



## **ESTRUTURAS DE FUNDING PARA EMPREENDIMENTOS BUILD-TO-SUIT NO BRASIL**

**Luís André Garrido Gabriel**

*mestrando da Escola Politécnica da USP*

Nos últimos anos, o mercado brasileiro viu um aumento considerável no número de construções realizadas no formato “build-to-suit”, ou BTS, como é comumente chamado. A modalidade é praticada há décadas no mundo todo, e se estabeleceu em larga escala nos países desenvolvidos por ser uma alternativa para os locatários institucionais terem seus imóveis construídos de acordo com seus requisitos, mas sem ter de imobilizar grandes montantes de capital. O BTS passou a ser usado no Brasil, da maneira como conhecemos hoje, nos anos 1980, mas foi na década passada em que ele se popularizou e, agora, tende a ser mais frequentemente empregada, tanto pela mudança de paradigmas do empresariado brasileiro em relação à necessidade de “possuir o ativo imobiliário, ao invés de alugar”, quanto pelas novas previsões legais brasileiras.

O contrato de aluguel no formato build-to-suit, por sua natureza atípica, tem especificidades que não eram contempladas originalmente na Lei 8.245/1991 (Lei do Inquilinato), tendo sido recentemente alterada pela Lei Federal nº. 12.744 (publicada em 19 de Dezembro de 2012). A nova lei traz importantes evoluções, como a impossibilidade de rescisão do contrato pelas partes, sob pena de multa (que pode chegar a 100% do valor restante do contrato); e a renúncia ao direito de revisão do valor do aluguel ao longo do contrato (a menos do reajuste anual por índice pré-acordado).

Muitos dos empreendimentos de base imobiliária<sup>1</sup> realizados nos dias de hoje são chamados de build-to-suit (alguns corretamente, outros não). Para o leitor menos familiarizado com o tema, pode-se definir a modalidade como sendo um negócio imobiliário no qual uma das partes, o locatário, contrata a construção de imóvel de acordo com as suas necessidades, e o recebe por cessão temporária de uso mediante pagamentos mensais dos valores pactuados. A construção é levada a efeito pelo contratado (locador) e a cessão do imóvel (pelo contrato de locação) se faz por prazo compatível com o *payback* do investimento realizado pelo locador.

Cita-se comumente a securitização de recebíveis como parte integrante de um BTS, por ser a forma mais comum de financiar empreendimentos de grande porte para locação (estima-se hoje valores mínimos de securitização na casa de 10 milhões de reais por operação, mas exceções são frequentes). Entretanto, para imóveis de menor porte, são considerados também financiamentos bancários tradicionais para o setor imobiliário, por incorrerem em custos fixos mais baixos (não há necessidade de pagamento de advogados, registro na CVM, entre outros). Os detalhes das duas modalidades de financiamento serão vistos a seguir neste texto.

---

<sup>1</sup> De acordo com (Rocha Lima Jr., Monetti, and Alencar 2010), considera-se “empreendimento de base imobiliária” aquele destinado a obtenção de renda por exploração ou aluguel, sendo o caso de hotéis, shopping-centers, build-to-suit, entre outros.

---



Ainda assim, mesmo com maior proteção legal e grande conhecimento acerca das características deste formato de negócio, é importante que o empreendedor analise a qualidade de crédito e a capacidade de pagamento do locatário, além de sua honestidade e de seu histórico de cumprimento de contratos. Como locador, ele deve se atentar para o risco de, em caso de litígio, a justiça decidir em favor do locatário, mesmo que ele seja claro descumpridor do contrato, pela velha crença de que o locatário é o “lado mais fraco”, adotando-se o princípio de *in dubio pro misere*.

O processo começa, via de regra, pela necessidade do locatário de se instalar em um imóvel desenvolvido exatamente para suas necessidades, na localidade em que deseja, e no prazo que lhe é conveniente. É função do empreendedor, então, encontrar o local adequado, obter recursos financeiros para seu desenvolvimento, adquirir o terreno para a instalação do imóvel, projetá-lo e executá-lo de acordo com os anseios do contratante.

Tem-se, então, conforme indica a Figura 1, a princípio e em sua forma mais simples, a figura de um empreendedor locador (desenvolvedor do empreendimento e proprietário da SPE ou gestor/consultor do fundo de investimento imobiliário - FII), de um locatário, e de uma sociedade de propósito específico (SPE) ou FII que é a proprietária do imóvel (ou seja, é o empreendimento em si).

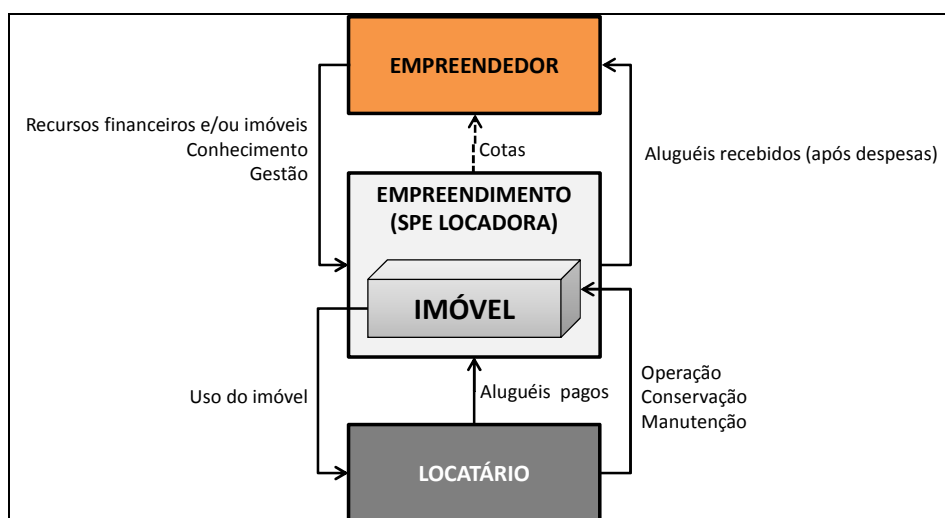


Figura 1: estrutura básica de um empreendimento build-to-suit

Como todo negócio e, principalmente, como todo negócio imobiliário, um empreendimento build-to-suit incorre em riscos e restrições de caráter técnico, financeiro, econômico, jurídico e mercadológico. Naturalmente, então, o setor não é recomendado para investidores amadores, desejosos de “empatar seu dinheiro em algo físico”. Trata-se de um segmento destinado a empreendedores profissionais e qualificados, e recomenda-se que investidores não familiarizados com o setor façam seus investimentos através de títulos como Certificados de Recebíveis Imobiliários ou Fundos de Investimento Imobiliários, confiando o desenvolvimento do empreendimento e gestão do portfólio de ativos a profissionais.



## MECANISMOS DE MITIGAÇÃO DE RISCOS, RESTRIÇÕES E PREMISSAS DOS NEGÓCIOS

O que se considera aqui como sendo fatores de risco e restrições para o empreendimento, são aqueles pontos que, de alguma forma, afetam a capacidade financeira do empreendedor em fazer frente aos recursos necessários à execução do empreendimento (na implantação), e ao pagamento das parcelas do financiamento (na operação).

A lista abaixo, não exaustiva, é obtida a partir da experiência da análise de fatores de risco de prospectos de emissões de títulos de investimento em real estate, de negócios imobiliários realizados sem emissão de títulos e da literatura sobre o tema. Os riscos e restrições listados devem ser, sempre que possível e quantificável, aplicados ao modelo econômico-financeiro do empreendimento, de forma a serem considerados quando da tomada de decisão pelo empreendedor na escolha e otimização do funding.

1. Criação de uma SPE para ser a proprietária do imóvel ou de um FII, de maneira a isolar os riscos desse empreendimento do restante do patrimônio do empreendedor, e isola os riscos do restante das atividades do empreendedor desse imóvel dentro da SPE ou FII (Rocha Lima Jr., Monetti, and Alencar 2010).
2. Análise da qualidade de crédito do locatário.
3. Contrato de duração compatível com o prazo de financiamento.
4. Multa em caso de rescisão antecipada do contrato.
5. Possibilidade de pagamento antecipado do financiamento.
6. Seguro para pagamento da multa de rescisão de contrato.
7. Pagamento do financiamento atrelado aos recursos recebidos pelo aluguel do imóvel, tanto em valores quanto em prazos (como já indicado no item 3).
8. Renúncia ao direito de revisão do valor dos aluguéis, a menos dos reajustes anuais por índice acordado entre as partes.
9. Adesão ao valor orçado para execução do empreendimento.
10. Pagamento de despesas e tributos do imóvel por conta do locatário.

## FONTES DE FUNDING DISPONÍVEIS

São consideradas duas categorias para o funding dos empreendimentos: *equity* e dívida. Os casos estudados são desenvolvidos considerando-se que haverá aportes de recursos por meio de *equity* e de dívida, exceto no caso em que o imóvel pertence diretamente e somente a um FII composto puramente de *equity*, já que o próprio FII é a fonte de todos os recursos necessários ao empreendimento. Analisaremos as formas de funding disponíveis separadamente para cada uma das categorias indicadas, de forma a conhecer suas características gerais, riscos, restrições, entre outros. Naturalmente, existem diversas fontes e estruturas de funding passíveis de serem consideradas, mas foram tomadas aquelas que aparecem com mais frequência na realização de negócios de caráter imobiliário no Brasil.

### Investimento direto (também chamado de investimento em *equity*):

- Capital próprio do empreendedor.



- Parcerias com pessoas físicas, empresas, fundos de investimento imobiliários (FII), ou fundos de investimento em participações (FIP), com aportes na forma de recursos financeiros ou imóveis (por exemplo, o terreno onde será edificado o empreendimento).
- Investimento através de fundo de investimento imobiliário (FII).

#### Financiamento (ou dívida):

- Financiamento bancário (com estrutura semelhante ao do Sistema Financeiro da Habitação).
- Securitização dos recebíveis de aluguéis, com emissão de certificados de recebíveis imobiliários (CRI) por companhia securitizadora.
- Financiamento através de emissão de debêntures pela própria SPE.

### ESTRUTURAS DE FUNDING CONSIDERADAS, SUAS VANTAGENS E RISCOS

A apresentação e análise das estruturas de funding são feitas através do estudo de estruturas observadas no mercado brasileiro e recentemente empregadas. Para cada estrutura, é feita uma descrição de como ela é desenhada e uma análise de suas vantagens, desvantagens e riscos. Naturalmente, muitas outras estruturas são possíveis, e o mercado evolui constantemente com o aparecimento de novas formas de se realizar os empreendimentos.

#### Empreendimento com securitização (CRI) e equity do empreendedor (Figura 2)

Nesta primeira configuração, o empreendedor aporta uma parte do capital para a realização do empreendimento e o restante é obtido a partir da securitização dos recebíveis dos aluguéis, com a emissão de CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários).

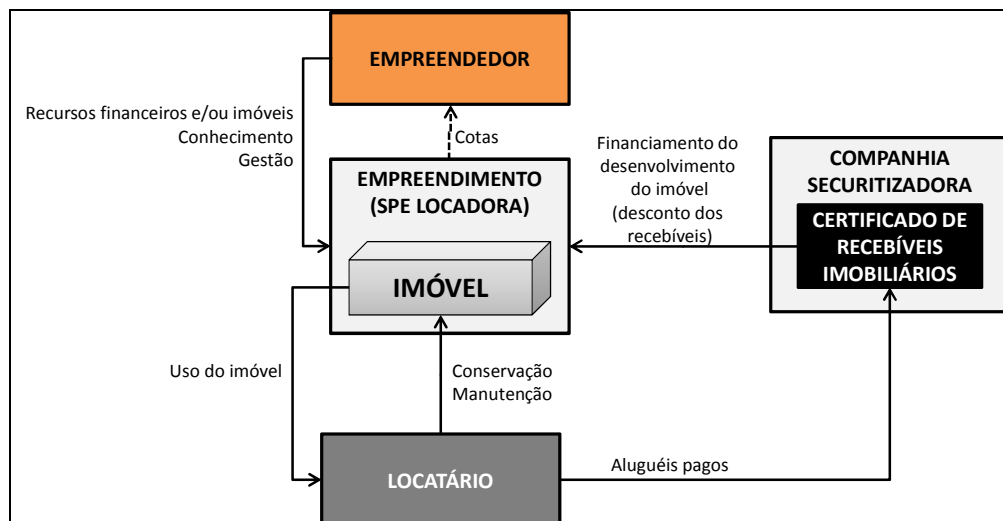


Figura 2: estrutura de um empreendimento build-to-suit com securitização (CRI)

Vantagens:



- O pagamento das parcelas do financiamento é proporcional ao aluguel recebido, então não há descasamento entre os dois.
- Há grande flexibilidade para negociação dos termos entre as partes (empreendedor, securitizadora, compradores dos CRI), podendo ser financiada grande parte do empreendimento (o *loan-to-value* pode chegar até a 100%, em alguns casos) e os prazos são maiores do que o de um financiamento bancário regular (sendo cada vez mais frequentes prazos de até 20 anos).
- O recebimento do valor da securitização pode ser feito em apenas uma parcela, logo no início do empreendimento, o que garante que o empreendedor terá o recurso para desenvolver o empreendimento, sem ter que submeter medições físico-financeiras ao agente financiador.

Desvantagens:

- Os custos fixos para emissão de CRI ainda são altos, sendo necessárias operações de porte médio ou grande (atualmente, estima-se acima de 8 milhões de reais).

Riscos:

- Caso haja rescisão de contrato de aluguel por parte do locatário, deve estar previsto na emissão do CRI que pode ser feito resgate antecipado do CRI, a ser feito com a multa pela rescisão de contrato.
- Se a operação não for bem feita pela securitizadora, a mesma pode ter dificuldade para vender o CRI no mercado. Entretanto, no estágio atual de conhecimento das securitizadoras, já se sabe quais produtos terão boa aceitação.

---

**Empreendimento com financiamento imobiliário e equity do empreendedor (Figura 3)**

Nesta configuração, há aporte de recursos por parte do empreendedor, e o restante é financiado por um banco nos moldes do Sistema Financeiro da Habitação (SFH). Este tipo de financiamento pode ser usado de maneira transitória durante a implantação do empreendimento, ao final da qual haveria a securitização dos recebíveis, mas tal processo é cada vez mais incomum pela maior aceitação de riscos por parte dos compradores de CRI.

Vantagens:

- As operações têm baixo custo fixo, então são mais convenientes do que a securitização para o desenvolvimento de imóveis pequenos (entre 1,5 e 10 milhões de reais).
- As taxas de juros são conhecidas e não variam conforme o negócio, pois são as praticadas no mercado (o que também pode ser visto como desvantagem, dependendo do caso).

Desvantagens:

- É necessário que o empreendedor já tenha o terreno, pois o mesmo é dado em garantia na operação (com alienação fiduciária) e o financiamento bancário não fornece recursos para aquisição de terrenos.
  - Os recursos provenientes do financiamento são recebidos somente ao longo da obra, em função das medições físico-financeiras, e com algum atraso entre os desembolsos por parte do
-



empreendedor e os recebimentos. Sendo assim, é necessário que o empreendedor disponha de um capital para fazer frente aos custos ao longo da obra.

- Não há flexibilidade de negociação, sendo os moldes do financiamento determinados pelo banco.
- O *loan-to-value* não passa de 70% ou 75% do valor da implantação (excluindo-se o terreno), pois os bancos mitigam seu risco dessa forma por não poderem analisar cada operação e os atores nela envolvidos.
- Os prazos para pagamento do financiamento são, geralmente, de 10 anos. Raramente chegam a 15 anos. Ou seja, são mais curtos do que os praticados na securitização.
- Alguns bancos não adotam a tabela Price para o pagamento dos financiamentos, e sim a tabela SAC. Dessa forma, as parcelas iniciais são mais altas e, na maior parte dos casos, não é possível pagar o financiamento apenas usando recursos provenientes dos aluguéis recebidos.

Riscos:

- Caso haja rescisão de contrato de aluguel por parte do locatário, deve estar previsto pagamento antecipado do financiamento, pagamento este que será feito com os valores recebidos pela multa por rescisão do contrato de aluguel.
- Pode haver descasamento entre os valores pagos como parcelas do financiamento e os aluguéis recebidos. Como as parcelas são pré-fixadas e os aluguéis podem variar (ainda que se mitigue esse risco com cláusula de recusa de ações revisionais) há a possibilidade de retração nos índices de reajuste.

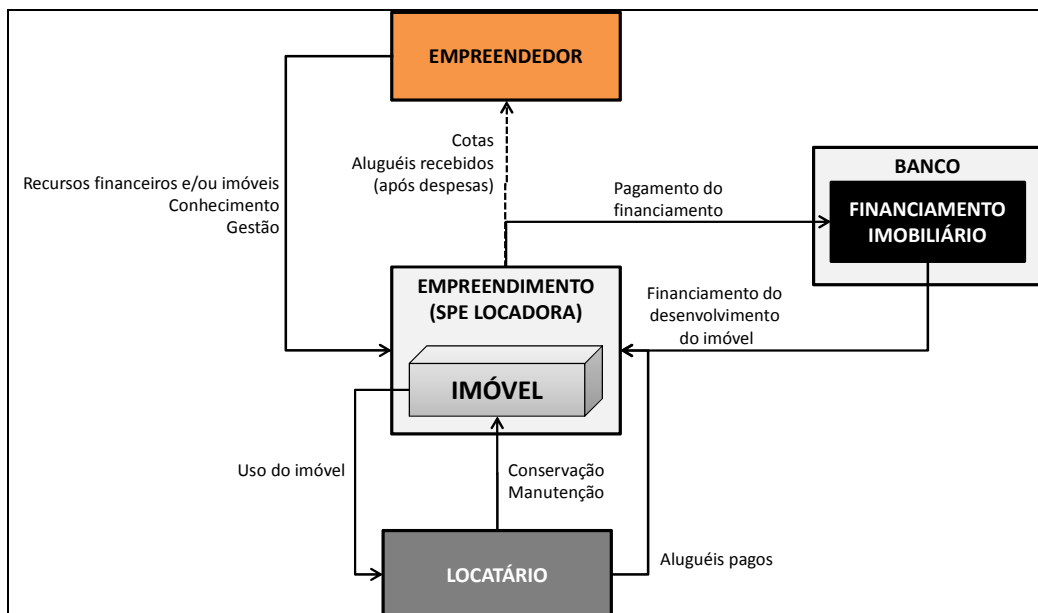


Figura 3: estrutura de um empreendimento build-to-suit com financiamento imobiliário

**Empreendimento com emissão de debêntures e equity do empreendedor (Figura 4)**



Nesta configuração, há aporte de recursos por parte do empreendedor, e o restante é obtido através da emissão de debêntures. É uma operação pouco comum no Brasil para empreendimentos do tipo build-to-suit, sendo usada apenas em alguns casos de empresas que fizeram emissões corporativas recentemente de forma a trocar dívidas mais “caras” antigas por dívidas mais “baratas” de debêntures.

Vantagens:

- As debêntures têm sido emitidas com taxas de juros mais baixas que as cobradas nos financiamentos bancários e em securitização.
- As debêntures não precisam estar ligadas a um empreendimento específico, ainda que isso não seja aplicável a este estudo, já que sempre há aqui um empreendimento build-to-suit a ser estruturado.
- Os prazos para pagamento são cada vez mais longos, sendo que algumas operações podem superar 20 anos.
- Se for enquadrada como debênture de infraestrutura, há isenção de tributos para o portador do título.

Desvantagens:

- Os custos de emissão de debêntures são altos.
- A empresa emissora deve ser uma S.A., o que inviabiliza a emissão pelas SPEs limitadas de lucro presumido, geralmente usadas para desenvolver empreendimentos build-to-suit.

Riscos:

- Pode haver descasamento entre os valores pagos como parcelas do financiamento e os aluguéis recebidos. Como as parcelas são pré-fixadas e os aluguéis podem variar (ainda que se mitigue esse risco com cláusula de recusa de ações revisionais), há a possibilidade de retração nos índices de reajuste.
  - Outros riscos ainda são pouco conhecidos, por ainda não terem sido usadas amplamente operações de debêntures para *project finance* de empreendimentos build-to-suit (e no setor de real estate em geral).
-

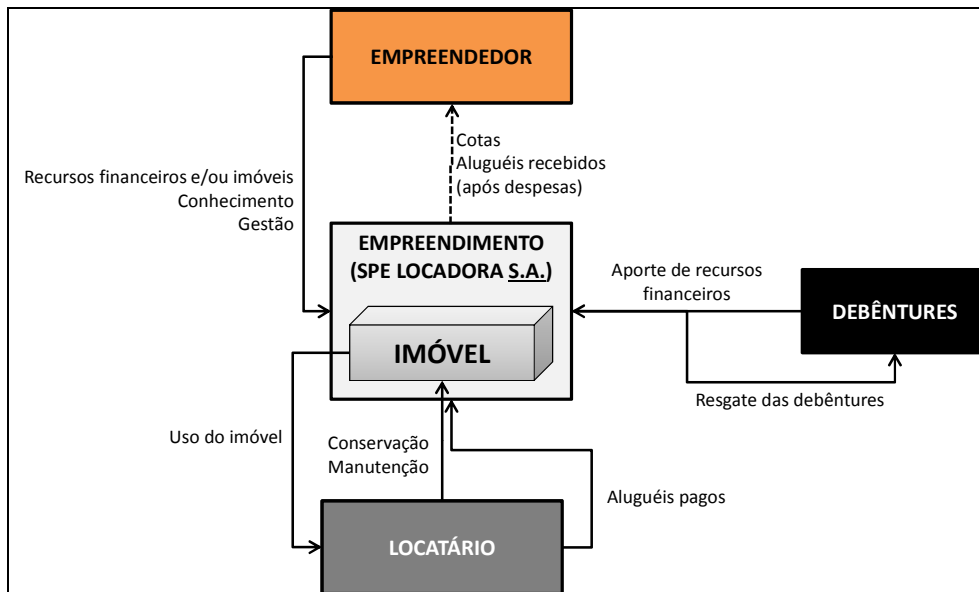


Figura 4: estrutura de um empreendimento build-to-suit com emissão de debêntures

#### Empreendimento com securitização, e equity de parceiro e do empreendedor (Figura 5)

Esta configuração é muito semelhante à operação original com securitização dos recebíveis e emissão de CRI, mas há a entrada na sociedade de um parceiro pessoa física ou pessoa jurídica, com um aporte de equity na forma de recursos financeiros ou de terreno onde será implantado o empreendimento.

Vantagens (além das já mencionadas no caso inicial com securitização):

- Não há necessidade de aporte de recursos para aquisição do terreno. Virtualmente, o empreendedor pode realizar este empreendimento sem aportar nenhum recurso próprio, o que eleva muito suas taxas de retorno.
- Dado o aquecimento do mercado imobiliário nos últimos anos, com preços de terreno sendo multiplicados, em alguns casos pode ser mais atrativo para o empreendedor que o parceiro entre como sócio no empreendimento (e receba uma remuneração proporcional ao valor integralizado, como um “aluguel pelo terreno”) do que comprar o terreno por preços exorbitantes.

Desvantagens e riscos (além das já mencionadas no caso inicial com securitização):

- Há a necessidade de se conhecer, confiar e poder dialogar com o parceiro, que passará a ser sócio do empreendedor por prazos muito longos.
- Assim como na compra do terreno, deve-se atentar a possíveis litígios e passivos relacionados ao imóvel em si e ao seu proprietário (que passará a ser sócio do empreendimento).
- O contrato social da SPE tem que ser muito bem redigido, com cláusulas discutidas à exaustão entre as partes, de forma a proteger o interesse de todos. É necessário, inclusive, que haja uma cláusula detalhando o método de *valuation* do empreendimento, caso haja necessidade de compra de parte da sociedade por um dos sócios ou de venda a terceiros.



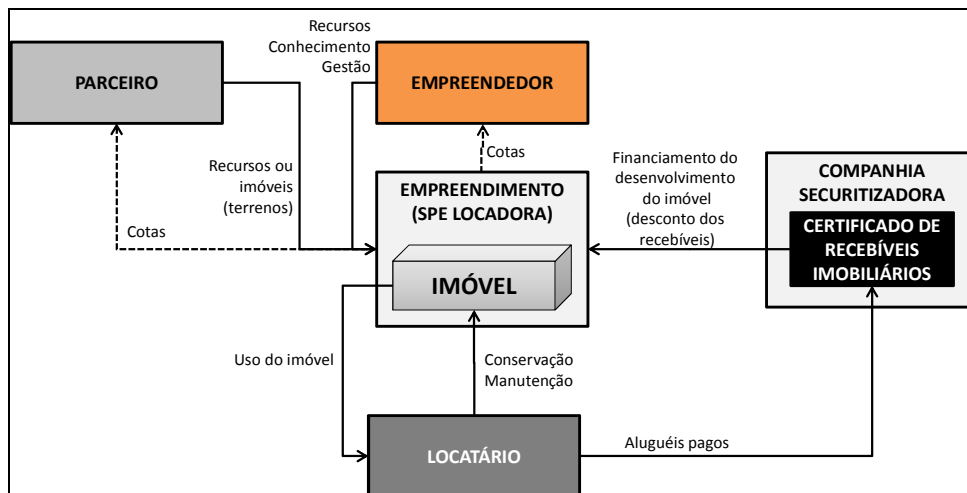


Figura 5: estrutura de um empreendimento build-to-suit com securitização e presença de parceiro

### Empreendimento com securitização, equity de FIP e do empreendedor (Figura 6)

Esta configuração é muito semelhante à operação original com securitização dos recebíveis e emissão de CRI, com a presença de um Fundo de Investimento em Participações (FIP) que fará um aporte financeiro na SPE para desenvolvimento do imóvel. O FIP é uma fonte de recursos segura e confiável, proveniente (na maioria dos casos) de investidores que conhecem as peculiaridades do negócio e investem através de gestores de fundos de investimento qualificados. É uma alternativa para o aporte de recursos de parceiros, que pode ser atrativa se os outros parceiros disponíveis não são qualificados ou confiáveis o suficiente.

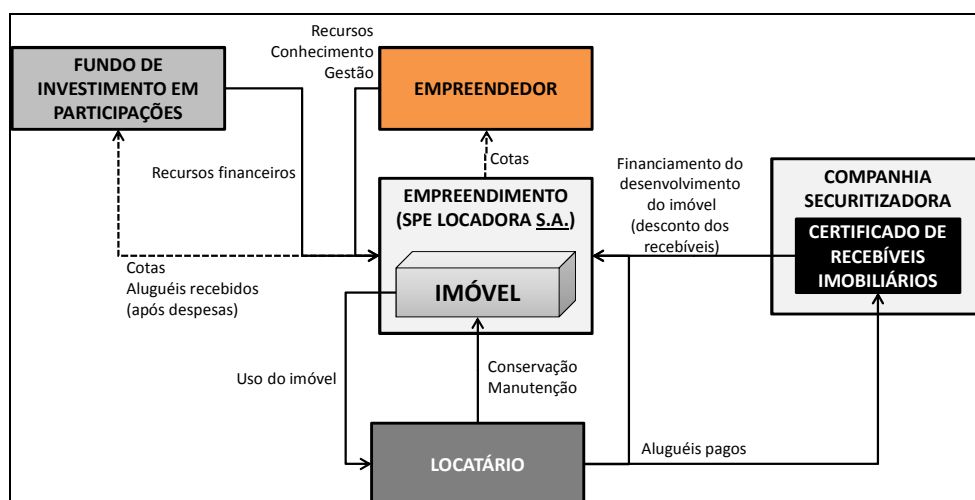


Figura 6: estrutura de um empreendimento build-to-suit com securitização e presença de FIP



Vantagens (além das já mencionadas no caso inicial com securitização):

- Virtualmente, o empreendedor pode realizar o empreendimento sem aportar nenhum recurso próprio, o que eleva muito suas taxas de retorno.
- Como o FIP aporta capital a diversas empresas e já está estruturado, seu aporte é mais rápido do que o de um FII ou de uma securitização feita exclusivamente para o empreendimento em questão. Além disso, não há, virtualmente, limite mínimo para os aportes. E os limites máximos são determinados pela carteira do CRI e pelos recursos disponíveis.

Desvantagens e riscos:

- Geralmente, os FIP têm uma estratégia de saída dos investimentos realizados. Ou seja, é necessário que o empreendedor saiba que, em determinado momento, ele terá que comprar a parte da SPE que pertence ao FIP ou terá que encontrar outro investidor de sua confiança para ser seu sócio.

---

#### **Empreendimento com securitização, equity de FII e do empreendedor (Figura 7)**

Em relação à configuração anterior, esta configuração tem a figura do FII como parceiro. Pelo regime tributário do FII, esta configuração não é atrativa, já que há o recolhimento de tributos dentro da SPE. Além disso, a criação de um FII exclusivamente para um empreendimento exige que esse empreendimento seja de grande porte, já que os custos fixos de emissão do fundo são altos. Ademais, o nível de alavancagem deve respeitar a regulamentação dos fundos de investimento imobiliário.

Esta opção é adotada no mercado apenas em situações transitórias, em que o FII adquiriu a SPE proprietária do imóvel e fará, em seguida, a transferência do imóvel para dentro do próprio FII<sup>2</sup>. Mas é cada vez mais incomum, pois os FII estão tomando o risco de realizar dentro de sua estrutura os empreendimentos, não havendo mais a necessidade da realização do empreendimento por um terceiro (incorporadora ou SPE ligada à gestora do FII, por exemplo) para que haja, posteriormente, a aquisição do imóvel pelo FII.

Uma alternativa, neste caso, seria a compra pelo FII dos próprios CRI emitidos na securitização, ao invés de sua entrada com equity no empreendimento. Isso faria com que o FII recebesse sua parte do investimento sem tributação, e não haveria restrição limitando a alavancagem do empreendimento. Tal operação ocorre costumeiramente e os FII são grandes clientes das securitizadoras na compra de CRI.

---

<sup>2</sup> É válido lembrar que a operação de transferência de um imóvel da SPE para o FII proprietário da SPE está sujeita a custos de ITBI, registro em cartório, além de eventuais tributações sobre ganho de capital pela SPE na venda do imóvel.

---

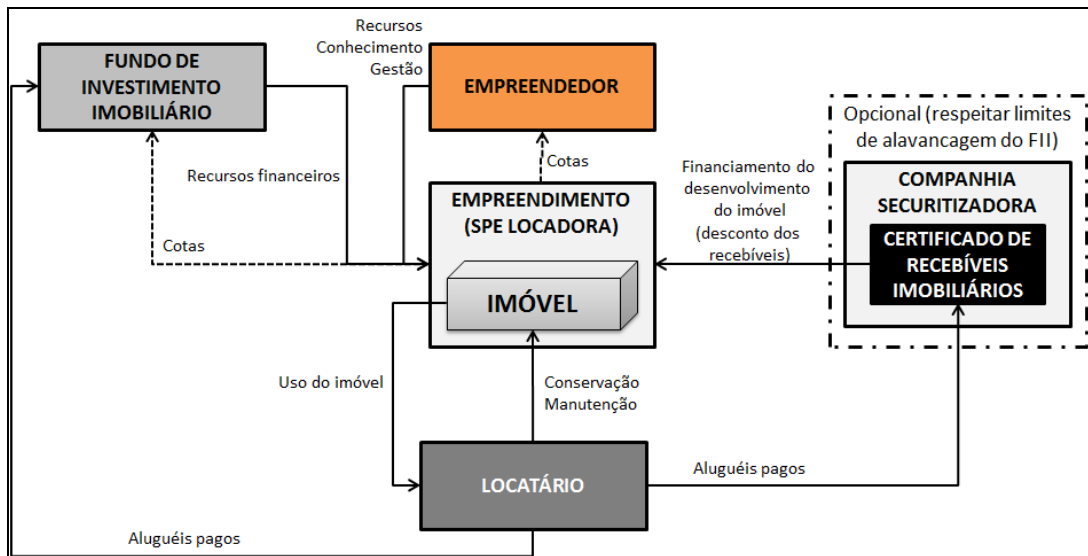


Figura 7: estrutura de um empreendimento build-to-suit com securitização e presença de FII

### Empreendimento com FII (Figura 8)

Na última configuração analisada, o FII atua como proprietário direto do imóvel. Seus recursos, captados no mercado, são investidos no desenvolvimento do imóvel (ou sua compra depois de pronto). Neste caso, o empreendedor que desenvolve o imóvel frequentemente atua como “consultor imobiliário” e/ou “gestor do fundo de investimento”. Considera-se esta a opção mais atrativa para imóveis de grande porte, pois o investimento é partilhado entre os cotistas (assim como seus rendimentos, naturalmente) e, como esses cotistas têm a oportunidade de investir em imóveis através de gestores qualificados conhecedores do setor imobiliário, a captação de recursos é feita com facilidade.

#### Vantagens:

- O imóvel já está dentro da estrutura mais eficiente, tributariamente e financeiramente, para o investimento em empreendimentos de base imobiliária.
- Não há necessidade de aportes financeiros por parte do empreendedor.
- Há a possibilidade de receber o investimento com facilidade no mercado financeiro, ainda mais facilmente que no caso do CRI, pois os FII são um instrumento muito popular no Brasil e as emissões têm sido bem aceitas pelo mercado.

#### Desvantagens:

- O empreendedor não é mais o “proprietário” do imóvel, passando a ser apenas consultor e gestor. Isso, para alguns, não é aceitável.
- Os imóveis e, conseqüentemente, as captações de recursos têm que ser de grande porte, de maneira a diluir os altos custos fixos para emissão do FII.

#### Riscos:



- Do ponto de vista do empreendedor, não há risco em especial que já não tenha sido mencionado. O risco é do cotista não habituado ao mercado imobiliário, que investe tendo em vista um retorno esperado, retorno esse que pode vir a ser reduzido após o final do período de "retorno garantido" prometido na emissão pelas condições do mercado e pela qualidade do empreendimento.

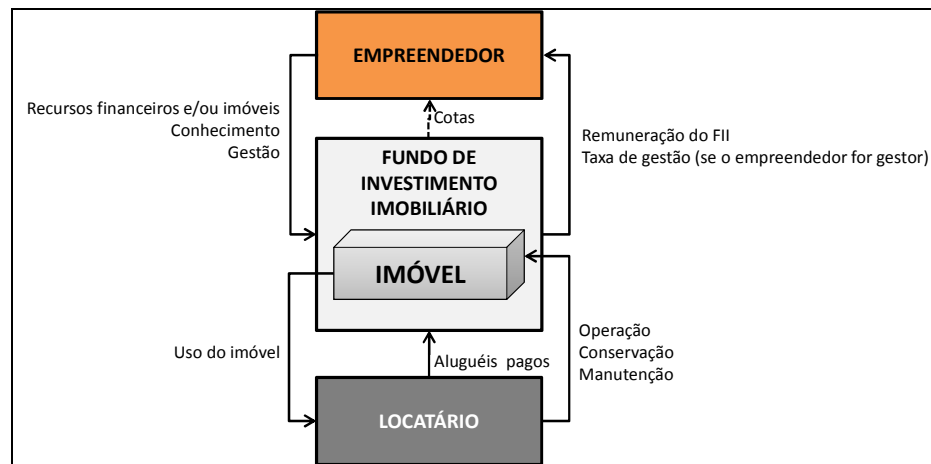


Figura 8: estrutura de um empreendimento build-to-suit com FII apenas