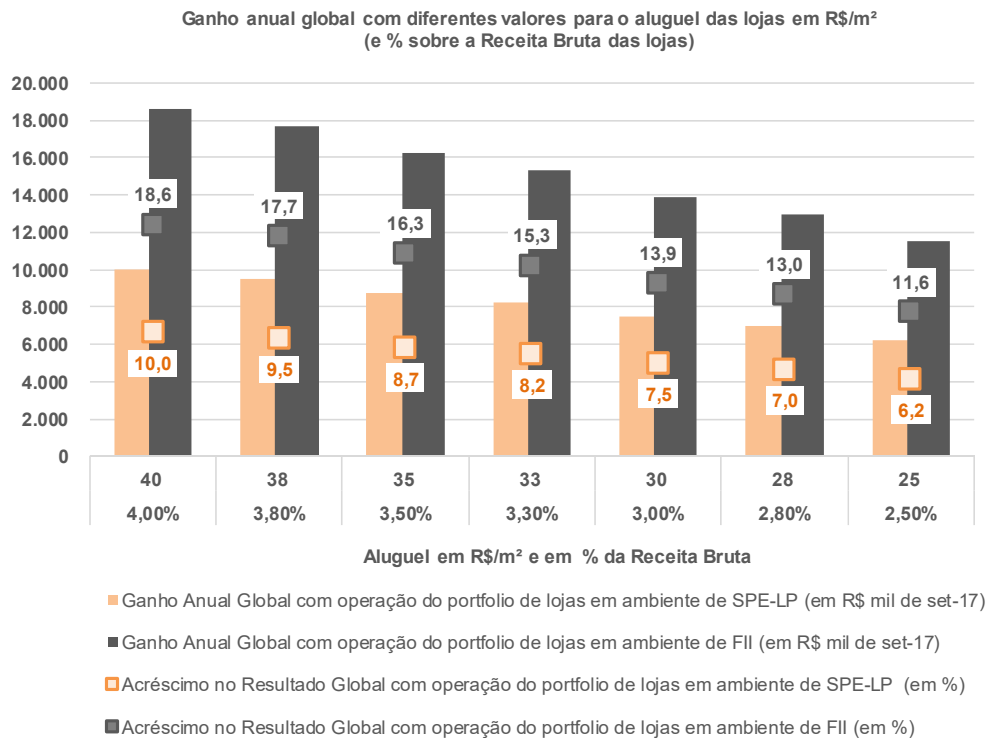
³ Investidores pessoas físicas são isentos de imposto de renda a depender da estrutura de dispersão das cotas do FII (mais de 50 cotistas e cotista com participação abaixo de 10% no FII). Para os cotistas com mais de 10% é possível dividir suas cotas, ficando até 10% na física e o restante em uma empresa patrimonial.

A economia tributária gerada com a segregação do real estate, mesmo no ambiente em SPE-LP, faz com que o resultado anual dos acionistas aumente 8,7%. Para a segregação em ambiente de FII este resultado anual aumentaria em até 16,3% (para cotas com imunidade tributária de ponta a ponta).

Os alugueis na SPE-LP são tributados de Pis, Cofins, IR/CS em 14,53% sobre a receita de locação e no FII são isentos. Por essa razão, o resultado operacional disponível dos acionistas com os rendimentos dos alugueis é maior no FII.

O Gráfico 01 demonstra o ganho global anual dos acionistas em R\$ mil de setembro de 2017 e em percentual para os dois ambientes de segregação do portfólio. É possível notar que quanto maior o valor do aluguel cobrado, maior será a economia tributária na companhia e maior será o ganho global dos acionistas.

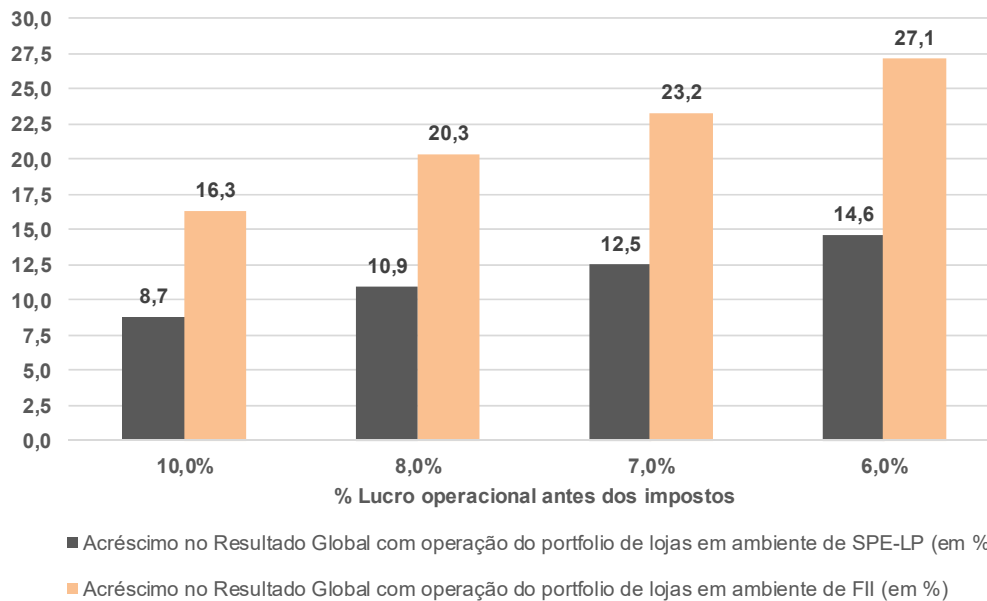
- Gráfico 01 -



Para uma operação que gera um lucro operacional (antes de impostos) entre 10% e 6% da Receita Bruta, o acréscimo no resultado global aos acionistas com a segregação do portfólio de real estate fica entre 8,7% e 14,6% na segregação em ambiente de SPE-LP e, entre 16,3% e 27,1% na segregação em ambiente de FII.

- Gráfico 02 -

Impacto no indicador de Acréscimo no Resultado Global com a segregação do portfólio das lojas para diferentes percentuais de Lucro Operacional antes dos Impostos (Lucro Operacional sobre a Receita Bruta)



O Quadro 02 apresenta a geração de valor na venda das posições pelos acionistas, tanto da companhia, como da venda das posições em real estate⁴.

A companhia é transacionada por uma taxa de atratividade superior ao portfólio de real estate (tat = 18% a.a), dado a natureza de riscos do negócio. Para a venda das

⁴ No momento da venda haverá ganho de capital sobre o valor transferido do portfólio e o valor de mercado dos ativos (no ambiente de SPE-LP a alíquota é de 34% sobre o ganho, e no ambiente de FII é de 20% sobre o ganho de capital na venda das cotas no mercado secundário).

posições em real estate, em geral, a taxa de atratividade dos investidores dos FIIs (fortemente calibrada pela taxa referencial de juros da economia brasileira) é inferior a taxa de atratividade exigida pelos investidores que adquirem o ativo diretamente.

- Quadro 02 -

Geração de Valor: Venda das Posições Valuation da Companhia + Real Estate	operação do portfólio de lojas em ambiente de empresa	operação do portfólio de lojas em ambiente de SPE-LP	operação do portfólio de lojas em ambiente de FII (cotas pulverizadas)
valores em R\$mil de set-17, pelo Ipca			
lucro líquido da operação supermercado depois de impostos	100.000 6,60%	65.001	65.001
Taxa de atratividade investidor na compra da Companhia (% a.a equivalente efetiva acima do Ipca)	18%	18%	18,0%
Valuation (Companhia)	555.556	361.117	361.117
Taxa de atratividade investidor que adquire as posições em real estate (% a.a equivalente efetiva acima do Ipca)		10%	8,5%
Resultado Operacional Disponível (rendimentos dos aluguéis das lojas) em regime		43.734	51.259
Valuation (real estate)		437.341	603.052
Valuation descontado do Ganho de Capital (real estate)		362.993	542.747
Valuation Global para os Acionistas	555.556	724.110	903.863
Geração de Valor (Operação Lojas + Real Estate) - em regime - índice 100 (antes da segregação)	100,0	130,3	162,7

A geração de valor na venda das posições pelos acionistas é muito expressiva em ambas as situações de segregação do portfólio de lojas. Em número índice, comparando as duas situações de segregação do portfólio, esse ganho de valor fica entre 130,3 (no ambiente de SPE-LP, sem benefícios tributários) e 162,7 (no ambiente de FII, totalmente imune).



REAL
ESTATE
RESEARCH
GROUP

NÚCLEO
DEREAL
ESTATE

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

CARTA DO NRE-POLI

julho-setembro 2017

no. 49-17

8

3. Conclusão

Pelo caso exploratório foi possível demonstrar as fronteiras de geração de valor quando as companhias segregam seus ativos imobiliários. A fronteira inferior de geração de valor é para a segregação do portfólio em ambiente de uma SPE-LP, mesmo assim, essa solução já resulta em ganhos expressivos, conforme ilustrado no caso protótipo. Uma operação estruturada, transferindo o portfólio de real estate para um FII, com benefícios tributários, é a fronteira superior de geração de valor na segregação dos ativos imobiliários, que no caso exploratório resultou em um ganho de 62,7% na valuation global para os acionistas da companhia e acréscimo do resultado anual de 16,3%.

O cenário atual da economia brasileira, com taxa de juros em queda, é favorável para as empresas se desmobilizarem, transferindo seus imóveis para FIIs e, posteriormente, saindo das posições via mercado secundário (B3), utilizando os recursos disponíveis com a venda das cotas nas suas atividades fins.