LUÍS HENRIQUE DA SILVEIRA FRANCIOZI

OPERAÇÕES BUILT TO SUIT ANTES E DEPOIS DA LEI Nº 12.744/12 - O ESTUDO DE CASO DO HOSPITAL INFANTIL SABARÁ

Monografia apresentada à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, para a obtenção do título de MBA em *Real Estate*.

São Paulo

2013

LUÍS HENRIQUE DA SILVEIRA FRANCIOZI

OPERAÇÕES BUILT TO SUIT ANTES E DEPOIS DA LEI Nº 12.744/12 - O ESTUDO DE CASO DO HOSPITAL INFANTIL SABARÁ

Monografia apresentada à Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, para a obtenção do título de MBA em *Real Estate*.

Orientadora: Profª. Dra. Paola Torneri Porto

São Paulo

2013

FICHA CATALOGRÁFICA

Franciozi, Luis Henrique da Silveira
Operações *built to suit* antes e depois da Lei n. 12744/12: o estudo de caso do Hospital Infantil Sabará / L.H.S. Franciozi. - - São Paulo, 2013.
113 p.

Monografia (MBA em Economia Setorial e Mercados, com ênfase em *Real Estate*) – POLI.INTEGRA.

1.Empreendimentos imobiliários 2.Locação de imóveis I.Universidade de São Paulo. POLI.INTEGRA II.t.

AGRADECIMENTOS

À Prof.ª. Dra. Paola Torneri Porto, pela fundamental e objetiva orientação no presente trabalho.

A todos os professores do MBA, especialmente ao Prof. Dr. Fernando Bontorim Amato e ao Prof. Dr. Claudio Tavares de Alencar, pela dedicação e direcionamento no desenvolvimento desta monografia.

À Poli, pela divulgação de conhecimento e visão de mercado, bem como a todos que apoiaram esta instigante empreitada.

À família, que é o alicerce da minha existência e a minha noiva, pelo apoio incondicional.

Ao Pátria Investimentos e a seus integrantes, em especial ao Alexandre Borensztein, pelo incentivo, confiança e oportunidades.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO 1
1.1 Contextualização do tema 1
1.2 Objetivo 3
1.3 Justificativa 4
1.4 Metodologia 5
2. OCUPAÇÃO DOS IMÓVEIS PELAS CORPORAÇÕES, NA QUALIDADE DE PROPRIETÁRIAS OU DE LOCATÁRIAS 9
2.1. Contextualização e considerações na decisão 9
2.2. Cenário brasileiro 12
3. CONCEITO E REGULAMENTAÇÃO DE BTS, BEM COMO PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DE LOCAÇÕES TÍPICAS E LOCAÇÕES BTS 14
3.1. Empreendimentos de Base Imobiliária (EBI) 14
3.2. Características de locações BTS 18
3.3. Encargos e aspectos fiscais 21
3.4. Valor da locação, reajuste e revisão 22
3.5. Direito de preferência e vigência 24
3.6. Prazo 26
3.7. Rescisão 26
3.8. Renovação 28
3.9. Resumo das principais diferenças entre as locações típicas e as locacões BTS 29
3.10. Direito de superfície 32
4. SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS 34
4.1. Introdução 34
4.2. Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) 34
4.3. Securitização de Recebíveis vinculados a Locações Típicas e a Locações BTS 40
4.4. Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI) 44
5. ESTUDO DE CASO 46
5.1. Introdução 46
5.2. Hospital Sabará 46
5.3. Avenida Angélica Investimentos Imobiliários e Participações S.A. 47
5.4. Descrição da operação BTS e posterior emissão de CRI 48

5.5. Dados relevantes dos principais contratos 53
5.5.1. Compromisso de Venda e Compra e Escritura Definitiva de Venda e Compra do Imóvel 53
5.5.2. Contrato de Locação 53
5.5.3. Contrato de Obras 60
5.5.4. Termos de Securitização 61
5.6. Cenário Referencial 61
5.7. Ciclo de Implantação e Ciclo de Operação 63
5.8. Análise da Qualidade do Investimento ("AQI") 71
5.9. Análise de Riscos 75
5.9.1. Análise de sensibilidade da variação do aluguel ao término do Contrato de Locação 78
5.9.2. Análise de sensibilidade na hipótese de eventual Ação Revisional 79
5.9.3. Análise de sensibilidade na hipótese de rescisão contratual 80
6. CONCLUSÕES 88
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 91
Anexo 1 - Ciclo de Implantação do estudo de caso do Hospital Sabará 99
Anexo 2 - Ciclo de Operação do estudo de caso do Hospital Sabará 100
Anexo 3 - Evolução da TIR no estudo de caso do Hospital Sabará 101
Anexo 4 - Análise da TIR nos diferentes anos de rescisão 102

RESUMO

O presente trabalho examina a estruturação de locações *built to suit* (BTS), antes e depois da promulgação da Lei nº 12.744 de 19 de dezembro de 2012 (Lei 12.744/12) com o propósito principal de avaliar os riscos jurídicos para as partes envolvidas antes e após a edição de referida legislação.

A fim de contextualizar o tema, são abordados temas norteadores da decisão de empresas, que necessitam ocupar imóveis para executar suas atividades, pela desmobilização de ativos (ou simplesmente pela não imobilização). A decisão pela desmobilização dos ativos ou pela não imobilização é predominante no mercado internacional.

As operações BTS se apresentam como uma alternativa para a não imobilização de capital em ativos imobiliários. Com a promulgação da Lei 12.744/12, houve previsão expressa das locações BTS no ordenamento brasileiro. Antes da promulgação da Lei 12.744/12, um desafio para as partes envolvidas era determinar as limitações jurídicas das locações BTS, uma vez que não havia legislação específica aplicável à matéria, gerando insegurança jurídica às partes envolvidas nas locações BTS, o que não mais ocorre após o advento da Lei 12.744/12.

Para o Locador, além das características que conferem às locações BTS uma maior segurança em comparação a locações típicas, existe a possibilidade de securitização de recebíveis vinculados a locações BTS. A securitização de recebíveis mostra-se como interessante fonte de *funding* no mercado de *real estate* ou como forma de alavancagem. Ainda no que se refere à possibilidade de securitização de recebíveis, nas operações BTS é possível estabelecer um fluxo de alugueis mais homogêneo, o que facilita a estruturação segura de uma operação de securitização de recebíveis.

O estudo de caso do Hospital Infantil Sabará aborda uma operação de *sale lease back*, seguida de *built to suit* com securitização dos recebíveis imobiliários lastreados nos alugueis vinculados à locação BTS. A fim de verificar os principais impactos da publicação da Lei 12.744/12, também é feito um estudo de eventual descaracterização da operação BTS do Hospital Infantil Sabará que poderia ocorrer antes da Lei 12.744/12, a fim de verificar as principais diferenças no que diz respeito à análise da qualidade dos investimentos e riscos atinentes. A partir do estudo de caso, concluiu-se que, em vista da previsão legal sobre a possibilidade de renúncia à ação revisional de aluguel, bem como a respeito da possibilidade de cobrança de penalidades elevadas em razão de eventual rescisão antecipada pelo locatário, os riscos na análise da qualidade do investimento são minimizados nas locações BTS.

Palavras-Chave: *built to suit*; Lei 12.744/12; ação revisional de aluguel; rescisão contratual antecipada.

ABSTRACT

This paper examines the structuring of built to suit leases (BTS), before and after the enactment of Law No. 12,744 dated as of December 19, 2012 (Law 12,744/12) considering the primary purpose of assessing legal risk to the parties involved before and after the enactment of such legislation.

In order to contextualize the topic, this paper addresses guiding themes for the decision of companies – that need to occupy properties to perform their activities – to sell their assets (or simply by non-immobilization). The decision about the demobilization of assets or about non immobilization is predominant in the international market.

BTS transactions are presented as an alternative to non-immobilization of capital in real estate assets. With the enactment of Law 12,744/12, there was an express provision of the BTS leases in the Brazilian legislation. Prior to this Law, a challenge to the parties involved was to determine the legal constraints of BTS, since there was no specific legislation applicable to the matter, creating legal uncertainty to the parties involved in the BTS, which no longer occurs after the enactment of Law 12,744/12.

To Lessor, in addition to features that give greater security compared to typical leases, it is possible to perform a securitization backed in BTS rents. The securitization of receivables is an interesting source of funding in the real estate market and can be also performed as a way to leverage the return rate. With regard to the possibility of securitization of receivables, with respect to BTS transactions, it is possible to establish a more homogeneous flow of rents, which facilitates the safe structuring of a securitization of receivables.

The case study related to Children's Hospital Sabará addresses a sale leaseback transaction, with a built to suit with the securitization of real estate receivables backed in rents related to BTS lease. In order to assess the main impacts of the publication of Law 12,744/12, it was analyzed a possible disregard of Children's Hospital Sabará BTS lease that could occur before the Law 12,744/12, in order to check the main differences with respect to the analysis of quality of investments and relating risks. Based on the case study, it was concluded that in view of the legal provision on the possibility of waiving of rent review lawsuit, as well as about the possibility of charging high penalties due to possible early termination by the lessee, the risks in the analysis of the quality of investment are minimized as regards to BTS lease.

Key words: *built to suit*; Law 12,744/12; rent review lawsuit; early termination.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Metodologia de pesquisa 8
Figura 2 - Análise da oportunidade de imobilização e desmobilização em imóveis corporativos, sob a ótica das corporações usuárias dos imóveis (Fonte: GREGÓRIO, 2010). 10
Figura 3 - Os ciclos dos EBI (adaptado de Rocha Lima, 1994). 14
Figura 4 - Fluxograma de uma operação de securitização 37
Figura 5 - Localização do Hospital Sabará (fonte: *googlemaps*). 47
Figura 6 - Fotos antes e depois da Reforma 48
Figura 7 - Fotos do interior do Hospital Sabará 49
Figura 8 - Fotos de equipamentos hospitalares 49
Figura 9 - Fluxograma da operação BTS do estudo de caso do Hospital Sabará com posterior emissão de CRIs (Fonte: adaptado do prospecto disponível em http://www.patriacsci.com.br/). 51
Figura 10 - Movimentos anuais para cálculo do VOI-0 no estudo de caso do Hospital Sabará no cenário referencial 71
Figura 11 - Cores indicativas das fronteiras de sustentação 78

LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Quadro comparativo de locações típicas x BTS 31
Tabela 2 - Aluguel anual a ser pago pelo Hospital Sabará 55
Tabela 3 - Dados dos custos principais do cenário referencial do estudo de caso do Hospital Sabará 62
Tabela 4 - Receitas e redutores do cenário referencial do estudo de caso do Hospital Sabará 63
Tabela 5 - Cálculo da TIR na locação BTS 73
Tabela 6 - Cálculo do Lastro 75
Tabela 7 - Impacto da Ação Revisional no retorno do estudo de caso do Hospital Sabará 80
Tabela 8 – Dados arbitrados para análise de sensibilidade na hipótese de rescisão contratual do Hospital Sabará 81
Tabela 9 - Estudo rescisão do Hospital Sabará e respectivos impactos com cobrança de alugueis vincendos em caso de rescisão antecipada 82
Tabela 10 - Estudo rescisão do Hospital Sabará e respectivos impactos com aplicação de multa de 3 alugueis em caso de rescisão antecipada 83
Tabela 11 - Rescisão Hospital Sabará - Variação do desconto do novo aluguel e do custo de reforma, considerados os riscos antes e depois da Lei 12.744/12 84
Tabela 12 - Rescisão Hospital Sabará - Variação do ano de rescisão e do prazo de absorção 85

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução da TIR no estudo de caso do Hospital Sabará.....74
Gráfico 2 - Impacto na taxa de retorno gerado por eventual desconto no valor de aluguel a partir do ano 15.....79
Gráfico 3 - Variação do custo de reforma e do desconto no aluguel e faixa de variação da TIR, considerados os riscos existentes antes e depois da Lei 12.744/12.....84
Gráfico 4 - Variação do prazo de absorção e do ano de rescisão e faixa de variação da TIR, considerados os riscos existentes antes e depois da Lei 12.744/12.....85
Gráfico 5 - TIR em diferentes anos de rescisão.....87

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1 - Cálculo do EXP 0 65
Equação 2 - Cálculo do VOIi 69
Equação 3 - Cálculo do VOI20 69
Equação 4 - Cálculo do *Duration* 75

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AQI	……	Análise da Qualidade do Investimento
BTS	……	*Built to suit*
CCI	……	Cédula de Crédito Imobiliário
CDI	……	Certificado de Depósito Interfinanceiro
CRI	……	Certificados de Recebíveis Imobiliários
CMN	……	Conselho Monetário Nacional
COFINS	……	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
CVM	……	Comissão de Valores Mobiliários
CSLL		Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido
EBI	……	Empreendimento de base imobiliária
EBI-RC	……	Empreendimento de base imobiliária com renda comprometida
EEL		Edifícios de Escritórios para Locação
EPUSP	……	Escola Politécnica da USP
FRA	……	Fundo de Reposição de Ativos
IP	……	Investimento Pronto
IPTU	……	Imposto Predial e Territorial Urbano
IRPJ	……	Imposto de Renda da Pessoa Jurídica
ITBI	……	Imposto de Transmissão de Bens Imóveis e direitos a ele relativos
LCP	……	Locação simples de Curto Prazo
LLP	……	Locação simples de Longo Prazo
LT	……	Locação Típica
MBA	……	*Master in Business Administration*
NRE	……	Núcleo de *Real Estate* da EPUSP
PIS	……	Programa de Integração Social
SLB	……	*Sale and Lease Back*
SP	……	Ser proprietário (imobilizar no ativo)
SPE	……	Sociedade de Propósito Específico
TAI	……	TAT do Ciclo Operacional
TAT	……	Taxa de atratividade
TAS	……	Taxa Setorial
TIR	……	Taxa Interna de Retorno
TS	……	Termo de Securitização
TR	……	Taxa Referencial
USP	……	Universidade de São Paulo

1. INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização do tema

O presente trabalho pretende examinar as locações *built to suit* (BTS), sob a ótica do investidor, desenvolvedor de operações desta natureza, principalmente no que diz respeito a impactos na segurança do investimento relacionados às alterações no ordenamento legislativo brasileiro ocorridas em dezembro de 2012.

Nas locações BTS, imóveis determinados pela parte interessada em ocupá-los são adquiridos, construídos ou reformados por terceiros (Locador[1] ou outros por este indicados), sob medida, para atender às necessidades específicas ao desenvolvimento de atividades das empresas ocupantes, que participam da operação na qualidade de Locatários. Estes se comprometem, em contrapartida, a remunerar o Locador, estando vinculados por um contrato de locação de longo prazo.

O termo em inglês *built to suit* é aplicado em razão da característica de construção sob medida nesse tipo de contrato, que, após o advento da Lei 12.744/12, também é denominado de "contrato de construção ajustada", o que vai ao encontro do significado do termo *built to suit* (construído para servir)[2], que, muitas vezes, também é chamado de *tailor made* (feito sob medida).

Com a promulgação da Lei 12.744/12, houve previsão expressa das locações BTS no ordenamento jurídico brasileiro. Referida lei acrescentou o art. 54-A na Lei 8.245 de 18 de outubro de 1991, também conhecida como Lei do Inquilinato (Lei 8.245/91), de forma que nas locações não residenciais de imóveis urbanos prevalecerão as condições pactuadas no contrato desde que o Locador tenha procedido à prévia aquisição, construção ou substancial

---

[1] Para fins deste trabalho, o locador/empreendedor, embora apresente uma marcante característica de empreendedorismo, como será visto em todos os capítulos do presente trabalho, será denominado "Locador", uma vez que a legislação aplicável à matéria utiliza esta nomenclatura.

[2] Embora haja denominação específica estabelecida na legislação vigente ("contrato de construção ajustada"), no presente trabalho será utilizada a nomenclatura BTS, uma vez que o termo é bastante difundido no mercado de *real estate*.

reforma, por si ou por terceiros, do imóvel então especificado pelo Locatário, a fim de que seja locado a este por prazo determinado.

Antes da promulgação da Lei 12.744/12, um desafio para as partes envolvidas era determinar as limitações jurídicas das locações BTS, uma vez que não havia legislação específica aplicável à matéria, havendo dúvidas quanto à aplicabilidade da Lei 8.245/91. Embora o entendimento prevalente fosse de que havia base legal consistente para sustentar a viabilidade desta modalidade contratual, as lacunas na legislação e nas decisões judiciais sobre o assunto geravam insegurança jurídica às partes envolvidas nas locações BTS. Com a sanção da Lei 12.744/12, Locador e Locatário poderão estabelecer livremente as condições contratuais nas locações BTS. Referida Lei extinguiu as principais controvérsias que envolviam as locações BTS e eliminou incompatibilidades a respeito da aplicação ou não de determinados dispositivos da Lei 8.245/91. Nesse sentido, será identificada a regulamentação aplicável, bem como será verificada a forma de estruturação jurídica dos contratos BTS, antes e após a publicação da Lei 12.744/12, examinando os impactos decorrentes.

Ainda que não seja propósito do presente trabalho a análise sob a ótica do Locatário, a fim de contextualizar os motivos que levam as corporações a realizarem operações BTS, serão mapeados alguns fatores que são levados em consideração por ocasião da decisão das corporações pela não mobilização[3] ou desmobilização[4] de ativos imobiliários[5].

Como será visto no Capítulo 2, a decisão pela desmobilização dos ativos ou pela não imobilização é predominante no mercado internacional. Isso se dá principalmente em razão da predileção das empresas em direcionarem recursos para suas atividades fim para que tenham desempenho adequado e atinjam suas metas. No Brasil, a opção pela desmobilização de ativos também tem sido vista como interessante alternativa para as corporações. Segundo Rocha Lima e Gregório (2007):

---

[3] No caso da não imobilização, a empresa ainda não ocupa o imóvel que pretende ocupar e opta pela locação, em oposição à decisão de se tornar proprietária.

[4] Desmobilização de propriedades significa que a corporação sai da posição de proprietária do imóvel que ocupa, porém continua a ocupá-lo como locatária (GREGÓRIO, 2010).

[5] Não é objetivo analisar no presente trabalho detalhadamente as razões que uma corporação leva em consideração na decisão sobre ser proprietária ou locatária do imóvel que ocupa, tema este esmiuçado em GREGÓRIO, 2010. O intuito do Capítulo 2 é somente contextualizar o assunto.

> A esse respeito, a crescente competitividade nos diferentes setores da economia tem pressionado as corporações a melhorar o desempenho na forma de conduzir seus negócios e gerar resultados, exigindo, assim, constantes reestruturações nos recursos demandados nas operações, inclusive no *real estate*. Essa imperativa necessidade de canalizar os recursos no negócio principal para se manterem competitivas no mercado tem feito com que as corporações decidam de forma mais judiciosa por imobilizar ou não no recurso real estate, sendo cada vez mais comum no ambiente empresarial o uso de alternativas para acomodação das atividades operacionais que não impliquem na imobilização em imóveis.

Nesse panorama, surgem as locações BTS como ferramenta que viabiliza a desmobilização de ativos ou a não imobilização.

Para o Locador, além da maior segurança estrutural oferecida nas locações BTS, existe a possibilidade de antecipação dos recebíveis imobiliários devidos pelo Locatário, por meio da emissão de certificados de recebíveis imobiliários ("CRI")[6]. Basicamente, a emissão de CRI é a operação na qual uma companhia securitizadora vincula determinados créditos imobiliários por si adquiridos à emissão de títulos de crédito, denominados CRI, que podem ser comprados por investidores, após a celebração de um termo de securitização de créditos. Pretende-se abordar, de forma resumida[7], a securitização de recebíveis, que vem se mostrando como importante forma alternativa de *funding*[8] ou como ferramenta de alavancagem que melhora a rentabilidade do Locador.

1.2 Objetivo

[6] Conforme art. 6 da Lei nº 9.514 de 20 de novembro de 1997 (Lei 9.514/97), o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI) é título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro, podendo ser emitido somente por companhias securitizadoras.

[7] Não é objetivo central deste trabalho a discussão aprofundada sobre a securitização de recebíveis imobiliários, que abrange muitos elementos e mereceria um estudo à parte. Assim, o tema será abordado de forma sumária no Capítulo 4 deste trabalho, com o intuito de contextualizar o tema e demonstrar a relação entre securitização e locações BTS, em contraposição com locações típicas.

[8] Segundo GREGÓRIO (2010), *funding* significa a estrutura da equação de fundos para implantar um certo empreendimento.

O presente trabalho tem o objetivo de examinar as operações BTS, no que diz respeito a suas características jurídicas e de estruturação antes e depois do advento da Lei 12.744/12, visando principalmente analisar os impactos da nova legislação nos riscos do investimento.

Serão abordadas as principais diferenças das locações típicas[9] com relação às locações BTS no que se refere aos aspectos regulamentares mais relevantes. Isso servirá como base para exploração dos impactos da Lei 12.744/12 nos riscos atinentes à qualidade do investimento de operações BTS, como será examinado no estudo de caso.

No ponto de vista do Locador, pretende-se ilustrar que o modelo BTS pode ter interessante qualidade econômica. Ainda, principalmente após o advento da Lei 12.744/12, deve haver menor sensibilidade a variações das premissas arbitradas no cenário referencial, possibilitando a mitigação dos riscos inerentes aos Empreendimentos de Base Imobiliária (EBI), definidos no Capítulo 3 deste trabalho. Além disso, os alugueis relacionados às locações BTS podem servir como lastro para securitização de recebíveis, que representa uma forma alternativa de *funding* ou mecanismo de alavancagem.

O estudo do caso irá analisar a estruturação de uma locação BTS e apresentará a qualidade do investimento para o Locador[10], procurando indicar os riscos envolvidos sob o ponto de vista do Locador e apontando algumas diferenças de riscos levando em consideração a vigência da Lei 12.744/12.

1.3 Justificativa

A possibilidade de desmobilização ou não imobilização deve ser avaliada pelas corporações, pois pode trazer benefícios. As locações BTS representam uma forma de desmobilização ou não imobilização.

---

[9] Neste trabalho será adotado o termo “locação típica” não pelo fato de haver uma previsão legal específica (afinal a locação BTS também tem previsão legal a partir de dezembro de 2012), mas pelo fato de não ter as principais características de uma locação BTS, que serão examinadas no Capítulo 3, e ser mais usual. Neste tipo de locação, a oferta de imóveis antecede a demanda, diferentemente do que ocorre nas locações BTS.

[10] A securitização de recebíveis ocorrida no estudo de caso não será considerada para fins da análise da qualidade do investimento, pois mereceria análises específicas mais detalhadas que podem ser objeto de outro trabalho.

A partir de dezembro de 2012, com a expressa previsão das locações BTS no ordenamento legislativo brasileiro, as locações BTS deverão ser ainda mais disseminadas no mercado de *real estate* brasileiro. Isso porque o fato de haver uma lacuna jurídica até então era fator de preocupação para as partes envolvidas, que estavam sujeitas à insegurança jurídica. Considerando que os contratos BTS envolvem relevantes movimentações financeiras, aquecendo a economia nacional como um todo, o referido marco legislativo pode ser tido como uma conquista para o mercado imobiliário brasileiro.

Nesse panorama, é importante avaliar no que referidas locações se diferem das locações típicas, bem como os impactos da nova legislação na qualidade do investimento e riscos atinentes.

Além disso, considerando o crescente número de operações de securitização de recebíveis imobiliários e sua relação com operações BTS, também é importante conhecer alguns dos principais aspectos relacionados ao tema.

O tema proposto está englobado na Matriz de Referência para Estudos e Pesquisas do Núcleo de *Real Estate* da Escola Politécnica da USP (NRE), no núcleo *Economia Setorial e Empreendimentos*, no vetor *Empreendimentos de Base Imobiliária* com ênfase em *Decisões de Investimento em Empreendimentos de Base Imobiliária* e foco em *Histórico e evolução dos contratos built to suit; Estruturação legal.*

1.4 Metodologia

Ainda que não seja o objetivo principal deste trabalho a análise sob a ótica do Locatário, a fim de contextualizar o perfil da demanda por produtos desenvolvidos no formato de operações BTS, foram brevemente analisados os fatores que afetam a decisão de corporações que optam por se tornarem Locatárias de imóveis, a partir de dados de publicações disponíveis. Na sequência, foi realizada pesquisa bibliográfica sobre as decisões das empresas no sentido de serem ou não proprietárias dos imóveis ocupados com o propósito de verificar alguns aspectos que são levados em consideração em tais decisões, sem qualquer intenção de exaurir o tema. Sobre o assunto, também foi considerada a experiência prática do autor deste trabalho.

Dando continuidade, as locações BTS serão conceituadas e será examinada a legislação aplicável a contratações como essas, com enfoque para a Lei 12.744/12. A fim de ter uma visão mais completa do assunto e posterior avaliação de impactos no caso prático, os contratos BTS serão comparados às locações típicas, ficando demonstradas as principais diferenças. Para tanto, foram consultadas as legislações aplicáveis bem como doutrinas referentes ao assunto.

Considerando que muitas vezes ocorre no mercado a formatação de negócios BTS sob a roupagem de direito real de superfície, este será brevemente conceituado, de forma a tratar da legislação aplicável (Lei nº 10.257 de 10 de julho de 2001 e Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 – Estatuto da Cidade e Código Civil, respectivamente) e serão examinados os custos envolvidos para sua implementação em comparação a locações BTS.

No estudo de caso, estruturado via operação de SLB[11] seguida de locação BTS envolvendo reforma de imóvel, com posterior emissão de CRI tendo como lastro os alugueis advindos da locação para o Hospital Infantil Sabará, serão realizadas análises com o intuito de demonstrar impactos na análise da qualidade do investimento, advindos dos riscos existentes antes e depois da promulgação da Lei 12.744/12. O exame será realizado por meio de prospecto público, que possibilita a obtenção de informações detalhadas e confiáveis, e irá trazer os temas mencionados para o campo prático, bem como será analisada a qualidade do investimento, demonstrando os indicadores de qualidade e riscos envolvidos, levando em consideração os impactos da Lei 12.744/12 na segurança jurídica das locações BTS.

Dada sua caracterização como importante fonte de *funding* ou alavancagem e possível relação com locações BTS (como demonstrado no estudo de caso), a securitização de recebíveis será abordada sumariamente no Capítulo 4 do presente trabalho, de forma a mencionar sua regulamentação legal (principalmente no que diz respeito à Lei 9.514/97). Ainda, serão

[11] Segundo GREGÓRIO (2010), *sale-leaseback* (SLB) significa a venda de uma propriedade da corporação seguida de um contrato de locação da mesma, em geral de longo prazo. Esse termo é conhecido e observado em contratos firmados com algumas corporações no Brasil. SLB está associado a desmobilização patrimonial imobiliária.

analisadas algumas diferenças entre securitizações estruturadas com lastro em alugueis de locações típicas em comparação com aquelas vinculadas a locações BTS.

Nos estudos de modelagem foram utilizados os conceitos difundidos pelo Núcleo de *Real Estate* da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo.

A Figura 1 ilustra de forma resumida a metodologia utilizada.

CAPÍTULO 2: Análise sobre a ocupação dos imóveis pelas corporações, na qualidade de proprietárias ou de locatárias.	**Processo** Levantamento de dados de publicações disponíveis. Pesquisa bibliográfica sobre as decisões das empresas no sentido de serem ou não proprietárias dos imóveis. Nesse quesito, também foi levada em consideração a experiência prática do autor. **Resultado** Identificação de tendências nos mercados nacional e internacional.
CAPÍTULO 3: Conceito e regulamentação de locações BTS e suas principais características, considerando também locações típicas.	**Processo** Conceituação do BTS e locações típicas, bem como análise da legislação e doutrina aplicáveis. Análise legal sumarizada sobre o direito real de superfície. **Resultado** Definição sobre as diferenças entre locações típicas e locações BTS, o que permitirá uma melhor compreensão a respeito do estudo de caso e dos impactos da Lei 12.744/12. Compreensão das alterações legais trazidas pela Lei 12.744/12, que repercutem

	diretamente na análise da qualidade do investimento de empreendimentos BTS. Entendimento das diferenças de estruturação do direito real de superfície em comparação com locações BTS.
CAPÍTULO 4: Securitização.	**Processo** Exame da regulamentação aplicável. Análise das diferenças entre securitizações estruturadas com lastro em locações típicas em comparação com aquelas vinculadas a locações BTS. **Resultado** Compreensão genérica do tema, bem como de sua relação com o estudo de caso.
CAPÍTULO 5: Estudo de caso do Hospital Infantil Sabará.	**Processo** Análise do prospecto público relacionado ao caso. Modelagem conforme conceitos difundidos pelo Núcleo de *Real Estate* da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. **Resultado** Análise da qualidade do empreendimento e riscos envolvidos antes e depois da Lei 12.744/12.
CAPÍTULO 6: Conclusões.	**Resultado** Síntese dos principais resultados alcançados no trabalho.

Figura 1 - Metodologia de pesquisa

2. OCUPAÇÃO DOS IMÓVEIS PELAS CORPORAÇÕES, NA QUALIDADE DE PROPRIETÁRIAS OU DE LOCATÁRIAS

2.1. Contextualização e considerações na decisão

Nas economias mais desenvolvidas, é muito comum que as empresas discutam temas referentes à decisão pela aquisição ou locação de imóveis e possibilidade de utilização de seus próprios ativos como forma de capitalização. Isso ocorre provavelmente porque no exterior as empresas têm mais consciência de que não são especializadas no ramo imobiliário e preferem concentrar seus recursos nas atividades em que são especilizadas. Conforme Gregório (2010):

> Os ativos imobiliários são uns dos recursos mais onerosos para muitas empresas, que ainda imobilizam recursos nesses ativos com longo prazo de maturação. É incipiente a percepção das empresas em relação às perdas de oportunidades de ganho com os investimentos que são internados em suas bases instaladas.

Como sumarizado por Gregório (2010), conforme ilustrado na Figura 2, a decisão pela imobilização ou não no *real estate* corporativo ocorre em duas situações:

> [i] na análise quando há necessidade por novos espaços corporativos, na qual se avalia a oportunidade de imobilizar no ativo (ser proprietário - SP) ou não, sendo as possíveis alternativas de não imobilização: a locação simples de curto prazo (LCP), a locação simples de longo prazo (LLP) ou a locação BTS; e
>
> [ii] na análise de desmobilização patrimonial imobiliária, como mecanismo para levantar giro e reorganizar o perfil de endividamento da corporação, na qual se avalia a oportunidade em operar pelo SLB ou não, ou seja, continuar como proprietária – SP do ativo[12].

[12] Conforme Gregório (2010), cabe à corporação avaliar se o imóvel atenderá suas necessidades futuras. Caso o imóvel não mais atenda a demanda operacional, recai-se na situação da decisão pela alternativa mais apropriada para um novo espaço, no qual são avaliadas as alternativas: SP, BTS, LCP ou LLP. Cabe salientar que pode haver desmobilização patrimonial imobiliária com posterior opção pelo BTS em outro imóvel, ou seja, a desmobilização patrimonial pode estar relacionada a operações BTS.

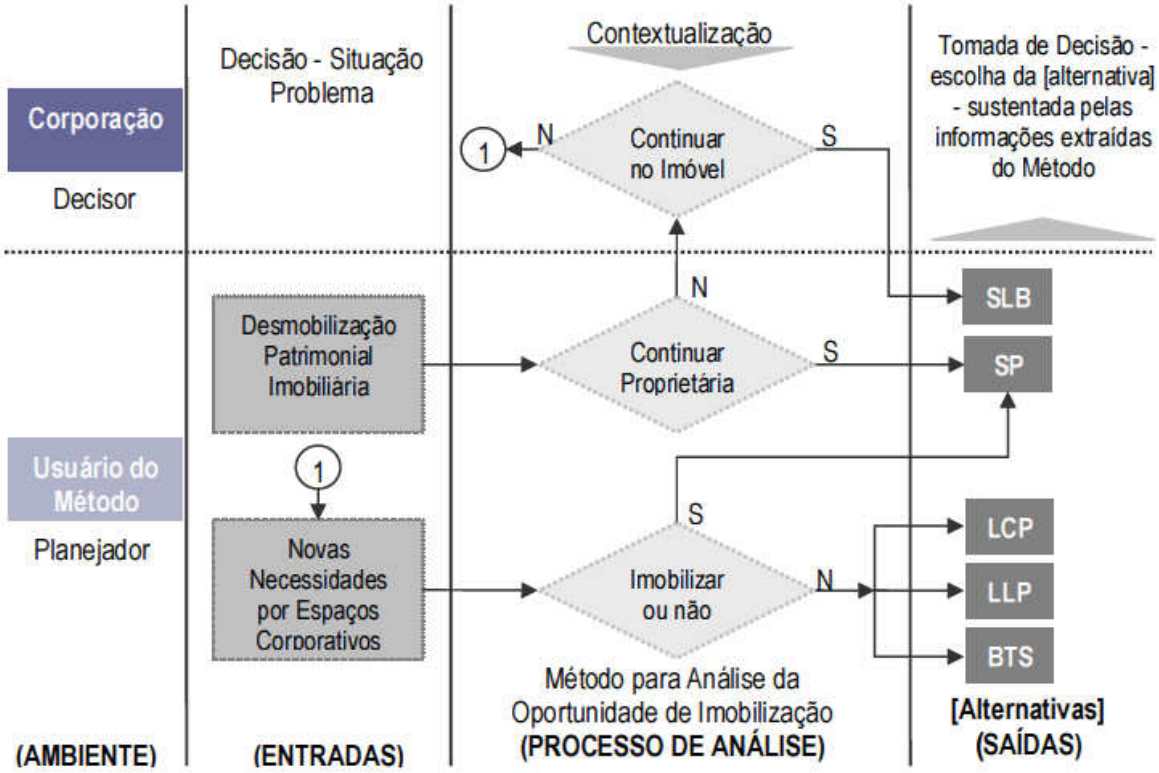

Figura 2 - Análise da oportunidade de imobilização e desmobilização em imóveis corporativos, sob a ótica das corporações usuárias dos imóveis (Fonte: GREGÓRIO, 2010).

Nesse cenário, surgem as operações BTS e SLB como alternativas de não imobilização ou desmobilização.

Entre as várias discussões a respeito da otimização da estrutura de capital e financiamento das empresas, a desmobilização e/ou a estruturação de uma operação BTS deveria ser considerada pelas empresas que precisam de imóveis para exercer suas atividades, uma vez que pode trazer em seu bojo algumas vantagens, tais como[13] [i] diminuição da base de ativos, quando ocorre desmobilização, gerando melhores índices de retorno aos acionistas, de indicadores financeiros, de indicadores de liquidez e da percepção de risco da empresa pelo mercado; [ii] liberação ou não comprometimento de caixa, evitando endividamento e canalizando o capital para operações estratégicas e atividades fim; [iii] desembolso diluído pelo período do contrato; [iv] redução de impostos a pagar, já que os alugueis podem ser contabilizados como

[13] Os argumentos mencionados são defendidos por diversos autores que analisam os benefícios de desmobilização de ativos, como GREGÓRIO (2010), sendo que alguns deles foram considerados com base na experiência do autor.

despesas, implicando redução do imposto de renda; [v] localização ideal do ativo, sem necessidade de fazer adequações ao imóvel; [vi] concentração de energias e recursos em seu *core busines*; [vii] estabilidade de alugueis em razão da renúncia à ação revisional (que será abordada no item 3.4 do Capítulo 3), de forma que caso o mercado fique mais aquecido e o valor do aluguel defasado, não será possível para o Locador pleitear a ação revisional; e [viii] controle operacional no uso do espaço e imóvel customizado, atendendo todas as especificidades fornecidas pelo Locatário.

Além das vantagens mencionadas no parágrafo acima, há pontos de atenção sob a ótica do Locatário, tais como [i] ausência de ativos próprios que poderiam ser dados em garantia em caso de financiamento, o que pode repercutir em custos elevados de contratação de garantias; [ii] problemas relacionados à construção, que podem ser mitigados com garantias contratuais; [iii] descumprimento de prazos de entrega da obra concluída, cujos impactos podem ser minimizados com a aplicação de penalidades; [iv] insucesso da operação, o que repercutirá em elevada penalidade contratual em caso de rescisão antecipada, conforme detalhado no item 3.7 do Capítulo 3 adiante; [v] possível engessamento com relação a futuras ampliações, o que repercute na importância de verificação da viabilidade técnica de ampliações e pré-acordo com o Locador a respeito; [vi] inflexibilidade quanto à possibilidade de mudança; e [vii] não ter imóvel próprio que funcione como reserva de capital em períodos de alta inflacionária. Ainda, a estabilidade de alugueis em razão da renúncia de Ação Revisional pode ser prejudicial ao Locatário, já que caso o mercado fique menos aquecido e o valor do aluguel acima do valor de mercado, não será possível pleitear a Ação Revisional.

Quanto às operações SLB, a empresa proprietária vende o imóvel e, concomitantemente, torna-se locatária do mesmo imóvel. Apesar de as operações de SLB não serem o foco principal deste trabalho, considerando sua proximidade com o tema principal no que diz respeito ao senso estratégico das empresas de serem ou não proprietárias de seus próprios imóveis, bem como considerando que o estudo de caso constante do Capítulo 5 adiante tem uma componente de SLB em sua estruturação, vale mencionar alguns de seus principais benefícios na ótica do Locatário: [i] desmobilização e consequente transformação dos imóveis próprios em recursos, o que permite maior foco no *core business* na empresa, agregando, portanto, maior valor às operações da empresa; [ii] redução do endividamento das empresas, quando aplicável; e [iii] tal como ocorre nas locações BTS, diminuição do imposto de renda, na medida em que o aluguel pode ser elencado como despesa dedutível.

2.2. Cenário brasileiro

No Brasil, não é comum que haja um planejamento estratégico das empresas no que diz respeito aos aspectos relacionados aos ativos imobiliários ocupados por si. Principalmente em razão de períodos de instabilidade econômica, inflação e incerteza política, ainda prevalece a mentalidade de que os imóveis são considerados como “porto seguro” por serem “bens de raiz”, provendo segurança às corporações. Além disso, ser proprietário dos imóveis ocupados pelas empresas é visto como um símbolo de solidez, lastro e status. Tanto é assim que algumas empresas adotam o procedimento de mencionar nos cartões de visita de seus integrantes que a empresa tem “sede própria”. Como destaca Gregório (2010):

> No Brasil, nota-se que algumas corporações, embora ainda poucas se comparadas a outros países, estão adotando alternativas para ocupar espaços corporativos sem a necessidade de imobilizar investimento nesse ativo, a exemplo das instituições financeiras que promoveram no início da década de 2000 as transações de SLB (tais como: Banco do Brasil, HSBC, Caixa Econômica, Bradesco). No Brasil, nota-se que essa tendência por desmobilizar ou não imobilizar capital nos novos imóveis demandados começou a ser verificada, com mais frequência, no final da década de 90. Em contrapartida, em países desenvolvidos, como nos EUA, essa é uma tendência observada desde meados dos anos 80. Embora estudos sobre imobilizar e desmobilizar investimento em imóveis corporativos tenham sido foco de pesquisas na Europa e nos EUA, poucas produções científicas foram observadas no Brasil. Por outro lado, há uma tendência nas corporações brasileiras, tanto a desmobilização dos ativos imobiliários, como uma maior preocupação nas novas aquisições, que torna relevante a investigação do tema considerando o cenário brasileiro.

No Brasil, considerando a profissionalização do mercado imobiliário e a crescente preocupação com uma maior integração entre as estratégias imobiliárias, financeiras e econômicas das empresas, pode ser que ocorra uma disseminação da opção das empresas pela desmobilização de ativos, bem como uma maior porcentagem de empresas que ocupem imóveis de propriedade de terceiros, em oposição à decisão por ocupação de imóveis próprios, como ocorre no exterior. Essa disseminação poderá ser fomentada pela estabilidade macroeconômica, resultando em taxas de juros mais baixas no país, inovações de legislações imobiliárias que visam a prover maior segurança jurídica e eficácia dos mecanismos utilizados em operações imobiliárias, bem como pela importação de práticas internacionais.

As locações BTS podem ser consideradas como forma de não imobilização ou desmobilização. No Brasil, as locações BTS foram desenvolvidas com base no modelo criado nos Estados Unidos da América, depois expandido para Europa e Ásia (CILLI, 2004), e têm como principal fundamento o crescente interesse de empresas industriais e de prestação de serviços pela desmobilização de ativos. Essa tendência decorre principalmente da existência de benefícios contábeis e fiscais, além de melhorar a liquidez da empresa.

No Brasil, o modelo BTS vem atraindo cada vez mais empresas que não têm intenção de ter seus ativos imobilizados, como pode ser visto em operações de mercado envolvendo empresas nacionais e multinacionais de renome, por exemplo, AT&T, Azul Linhas Aéreas Brasileiras, Banco do Brasil, Cargill, Carrefour, Celéstica, Companhia Brasileira de Bebidas, Comsat, Dako, DHL, Gerdau, Goodyear, Hospital Blue Life, Hospital Sabará, Hotel Íbis / Fórmula 1, IBMEC, Kimberly Clark, Lojas Americanas, Lojas Marisa, Petrobrás, Peugeot Citroen do Brasil Automóveis, Procter & Gamble, Sulamérica Seguros, Telefônica, Telerj Celular, Tok & Stok, Unilever, Volkswagen, Wal - Mart, entre outras[14]. Portanto, setores que não eram afeitos à construção ou a intrincadas engenharias financeiras também começam a convergir para esse segmento.

Não existe unanimidade no que diz respeito à melhor estratégia para as empresas ocupantes de imóveis. Contudo, caso a experiência internacional desembarque em definitivo no Brasil, serão vistas cada vez mais operações de desmobilização e locações BTS. Fora os aspectos já mencionados, isso deve ser impulsionado pelo avanço legislativo ocorrido em dezembro de 2012, uma vez que a lacuna legislativa que existia anteriormente gerava insegurança jurídica às partes envolvidas.

[14] Fonte: informações e experiência de mercado.

3. CONCEITO E REGULAMENTAÇÃO DE BTS, BEM COMO PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DE LOCAÇÕES TÍPICAS E LOCAÇÕES BTS

3.1. Empreendimentos de Base Imobiliária (EBI)

As locações típicas e as locações BTS representam Empreendimentos de Base Imobiliária (EBI). De forma resumida, os EBI são aqueles capazes de gerar renda por meio da ocupação onerosa do empreendimento por terceiros. Rocha Lima (1994) leciona que:

> Os EBI podem ser caracterizados como sendo aqueles que têm a renda dos investimentos na sua implantação associada ao desempenho da operação que se verificará com base no imóvel, seja meramente a locação por valor fixado, seja pela exploração de uma determinada atividade, da qual se deriva renda.

Ainda segundo Rocha Lima (2011):

> Nos EBI, o foco do empreendedor é receber renda por meio da exploração do espaço físico edificado, sendo o exemplo mais corrente o dos escritórios para locação (EEL) – no Brasil, edifícios de escritórios. Também são EBI os edifícios industriais ou de escritórios construídos no conceito *build to suit*, cujas características, para efeitos de análise, são menos complexas que as dos EEL, porque correm menores riscos de mercado (contratos de locação de 10 anos ou mais). Também são EBI empreendimentos mais complexos, como shopping centers, cuja renda deriva do desempenho de vendas das lojas (valor de locação é baseado na receita de vendas das lojas) ou hotéis (renda derivada de desempenho operacional, cujo conjunto de receitas e despesas está além dos relacionados a *real estate*, como, por exemplo, custos de pessoal e receitas e custos de alimentos e bebidas). (grifo do autor)

Conforme demonstrado na Figura 3 abaixo, o EBI apresenta quatro ciclos característicos:

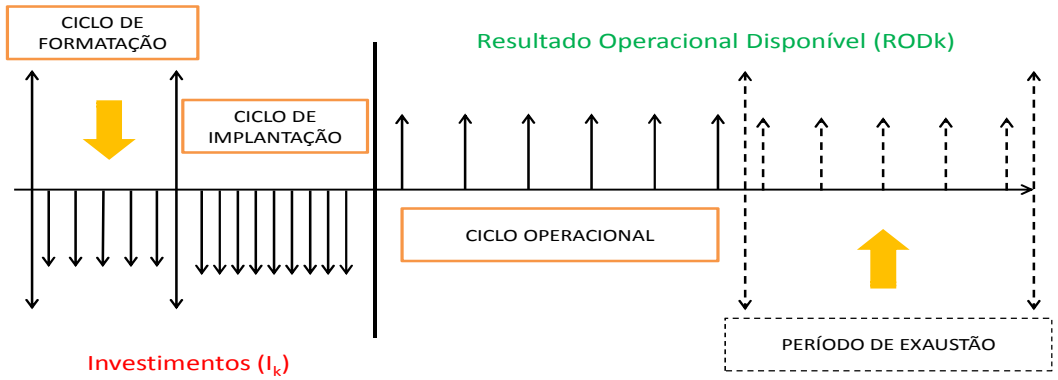

Figura 3 - Os ciclos dos EBI (adaptado de Rocha Lima, 1994).

Primeiramente ocorre o Ciclo de Formatação em que o empreendimento pretendido é planejado e validado. De acordo com Rocha Lima (2011):

> A discussão sobre a rotina de planejamento pode ser entendida como o processo de geração de informações para melhor fundamentar as decisões. No planejamento econômico-financeiro no ambiente de *real estate*, os estudos para hierarquização de oportunidades de investimento e os que sustentam a validação de investimentos em empreendimentos são ações que devem se desenvolver nos mais elevados níveis de decisão das empresas. Ademais, planejado, fica possível sustentar decisões no curso da ação com um nível de informação que habilita o empreendedor a reconhecer os impactos diferenciados dos riscos associados a cada vetor de decisão possível.

O Ciclo de Formatação, ainda segundo Rocha Lima (1994), "compreende o período em que se estrutura o empreendimento, formulando o produto e seu projeto, o planejamento para produção e preparando o suporte legal para seu desenvolvimento". Esse ciclo é finalizado com a decisão de empreender, o que gera alta rigidez do investimento a partir de então. Vale salientar que na maioria das locações BTS, o Ciclo de Formatação já compreende a negociação, estruturação e assinatura de contratos com o Locatário e construtora envolvida na operação.

A Figura 3 demonstra que há dispêndio de valores na fase de Formatação, porém menos elevados do que no Ciclo de Implantação em que são realizados desencaixes com as obras e compra de equipamentos demandando, portanto, relevantes investimentos do Locador. Portanto, é um período que se caracteriza do ponto de vista financeiro, exclusivamente por saídas de caixa. Quando se trata de operação BTS, além do fiscalizador/gerenciador[15] contratado pelo Locador, é comum que o Locatário contrate seu próprio fiscalizador/gerenciador para verificação do pontual e adequado andamento das obras.

[15] A função da empresa fiscalizadora/ gerenciadora é acompanhar as etapas da obra, prestando contas quanto à observância da qualidade dos materiais empregados e da construção, bem como dos prazos e custos determinados no cronograma físico-financeiro das obras, com o objetivo de embasar a aprovação dos pagamentos das parcelas do preço das obras.

Ressalvado o disposto anteriormente com relação às locações BTS, normalmente as locações são contratadas neste ciclo (ainda que sujeitas ao habite-se[16]) e busca-se assegurar que as premissas adotadas na fase de Formatação serão respeitadas. A cobertura de riscos para o empreendedor é restrita, uma vez que existe possibilidade de variação do custo das obras, bem como da colocação das locações no mercado (o que não ocorre nas operações BTS). Considerando que os riscos são mais elevados nesta fase, os empreendedores arbitram taxas de atratividades maiores. O Ciclo de Implantação dura, em média, de 2 a 3 anos e é finalizado com a emissão do habite-se.

Nos casos das locações BTS, vale destacar os seguintes investimentos que são realizados ao longo do Ciclo de Formatação e de Implantação: [i] a aquisição do imóvel, bem como impostos e despesas aplicáveis; [ii] a contratação da construtora e da fiscalizadora para execução e fiscalização das obras de forma a atender às necessidades específicas do Locatário; [iii] a elaboração e aprovação dos projetos de construção e obtenção das licenças necessárias para execução das obras pretendidas pelo Locatário; [iv] remuneração dos assessores e consultores envolvidos na estruturação da locação BTS e tudo o mais o que for necessário para atender às necessidades específicas de customização do Locatário para desenvolvimento de suas atividades no imóvel de propriedade do Locador.

Considerando que nas locações BTS usualmente o Locador somente adquire determinado imóvel tendo em vista a solicitação do Locatário, é comum que, previamente à aquisição do imóvel, seja celebrado um contrato de locação entre Locador e Locatário com condição suspensiva[17]. Assim, a eficácia do contrato somente se inicia após a compra do imóvel pelo Locador. Isso permite que o Locador adquira o imóvel em situação tal que os riscos de desistência do Locatário são minimizados, pois, caso ocorra tal desistência, normalmente é cobrada uma penalidade relevante do Locatário, uma vez que o Locador somente adquiriu o imóvel a pedido daquele, fazendo jus, portanto, a uma indenização pela frustração da expectativa quanto ao recebimento dos alugueis ao longo do prazo contratual.

---

[16] Documento emitido pela Prefeitura local que certifica que a obra foi concluída de acordo com projeto aprovado pela Prefeitura.

[17] De acordo com o art. 125 do Código Civil, “subordinando-se a eficácia do negócio jurídico à condição suspensiva, enquanto esta se não verificar, não se terá adquirido o direito, a que ele visa”.

Ainda a respeito das locações BTS, é possível realizar uma securitização dos recebíveis imobiliários tendo como lastro os alugueis devidos pelo Locatário, para que façam frente a parte dos custos e despesas mencionados no parágrafo acima, diminuindo a necessidade de investimento do Locador.

Com a conclusão da Implantação, é iniciado o Ciclo de Operação, em que os resultados operacionais disponíveis (RODi), ilustrados na Figura 3, representam as rendas da operação ao empreendedor que correu os riscos na Implantação. Este é o ciclo em que o empreendimento é explorado, gerando renda para o empreendedor.

Nessa fase deve ocorrer a manutenção do imóvel, bem como as adequações e atualizações funcionais, a fim de manter um padrão apto a gerar o retorno pretendido. Com exceção às hipóteses BTS, em que a saída do inquilino é menos comum, em vista dos fatores que serão analisados no Capítulo 3 adiante, muitas vezes pode ocorrer a rotatividade de inquilinos nesta fase. Há risco de inadimplência dos inquilinos, bem como o risco de mercado, que poderá alterar as premissas inicialmente adotadas, podendo, inclusive culminar em ações revisionais de aluguel, que serão detalhadas no Capítulo 3, item 3.4 deste trabalho. Nos casos BTS, referidas ações podem não ser aplicáveis e o risco de inadimplência é menor, tendo em vista as garantias mais robustas exigidas nos contratos BTS, dado o aporte de investimento realizado pelo Locador para atender às necessidades específicas do Locatário.

Como a capacidade de monitoramento é maior nessa fase, o padrão de atratividade exigido é menor. Este é um ciclo longo de, normalmente, 20 anos. Entende Rocha Lima (2011), que “20 anos é adequado e defensável contra ciclos mais curtos, mas não é uma marca resolvida teoricamente. Não seria passível de crítica um estudo que contemplasse 25 ou 30 anos de ciclo operacional”.

O período de estabilização é o primeiro intervalo no ciclo operacional, no qual o empreendimento vai ganhando seu espaço de mercado e as rendas vão se estabilizando. Passado este período, dentro do ciclo operacional, com extensão para o período de exaustão, o empreendimento estará operando em regime. Interessante destacar que as locações BTS não passam pelo período de estabilização, uma vez que, caso não haja rescisão antecipada por parte do Locatário, o que implicaria em elevadas penalidades, conforme analisado no Capítulo

3, item 3.7 adiante, o empreendimento não sofre o risco de inserção no mercado e suas rendas são estáveis desde o princípio.

Após o Ciclo de Operação, ocorre o Período de Exaustão. Segundo Rocha Lima (2011):

> O valor do empreendimento ao final do ciclo operacional de 20 anos deve ser arbitrado do ponto de vista de venda a mercado, considerando que o comprador será um investidor que analisa o valor do edifício no conceito de valor da oportunidade de investimento, considerando que deverá investir para reciclá-lo e torná-lo capaz de permanecer competitivo por mais um ciclo operacional de 20 anos. A esse segundo ciclo, para análise do investimento no início do período do ciclo operacional, se dá a nomenclatura de período de exaustão, porque, do ponto de vista desse investidor, o investimento (valor e renda) não mais é influenciado por eventos a partir daí. O fluxo de renda será uma combinação entre os recursos em caixa e um valor virtual de venda ao final do ciclo operacional, valor este determinado em função de se explorar o evento da reciclagem e o desempenho virtual no período de exaustão. Com esse fluxo se medem os indicadores de qualidade do investimento.

3.2. Características de locações BTS

A locação de imóveis urbanos no Brasil é regulamentada pela Lei 8.245/91, a qual estabelece as principais regras e condições para a locação de imóveis residenciais e comerciais.

A locação típica e a locação BTS são formalizadas através da celebração de um contrato de locação entre o Locador e o Locatário, por um determinado período de tempo.

Como visto na introdução constante do Capítulo 1, item 1.1, a locação BTS consiste em um modelo de negócio no qual a parte interessada em ocupar um imóvel para execução de suas atividades contrata um empreendedor imobiliário (Locador) para [i] aquisição de um terreno em determinada localidade, conforme estabelecida pelo Locatário; [ii] execução de construções ou reformas substanciais nos moldes solicitados; e [iii] posterior locação do imóvel pelo Locador ao Locatário.

Anteriormente a dezembro de 2012, as locações BTS não possuíam uma legislação específica, sendo regulamentadas em parte pela Lei de Locações e, de forma complementar, pelo Código Civil, em vista das peculiaridades desse instituto e da argumentação no sentido de que não

eram aplicáveis algumas normas e regras da Lei de Locações. Em decorrência da ausência de legislação específica que tratasse da ocupação de imóveis construídos sob medida, as locações BTS eram estruturadas no Brasil por meio de contratos atípicos, que são instrumentos não previstos expressamente em Lei. Nesse cenário, havia dúvidas quanto à aplicabilidade da Lei 8.245/91, em especial tendo em vista seu art. 45, que dispõe que são nulas de pleno direito as cláusulas do contrato de locação que visem a elidir os objetivos da referida lei. Esse artigo, portanto, considera a Lei 8.245/91 norma de caráter cogente, o que significa dizer que não pode ser alterada pelas partes contratantes. De acordo com Gasparetto (2009):

> Um dos motivos que fundamenta a utilização de normas cogentes para disciplinar determinadas relações jurídicas é a desigualdade econômica existente em nossa sociedade atual. E, por essa razão, a finalidade da norma cogente é proteger a parte mais desfavorecida na relação contratual, a fim de impedir eventuais abusos por parte do economicamente mais forte. A relação entre grandes empresas e consumidores é o maior exemplo de desigualdade econômica existente entre as partes de um contrato.

Vale destacar, contudo, que nas operações BTS não há que se falar em parte hipossuficiente e/ou vulnerabilidade de uma das partes, uma vez que, via de regra, não há considerável desigualdade econômica entre as partes que fundamente um tratamento protetivo conferido pela legislação, a fim de gerar equilíbrio econômico entre os contratantes.

Com o advento da Lei 12.744/12, foi acrescentado o art. 54-A na Lei 8.245/91, de forma que nas locações não residenciais de imóveis urbanos nas quais "o locador procede à prévia aquisição, construção ou substancial reforma, por si ou mesmo por terceiros, do imóvel então especificado pelo pretendente à locação, a fim de que seja a este locado por prazo determinado, prevalecerão as condições livremente pactuadas no contrato respectivo".

Assim, as locações BTS não são mais atípicas e são três os elementos essenciais na caracterização do BTS, em contraste com uma locação típica. São eles: [i] existência de investimentos significativos pelo Locador, a pedido do Locatário; [ii] a aquisição, construção ou reforma substancial "*tailor made*" (sob medida) para o Locatário em imóvel cuja localidade foi estabelecida pelo Locatário; e [iii] prazo determinado. Assim, nas locações BTS, a demanda antecede à oferta, sendo um diferencial com relação às locações típicas.

Importante notar que a abrangência do requisito relativo aos investimentos do Locador no imóvel escolhido pelo Locatário não ficou muito clara com a redação da Lei 12.744/12. Conforme a referida lei, é necessário que haja prévia aquisição**,** construção **ou** substancial reforma. Assim, em vista da vírgula que separa o termo "aquisição" do termo "construção", não fica inequívoco se deve haver aquisição **e** construção ou reforma substancial para caracterização do BTS ou se basta que haja prévia aquisição **ou** construção **ou** reforma substancial. No entendimento do autor, desde que ocorram investimentos relevantes por parte do Locador a pedido do Locatário, pode-se aplicar o segundo entendimento. Era exatamente esse o espírito das estruturações de BTS antes do advento da Lei 12.744/12, sustentado pelo art. 473, parágrafo único do Código Civil, a ser examinado no item 3.7 deste Capítulo 3. Portanto, os requisitos mencionados não devem ser necessariamente interpretados de forma cumulativa.

A operação BTS difere do arrendamento mercantil de imóveis, o *leasing*, que, em regra, traz a faculdade para que o arrendante adquira a propriedade. Porém, há casos BTS em que há uma opção de compra do imóvel, que pode ser exercida, normalmente, por ocasião do término do prazo contratual, em condições de mercado.

A formalização da operação BTS ocorre através da celebração de [i] um contrato de locação BTS entre o Locador e o Locatário, contendo linhas gerais a respeito da construção a ser entregue e [ii] um contrato de construção entre o Locador e uma construtora, caso a construção não seja desenvolvida pelo próprio Locador. Há casos em que há apenas um contrato que rege tanto a construção, como a locação.

O registro e averbação do contrato de locação típico ou BTS na matrícula do imóvel[18] locado é opcional. Todavia, garante ao Locatário a [i] vigência do contrato na hipótese de alienação a terceiros e [ii] o pleno exercício do direito de preferência do Locatário em caso de alienação

[18] A Lei 6.015 de 31 de dezembro de 1973 instituiu a matrícula, exigindo que cada imóvel tenha matrícula própria, em que constam todas as especificações do imóvel, seu proprietário, bem como registros (atos geradores de aquisição ou transmissão de propriedade, direitos reais e ônus) e averbações (atos que alteram a caracterização e identificação do imóvel ou do titular da propriedade). A matrícula deverá ser feita no cartório da circunscrição imobiliária da situação do imóvel. No Estado de São Paulo, certidões de matrícula podem ser obtidas ou visualizadas no sítio eletrônico da Associação dos Registradores Imobiliários de São Paulo (Arisp) (http://www.arisp.com.br).

do imóvel. Esses pontos serão examinados em maiores detalhes neste Capítulo 3, item 3.5 adiante.

Na hipótese de adoção da locação típica ou da locação BTS, não haverá custo imediato relacionado à sua formalização, uma vez que esta ocorre através da celebração de um instrumento particular. No entanto, na hipótese de registro e averbação do contrato, pelos motivos expostos, haverá custo de emolumentos perante o Registro de Imóveis[19] competente, cujo montante é calculado proporcionalmente ao valor e prazo da locação, de acordo com tabelas de emolumentos e custas estaduais[20].

3.3. Encargos e aspectos fiscais

Usualmente, o Locatário, tanto na hipótese da locação típica como na operação BTS, estará sujeito ao pagamento das despesas gerais ordinárias, seguros e impostos incidentes sobre o imóvel locado. As despesas extraordinárias, as quais são indicadas pela Lei 8.245/91, serão de responsabilidade do Locador nas locações típicas. Já nas locações BTS, considerando que prevalecem os termos e condições acordados entre as partes[21], tais despesas também podem ser de responsabilidade do Locatário. Portanto, dependendo da estruturação adotada, as despesas de manutenção do Locador no Ciclo Operacional podem ser reduzidas. A esse respeito, vale notar que usualmente os contratos de locação típica e locação BTS estabelecem

[19] Segundo Diniz (2005), "o registro público realiza-se numa serventia especial, legalmente criada, que funciona sob as ordens de serventuário autorizado a exercer, na comarca, a função de registrar, sendo controlado pelo órgão competente do Tribunal de Justiça de cada Estado, estando submetido à autoridade do juiz corregedor, superior hierárquico imediato do oficial, encarregado de fiscalizar o registro, decidindo dúvidas, reclamações e representações, dos interessados ou do Ministério Público. O Cartório de Registro Imobiliário presta serviço público, por ser órgão incumbido pelo Estado de acolher, conferir, transpor para seus livros e guardar declarações e negócios imobiliários, dando-lhes a necessária publicidade, comprovando-os".

[20] No Estado de São Paulo, referidas custas podem ser checadas no sítio eletrônico da Associação dos Notários e Registrados do Estado de São Paulo (http://www.anoregsp.org.br).

[21] Apesar da previsão expressa do caput do art. 54-A no sentido de que "prevalecerão as condições livremente pactuadas no contrato respectivo e as disposições procedimentais previstas nesta Lei", já existe dúvida na doutrina se a liberdade de contratar diz respeito somente à possibilidade de renúncia à ação revisional e de cobrança de multa equivalente aos alugueis vincendos no caso de rescisão antecipada, como serão analisadas no item 3.4 e no item 3.7, deste Capítulo 3, ou se a autonomia contratual se aplica a todas as demais normas da Lei 8.245/91.

a obrigação de o Locatário pedir autorização ao Locador para execução de benfeitorias, melhorias, ou alterações no imóvel locado devendo apresentar projetos, memoriais descritivos e especificações, bem como aprovações necessárias junto aos órgãos públicos ou autarquias. Contudo, apesar de sua relevante importância, no que se refere à manutenção do imóvel, não é comum que haja previsão contratual que estabeleça a obrigação de o Locatário obter anuência do Locador a respeito do projeto, material e prestadores de serviços a serem utilizados.

No que diz respeito aos aspectos fiscais da locação, os aluguéis pagos pelo Locatário serão deduzidos do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) do Locatário pessoa jurídica. Caso o imóvel locado nunca tenha sido de propriedade da locatária, os pagamentos de alugueis para pessoas jurídicas gerarão créditos no Programa de Integração Social (PIS) e Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS) para as empresas locatárias no regime não cumulativo. A receita do Locador originada pelos alugueis estará sujeita a IRPJ, CSLL, PIS e COFINS. Como explica Tauil (2008):

> As razões tributárias, por sua vez, são relacionadas ao tratamento distinto que recebem as despesas operacionais (de locação) e os custos de depreciação e amortização (atinentes à propriedade) incorridos pelas pessoas jurídicas tributadas pelo regime do lucro real para fins de IRPJ e CSLL. Enquanto as locações são integralmente dedutíveis, a propriedade predial admite apenas uma dedução das quotas de depreciação das edificações - de 4,5% ao ano sobre o valor da construção -, sendo irrecuperáveis, para fins tributários, os valores investidos na aquisição do respectivo terreno. Para os não iniciados nas “ciências ocultas” da contabilidade ou nas “letras apagadas” do direito tributário, o afirmado acima significa, em outras palavras, que o pagamento de locação de um prédio, composto de terreno e edificação, tem um efeito redutor do valor do IRPJ e da CSLL a pagar maior do que a simples depreciação permitida pela legislação fiscal exclusivamente para as edificações e em prazo superior àquele do contrato comumente firmado em operações tipo BTS ou desmobilização através de SLB.

3.4. Valor da locação, reajuste e revisão

O valor da locação típica, ou aluguel, é a remuneração paga pelo Locatário ao Locador referente à ocupação do imóvel por um determinado período. O aluguel pode ser livremente estipulado pelas partes, mas deve ser estabelecido em moeda nacional.

O aluguel estará sujeito a um reajuste anual, com base em índices de atualização monetária escolhidos contratualmente pelas partes. A Lei 10.192 de 14 de fevereiro de 2001 estipula que são nulos quaisquer expedientes que, na apuração do índice de reajuste, produzam efeitos financeiros equivalentes aos de reajuste em periodicidade inferior à anual, ressalvadas algumas exceções, entre as quais não se encontram as locações de bens imóveis. É comum que as partes acordem contratualmente que, havendo mudança na atual legislação, será aplicável a menor periodicidade permitida por lei para fins de reajuste.

Vale destacar que a Taxa Referencial (TR)[22] não é aplicável para servir de índice de correção de contratos de locação, conforme disposto no art. 27, parágrafo 5˚ da Lei nº 9.069 de 29 de junho de 1995.

Após três anos de locação típica, mesmo que tenham sido efetuados reajustes anuais do aluguel de acordo com a variação do índice estabelecido no contrato, as partes contratantes têm direito de atualizar o aluguel, de acordo com os preços de mercado. Nesse sentido, com fulcro no art. 19 da Lei 8.245/91[23], o Locatário poderá solicitar uma redução no valor do aluguel, ou o Locador poderá pedir um aumento deste valor, dependendo da relação que houver à época entre o aluguel contratado em vigor e as práticas de mercado. Se não houver acordo amigável, a parte interessada poderá pleitear judicialmente essa revisão. O objetivo desse procedimento judicial, denominado (Ação Revisional) é identificar o valor de mercado do aluguel que deverá prevalecer na relação contratual.

Em vista das características peculiares das locações BTS, mesmo antes do advento da Lei 12.744/12, era comum que as partes renunciassem ao direito à revisão do valor do aluguel, uma vez que este não é a mera contraprestação pelo uso do imóvel, mas sim a contraprestação pelos itens indicados acima. A esse respeito, o Poder Judiciário vinha reconhecendo que a

---

[22] Segundo Rocha Lima (2011), "a TR é aplicada nos financiamentos da produção no Brasil, ajustando o saldo devedor dos financiamentos. A TR é medida no mercado por meio da média ponderada das taxas de certificados de depósitos bancários de um mês, colocados no mercado, excluindo-se uma parte, que corresponde à taxa de inflação implícita. Representaria a taxa efetiva da aplicação de recursos no mercado financeiro e serve para ajustar a moeda no sistema financeiro da habitação, tanto na captação (cadernetas de poupança), quanto na aplicação (financiamentos da produção e para aquisição de residências)".

[23] Art. 19: "Não havendo acordo, o locador ou locatário, após três anos de vigência do contrato ou do acordo anteriormente realizado, poderão pedir revisão judicial do aluguel, a fim de ajustá-lo ao preço de mercado".

locação BTS era um contrato atípico, diferente da locação típica, de forma que deveria prevalecer o acordo firmado pelas partes no caso de renúncia à Ação Revisional, evidenciando que houve uma encomenda específica de um empreendimento (Ag. 790.333-00/4 e Ag. 787.154-00-3 TJ/SP[24]). Com a publicação da Lei 12.744/12 não restam mais dúvidas de que a renúncia à Ação Revisional é válida, uma vez que foi acrescentado o art. 54-A, parágrafo 1º na Lei 8.245/91, de forma que "poderá ser convencionada a renúncia ao direito de revisão do valor dos aluguéis durante o prazo de vigência do contrato de locação".

Considerando a natureza atípica da operação BTS, o pagamento feito pelo Locatário ao Locador não será a mera contraprestação pela utilização do imóvel, mas sim a remuneração [i] pela estruturação da operação BTS; [ii] pela aquisição do imóvel pelo Locador em local escolhido pelo Locatário; [iii] pelo desenvolvimento dos projetos; [iv] pela construção ou reforma substancial do imóvel nos moldes solicitados pelo Locatário; e [v] pela utilização do imóvel por prazo determinado. Apesar de não haver impedimento para que seu pagamento ocorra mensalmente, há muitos casos de operação BTS em que a remuneração é feita anualmente como foi adotado no estudo de caso deste trabalho. Embora não tenha sido encontrado material a respeito das razões que levam à opção pelo pagamento anual, muitos sustentam que isso é feito dessa forma para evitar descasamento de reajuste com as operações de securitização de recebíveis lastreados nos alugueis.

O valor da remuneração da locação BTS também é reajustado anualmente com base em índices de atualização monetária escolhidos contratualmente pelas partes.

3.5. Direito de preferência e vigência

Na hipótese de o imóvel ser colocado à venda durante o prazo de vigência da locação, o Locatário terá direito de preferência na aquisição do imóvel em igualdade de condições em relação a terceiros. Nesse sentido, o Locador deverá notificar o Locatário e este terá o prazo de 30 (trinta) dias para exercer o direito de preferência. Caso o Locatário não o exerça ou fique silente no referido prazo de 30 (trinta) dias, o imóvel poderá ser alienado a um terceiro. Nesta hipótese, o comprador somente estará obrigado a respeitar a locação se,

[24] Disponível em http://www.tjsp.jus.br/. Acesso em 30 de agosto de 2013.

cumulativamente, o contrato [i] estiver vigente por prazo determinado; [ii] possuir cláusula de vigência da locação em caso de alienação do imóvel; e [iii] estiver registrado no Registro de Imóveis competente.

Caso o Locatário tenha seu direito de preferência desrespeitado, este poderá reivindicar do vendedor uma indenização por perdas e danos. Contudo, caso o contrato de locação tenha sido averbado na matrícula com uma antecedência de 30 (trinta) dias da alienação do imóvel locado, o Locatário poderá, mediante depósito do preço e de despesas de transferência, adquirir o imóvel locado, desde que faça a solicitação dentro de um prazo de 6 (seis) meses contados a partir do registro da escritura de venda do imóvel ao terceiro na respectiva matrícula.

Considerando que nas locações BTS prevalecem as condições livremente pactuadas entre as partes, fica a indagação quanto à possibilidade de renúncia ao direito de preferência por parte do Locatário nas locações BTS.

Embora não haja previsão expressa, há casos BTS em que existe previsão de direito de preferência no caso de venda das ações ou cotas, conforme o caso, do Locador. Isso vai ao encontro do caráter personalíssimo[25] das locações BTS, uma vez que a consideração da pessoa do Locador e do Locatário é levada em consideração na estruturação e concretização da operação. Vale salientar que mesmo não havendo previsão legal expressa, há entendimentos doutrinários, não unânimes, no sentido de que caso a empresa proprietária do imóvel tenha sido constituída unicamente para determinada operação BTS, deverá haver direito de preferência no caso de venda das ações ou cotas do Locador, independentemente de previsão contratual.

---

[25] De acordo com Silva (2006), o termo personalíssimo é derivado do latim *personalis* (inerente à pessoa), elevado ao superlativo. Exprime na linguagem jurídica o que é privativo ou exclusivo à pessoa, não podendo assim ser retirado ou afastado dela. Qualificando as obrigações, imprime o sentido de que não podem ser transferidas da pessoa que as assumiu, para que possam ser cumpridas por outrem. Assim, as obrigações personalíssimas, inerentes, ligadas à pessoa do devedor, somente podem ser cumpridas por ele, que as assumiu. Personalíssimo, portanto, na linguagem técnica do Direito, possui sempre o sentido do que é privativo ou exclusivo à pessoa.

3.6. Prazo

O prazo da locação pode ser livremente estipulado pelas partes. A celebração do contrato de locação por prazo determinado, quando superior a 5 (cinco) anos, garante ao Locatário, no caso de locações não residenciais, o direito à renovação compulsória do contrato, conforme será visto no item 3.8 deste Capítulo 3 abaixo. Após o término do prazo contratual determinado, caso não haja a devolução do imóvel pelo Locatário ou não haja manifestação do Locador em reaver o imóvel, a locação permanecerá válida por período indeterminado até a efetiva entrega do imóvel ao Locador ou renovação do contrato por novo prazo determinado. No caso de renovação do contrato de locação por prazo indeterminado, qualquer das partes pode denunciar o contrato com 30 (trinta) dias de antecedência, sem incorrer em penalidade contratual.

Em vista da atipicidade do contrato de operação BTS, o prazo do respectivo contrato geralmente varia entre 10 (dez) a 20 (vinte) anos, como forma de possibilitar a adequada contraprestação pelos investimentos feitos pelo Locador para estruturação da operação BTS, aquisição do terreno, construção do edifício (ou sua reforma substancial) e sua posterior locação. A data de início do prazo de locação, na maioria dos casos, coincide com a data de entrega das construções pelo Locador, caracterizadas pela emissão do habite-se, de acordo com o cronograma estipulado no contrato. É comum que haja estabelecimento de penalidade na hipótese de atraso na entrega das construções, porquanto, além de o Locatário deixar de auferir lucro com a utilização das novas instalações, deverá dispor de recursos para ocupar outro imóvel enquanto a construção não estiver concluída ou até pagar penalidades em vista do atraso na desocupação do imóvel ocupado.

Nas locações BTS, as partes podem, ainda, estabelecer as hipóteses de renovação automática do contrato por prazo determinado, sendo que, nesta hipótese, o valor da remuneração normalmente é recalculado para refletir apenas o valor de ocupação do imóvel como se a locação se tornasse uma locação típica a partir de então.

3.7. Rescisão

Na hipótese de vigência do contrato típico por prazo determinado, caso o Locatário tenha interesse em rescindir o contrato, este deverá enviar uma notificação ao Locador com a antecedência estabelecida em contrato, sujeitando-se ao pagamento da multa rescisória, usualmente estabelecida, nos casos de locação típica, em 3 (três) aluguéis vigentes à época, reduzida proporcionalmente de acordo com o prazo da locação já decorrido[26]. O Locador, por sua vez, não poderá solicitar rescisão unilateral do contrato antes do término do prazo contratual.

O contrato de locação também poderá ser rescindido na hipótese de [i] mútuo acordo entre as partes; [ii] inadimplemento ou não observância das disposições contratuais; [iii] não pagamento dos aluguéis e demais encargos da locação; ou [iv] necessidade de obras de caráter emergencial determinada por autoridades públicas.

Tendo em vista as peculiaridades da operação BTS, a eventual rescisão unilateral da locação pelo Locatário ou, ainda, pelo Locador, motivada por eventual infração contratual grave do Locatário, ficava sujeita, normalmente, mesmo antes da promulgação da Lei 12.744/12, a uma multa equivalente ao valor integral dos aluguéis vincendos (ou valor presente dos aluguéis vincendos descontados a certa taxa de desconto). Esta penalidade, antes da Lei 12.744/12, era fundamentada no parágrafo único do art. 473 do Código Civil, o qual define que "se, porém, dada a natureza do contrato, uma das partes houver feito investimentos consideráveis para a sua execução, a denúncia unilateral só produzirá efeito depois de transcorrido prazo compatível com a natureza e o vulto dos investimentos". Portanto, a multa estabelecida em caso de rescisão antecipada do contrato de locação BTS, visava a indenizar o Locador pelos investimentos relevantes realizados por este na estruturação da operação BTS, a pedido do Locatário. Segundo Gasparetto (2009):

---

[26] Embora a Lei 8.245/91 não determine o valor da multa a ser aplicada em caso de rescisão antecipada, entendeu o Superior Tribunal de Justiça (STJ), em recurso especial nº 187.492 de 15 de dezembro de 1998 (disponível em http://www.stj.jus.br/portal_stj/publicacao/engine.wsp, acesso em 30 de agosto de 2013), que o "normal é a fixação da multa compensatória no equivalente a três meses de aluguel, portanto ficando adotado tal limite". Além disso, tanto doutrina como jurisprudência defendem largamente que a multa deve ser cobrada proporcionalmente ao tempo já transcorrido do contrato, o que foi pacificado com a alteração do art. 4º da Lei 8.245/91 pela Lei 12.112 de 9 de dezembro de 2009.

> Em virtude dessa característica e da remuneração estabelecida, o prazo de locação exerce papel fundamental, já que constitui parte integrante do pagamento, pela Locatária, das obrigações executadas pelo Locador. O período da locação e o aluguel representam uma fórmula, ajustada previamente pelas partes, que corresponde ao preço de toda a operação econômica realizada pelas partes, e não a mera contraprestação pelo uso do imóvel, razão pela qual uma das principais características do contrato é a necessidade de permanência da Locatária no imóvel pelo período previsto no contrato, condição imprescindível à viabilidade de toda a operação econômica e que, se inadimplida, deve acarretar o pagamento integral da penalidade prevista.

Assim, a aplicação integral da Lei 8.245/91 era inconciliável em alguns aspectos com natureza do BTS. A Lei 12.744/12 acrescentou à Lei 8.245/91 o art. 54-A, parágrafo 2º, o qual estabelece que “em caso de denúncia antecipada do vínculo locatício pelo locatário, compromete-se este a cumprir a multa convencionada, que não excederá, porém, a soma dos valores dos aluguéis a receber até o termo final da locação”. Dessa forma, atualmente existe uma fundamentação consistente para que o valor da multa rescisória das locações BTS supere largamente aquele cobrado em locações típicas, podendo alcançar a soma do valor dos aluguéis vincendos até o término do prazo estabelecido contratualmente. O valor da multa rescisória sempre foi considerado um dos pontos cruciais da estrutura da locação BTS, uma vez que tem por finalidade ressarcir o Locador dos valores incorridos para aquisição, construção ou reforma substancial e disponibilização do imóvel nos moldes requeridos pelo Locatário. Com esta multa em valor significativo, o Locador fica resguardado com relação à recuperação do capital investido a pedido do Locatário e ao retorno do investimento realizado para estruturação da operação BTS.

A multa tem a função de indenizar o Locador pelas perdas e danos sofridos. Assim, deve ser estipulada levando-se em conta o valor e as características do negócio. Portanto, quanto maior for o investimento do Locador para viabilizar a operação BTS, melhor será a sustentação, em caso de discussão, de cobrança de multas elevadas.

3.8. Renovação

As locações não residenciais típicas, bem como as locações BTS, embora seja discutível neste último caso, já que prevalecem as disposições acordadas entre as partes[27], podem ser renovadas compulsoriamente por meio de um procedimento judicial específico (Ação Renovatória), desde que atendidos os seguintes pré-requisitos: [i] o contrato tenha sido celebrado por escrito e por prazo determinado; [ii] o prazo do contrato seja de, no mínimo, cinco anos ininterruptos, sendo admitida a somatória de prazos contratuais; e [iii] o Locatário tenha desenvolvido a mesma atividade no imóvel por um período não inferior a três anos e tenha adimplido com todas as obrigações contratuais. Se todos os requisitos forem atendidos, a Ação Renovatória deverá ser proposta pelo Locatário no primeiro semestre do último ano de vigência do contrato. Caso a ação não seja proposta neste período, o Locatário perderá seu direito à renovação compulsória da locação. Vale salientar que a Lei 8.245/91, em seu art. 52[28], estipula algumas exceções ao direito à ação renovatória.

3.9. Resumo das principais diferenças entre as locações típicas e as locacões BTS

Conforme demonstrado, a locação típica é sujeita a algumas restrições impostas pela legislação aplicável. Quanto à operação BTS, em vista de suas peculiaridades, algumas disposições aplicáveis à locação comum não se aplicam a este instituto, prevalecendo, desta forma, as disposições contratuais estabelecidas entre as partes, conforme permissivo legal.

As formas de rescisão e respectivas multas contratuais variam para cada tipo de estrutura. No caso da locação típica por prazo determinado, a rescisão estará sujeita a multa rescisória usualmente estabelecida em 3 (três) aluguéis mensais vigentes à época, reduzida proporcionalmente de acordo com o prazo da locação já decorrido. A eventual rescisão da

---

[27] Embora o art. 54-A, *caput*, inserido pela Lei 12.744/12 estabeleça que prevalecem as disposições procedimentais previstas na Lei 8.245/91, o conceito e requisitos da Ação Renovatória são tratados nos arts. 51 e 52, enquanto que as regras procedimentais são tratadas a partir do art. 58, não abrangendo, portanto, os arts. 51 e 52 os quais, em tese, poderiam ser afastados pelas partes, conforme previsão do próprio art. 54-A, caput, no sentido de que "prevalecerão as condições livremente pactuadas no contrato".

[28] Art. 52: "O locador não estará obrigado a renovar o contrato se: I - por determinação do Poder Público, tiver que realizar no imóvel obras que importarem na sua radical transformação; ou para fazer modificações de tal natureza que aumente o valor do negócio ou da propriedade; II - o imóvel vier a ser utilizado por ele próprio ou para transferência de fundo de comércio existente há mais de um ano, sendo detentor da maioria do capital o locador, seu cônjuge, ascendente ou descendente.

operação BTS, por sua vez, poderá estar sujeita a uma multa geralmente equivalente ao valor integral dos alugueis vincendos (ou valor presente dos alugueis vincendos descontados a certa taxa de desconto). A multa nessa última hipótese tem por finalidade ressarcir o Locador dos valores incorridos para aquisição, construção ou reforma substancial e disponibilização do imóvel nos moldes requeridos pelo Locatário.

No que se refere à Ação Revisional, está claro que nas locações BTS as partes podem renunciar à faculdade de pleitear judicialmente a revisão do valor do aluguel após três anos de vigência contratual.

A seguir, conforme Tabela 1, foi compilado um quadro comparativo dos principais aspectos das locações típicas com relação às locações BTS:

Tabela 1- Quadro comparativo de locações típicas x BTS

ASPECTOS	LOCAÇÃO TÍPICA	OPERAÇÃO BTS
REGULAMENTAÇÃO	• Lei de Locações	• Lei de Locações e Código Civil (contratos anteriores a dezembro de 2012)
CONCEITO	• Contrato típico • Uso do imóvel pelo Locatário	• Contrato atípico, antes da Lei 12.744/12 e típico após esta Lei • Escolha do terreno pelo Locatário e compra pelo Locador • Construção ou reforma substancial por encomenda feita para atender ao Locatário • Uso do imóvel pelo Locatário vinculado a contrato de locação de longo prazo
FORMALIZAÇÃO	• Instrumento particular único • Registro opcional	• Instrumento particular único, ou contrato de locação + contrato de construção • Registro opcional
AÇÃO REVISIONAL	• Renúncia discutível	• Possível renúncia
VALOR DA REMUNERAÇÃO (ALUGUEL)	• Contraprestação pelo uso do imóvel	• Contraprestação pela estruturação da operação BTS, aquisição do terreno, construção ou reforma substancial e uso do imóvel
PREFERÊNCIA E VIGÊNCIA	• Mediante cláusula no contrato e registro na matrícula	• Mediante cláusula no contrato e registro na matrícula (discutível)
PRAZO USUAL	• 5 anos ou menos	• Entre 10 e 20 anos
AÇÃO RENOVATÓRIA	• Sim	• Discutível
MULTA RESCISÓRIA USUAL	• 3 aluguéis vigente à época	• Valor (presente) dos aluguéis vincendos

3.10. Direito de superfície

Em face da inexistência de uma legislação específica que regrasse as locações BTS até o advento da Lei 12.744/12, como forma de tentar mitigar possíveis questionamentos judiciais no intuito de descaracterizar uma locação BTS de forma a ser considerada como uma locação típica, havia muitos casos em que as partes optavam por celebrar operações BTS, com uma roupagem de direito real de superfície.

O direito real de superfície é regulamentado através de poucos artigos do Código Civil e do Estatuto da Cidade[29], o que permite uma maior flexibilidade, apresentando-se assim como aspecto vantajoso frente à locação simples, já que é possível determinar uma multa elevada no caso de rescisão antecipada bem como a inaplicabilidade de Ação Revisional e da Ação Renovatória.

Através do direito real de superfície, determinado titular de domínio de um imóvel concede a outrem o direito de superfície do seu terreno, por tempo determinado ou indeterminado, mediante escritura pública, registrada na circunscrição imobiliária competente.

O direito de superfície abrange o direito de utilizar o solo, o subsolo ou o espaço aéreo relativo ao terreno. Extinta a concessão, o proprietário passará a ter a propriedade plena sobre o terreno, construção ou plantação, independentemente de indenização, se as partes não houverem estipulado o contrário.

Com relação aos custos para implementação do direito de superfície, é necessário lavrar uma escritura pública, que deve ser registrada na matrícula do imóvel perante o Registro de Imóveis competente, o que demanda custos de emolumentos de notas e de registro. Ainda,

[29] De acordo com o Enunciado n˚ 93 da I Jornada de Direito Civil do Conselho de Justiça Federal, “as normas previstas no Código Civil sobre direito de superfície não revogam as relativas a direito de superfície constantes no Estatuto da Cidade, por ser instrumento de política de desenvolvimento urbano”.

deve ser recolhido o imposto de transmissão de bens imóveis e direitos a eles relativos – ITBI incidente nessa operação, aplicável de acordo com o previsto em legislação municipal[30].

Como visto anteriormente, no caso do contrato de operação BTS, o instrumento jurídico pode ser formalizado por instrumento particular, incidindo apenas o custo de averbação e registro no Registro de Imóveis competente, se for o caso, não havendo incidência do ITBI.

Ainda, outra possível desvantagem do direito real de superfície é constatada a partir da leitura do art. 1.369 do Código Civil, que conceitua o direito real de superfície, o qual estabelece que "o proprietário pode conceder a outrem o direito de construir ou de plantar em seu terreno, por tempo determinado, mediante escritura pública, devidamente registrada no Cartório de Registro de Imóveis" (grifo do autor).

Assim, existem dúvidas sobre a possibilidade de constituição do direito de superfície sobre imóveis já construídos, o que poderia prejudicar a estruturação de operações BTS que envolvam reforma de imóvel pelo Locador, a pedido do Locatário. Alguns Registros de Imóveis têm adotado posições distintas acerca da possibilidade de registro do direito de superfície em imóveis que já possuem área construída. Tendo em vista que esta discussão não tem posição unânime, cada cartório pode optar pela adoção de um tratamento distinto.

[30] Importante notar que, na cidade de São Paulo, o ITBI é devido não somente na instituição do direito real de superfície, mas também em sua extinção, conforme Decreto nº 51.627 de 13 de julho de 2010.

4. SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

4.1. Introdução

No Brasil, o amadurecimento do mercado imobiliário permite que as operações sejam cada vez mais estruturadas, gerando crescente profissionalização do mercado. Com a maior aproximação entre o mercado imobiliário, o mercado financeiro e de capitais, a tendência é que referida profissionalização avance a passos largos e firmes.

A securitização da recebíveis imobiliários se configura como ferramenta apta a atender as necessidades de financiamento de longo prazo no setor de *real estate* e vem crescendo no mercado brasileiro. Nesse sentido, é importante analisar a regulamentação aplicável, bem como algumas questões de ordem prática para estruturação de operações envolvendo securitização de recebíveis.

As locações BTS auxiliam no aumento das opções de financiamento, por meio da securitização de recebíveis de forma mais segura do que em hipóteses que envolvem locações típicas. Com isso, as locações BTS contribuem para o aprimoramento de instrumentos de mercado de capitais voltados para o segmento de *real estate.*

Com a disseminação de locações BTS, os *stakeholders* envolvidos podem optar pela securitização de recebíveis para os projetos que pretendem desenvolver, aumentando a oferta de produtos relacionados a *real estate*, como os CRI.

Entre os vários motivos que incentivam os detentores de créditos a realizarem operações de securitização, vale destacar: [i] a possibilidade de financiamento do capital de giro; [ii] a obtenção de financiamento com volumes vultosos de recursos a prazos dilatados; [iii] taxas mais atrativas do que as formas tradicionais de empréstimos bancários; [iv] ampliação do portfólio de investidores; e [v] melhora dos índices financeiros.

4.2. Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI)

A Lei 9.514/97 instituiu o Sistema de Financiamento Imobiliário, visando à criação de novas fontes de recursos para os financiamentos imobiliários, com o estabelecimento de condições para desenvolvimento de um mercado secundário. Referida lei criou, entre outros aspectos, novas garantias imobiliárias, definiu a securitização de créditos e possibilitou a emissão de um novo titulo de crédito, o CRI, caracterizado como o principal título de securitização imobiliária.

O CRI consiste em "título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro". Para que um crédito seja considerado como crédito imobiliário é necessário que decorra, de forma direta ou indireta, de um imóvel. São exemplos de créditos imobiliários aqueles advindos de venda, compromisso de venda e compra, locação, financiamento para aquisição, direito real de superfície, entre outros, sendo todos relacionados a imóveis. Vale salientar que é pacífico o reconhecimento de que os créditos advindos de contratos de locação são créditos imobiliários. A própria CVM já se manifestou a respeito da possibilidade de utilização de alugueis oriundos de contratos de locação como lastro para fins de securitização de recebíveis (Parecer CVM /PJU n˚ 002/01 e Processo CVM RJ 2001/1981, referentes a consultas ao Colegiado da CVM).

A Instrução CVM n˚ 414 de 30 de dezembro de 2004 (Instrução CVM 414), determina, em seu art. 5, que os CRI que os créditos imobiliários que lastreiam a emissão de CRI deverão obedecer ao limite máximo de 20% por devedor ou coobrigado. Porém, o referido limite pode ser excedido quando o devedor ou coobrigado [i] tiver registro de companhia aberta; [ii] for instituição financeira ou equiparada; [iii] for sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício anterior à emissão dos CRI elaboradas de acordo com a Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das S.A.), auditadas por auditor independente registrado na CVM e arquivadas anualmente pela companhia securitizadora na CVM, devendo ser atualizadas anualmente. Caso o devedor ou coobrigado detenha mais de 20% dos créditos imobiliários que lastreiam a emissão de CRI, serão dispensados o arquivamento na CVM e a elaboração de demonstrações financeiras na forma descrita neste parágrafo, desde que os CRI [a] sejam objeto de oferta pública de distribuição que tenha como público destinatário exclusivamente sociedades do mesmo grupo econômico, e seus respectivos acionistas e controladores, sendo vedada a negociação de CRI no mercado secundário; ou [b] possuam valor unitário igual ou superior a R$1.000.000,00 (um milhão de reais) e sejam objeto de oferta pública destinada à subscrição por não mais do que 20 (vinte)

investidores[31]. De acordo com a Instrução CVM 400/03, lastros vinculados a imóveis que não tenham habite-se devem seguir as regras estipuladas neste parágrafo, independentemente do tipo de devedor ou coobrigado.

O CRI é de emissão exclusiva de companhias securitizadoras (art. 6° da Lei 9.514/97). Tais companhias são "instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, que terão por finalidade a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de CRI, podendo emitir outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com as suas atividades". Assim, a companhia securitizadora é o *player* que poderá antecipar recursos ao detentor de créditos imobiliários, mediante cessão desses créditos[32] por este com certa taxa de desconto, e emissão de CRI por aquela, com lastro em tais créditos, promovendo a colocação desses títulos no mercado financeiro e de capitais. Em outras palavras, o titular de direitos creditórios imobiliários faz uma cessão dos mesmos à companhia securitizadora, a qual emite títulos lastreados em tais créditos, que são vendidos no mercado. Assim, a securitizadora vincula determinados créditos imobiliários à emissão de uma série de títulos de crédito, denominados CRI, por meio de um termo de securitização de recebíveis imobiliários, sendo que os investidores dos CRI irão receber, em pagamento pelo preço da cessão de créditos, os créditos imobiliários que serviram de lastro para emissão dos

---

[31] Vale destacar que as ofertas realizadas no âmbito da Instrução CVM 476/09 somente podem ser destinadas a investidores qualificados, entendendo-se como tais, instituições financeiras, companhias seguradoras e sociedades de capitalização, entidades abertas e fechadas de previdência complementar (dentre outros, conforme Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004), sendo que [i] no tocante a pessoas físicas e jurídicas, tais pessoas deverão subscrever ou adquirir, no âmbito da oferta, valores mobiliários no montante mínimo de R$1.000.000,00; e [ii] todos os fundos de investimento serão considerados investidores qualificados, mesmo que se destinem a investidores não qualificados. Tal normativo contém ainda restrição quanto à quantidade de investidores qualificados que podem participar da oferta: é permitida a procura de, no máximo, cinquenta investidores qualificados, e os títulos e valores mobiliários ofertados deverão ser subscritos ou adquiridos por, no máximo, vinte investidores qualificados. Ressalta-se que fundos de investimento cujas decisões de investimento sejam tomadas pelo mesmo gestor serão considerados como um único investidor para os fins da Instrução 476/09.

As ofertas públicas realizadas no âmbito da Instrução 476/09 estão automaticamente dispensadas de registro de distribuição perante a CVM e prescindem de prospecto.

[32] Conforme art. 286 do Código Civil, "O credor pode ceder o seu crédito, se a isso não se opuser a natureza da obrigação, a lei, ou a convenção com o devedor; a cláusula proibitiva da cessão não poderá ser oposta ao cessionário de boa-fé, se não constar do instrumento da obrigação".

CRI. O fluxograma da Figura 4 a seguir representa as linhas gerais de uma operação de securitização de recebíveis imobiliários lastreados em alugueis.

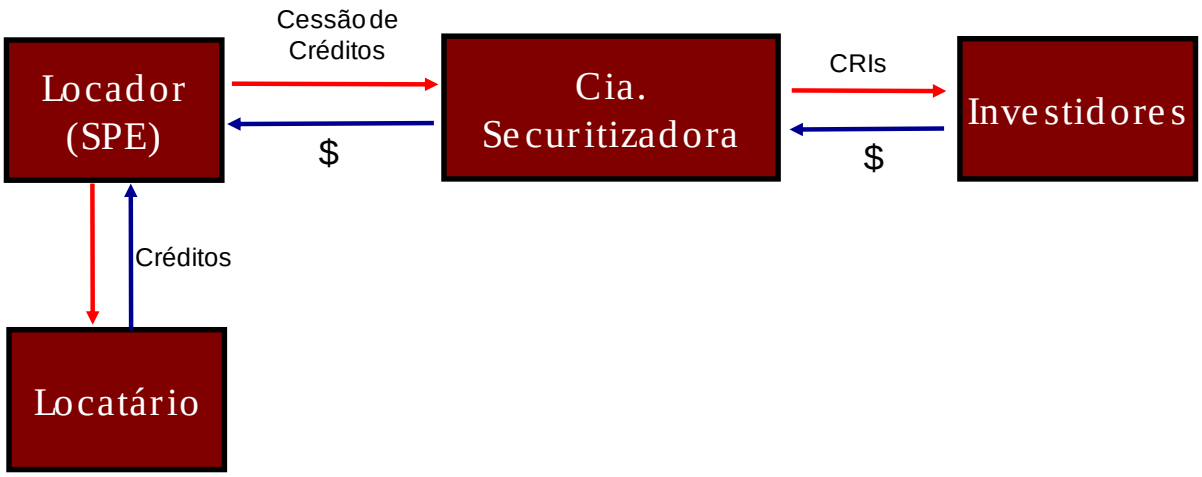

Figura 4 - Fluxograma de uma operação de securitização

Assim, a estrutura funciona da seguinte forma:

[i] O Locador detém créditos contra o locatário (alugueis) em razão da celebração de contrato de locação, existindo assim um fluxo futuro de alugueis que serão recebidos pelo Locador;

[ii] O Locador cede o direito ao recebimento de alugueis à companhia securitizadora;

[iii] Com lastro nos alugueis a serem pagos pelo Locatário, a companhia securitizadora emite CRIs para colocação no mercado;

[iv] Com a emissão de CRI, a companhia securitizadora recebe um valor dos investidores, que se tornam detentores dos CRI, e utiliza este valor para pagamento pela cessão de créditos;

[v] O Locatário passa a realizar o pagamento dos alugueis diretamente à companhia securitizadora, que toma as providências cabíveis para repasse dos recursos aos titulares dos CRI.

Interessante notar que a palavra securitização provém do termo *securities*, que em inglês, refere-se a valores mobiliários e títulos de crédito. Essa forma estruturada de captação nasceu nos EUA na década de 60, por meio da operação denominada *Asset Backed Securities*.

A fim de garantir a segurança dos investidores, é instituído o regime fiduciário, mediante a segregação dos créditos que lastreiam os títulos, de modo que estes créditos terão destinação específica e exclusiva de satisfazer a realização dos direitos dos investidores detentores dos CRI, que ficam resguardados da insolvência da securitizadora. Essa vinculação ocorre por meio da criação, pela securitizadora, do denominado patrimônio de afetação, que beneficia os detentores dos CRI. O patrimônio de afetação faz com que os créditos que constituem lastro dos títulos (CRI) fiquem afastados do risco patrimonial da companhia securitizadora, de forma que tais créditos não podem ser objeto de ações de eventuais credores da companhia securitizadora emissora dos CRI. Apesar de ser facultativa a constituição do regime fiduciário, a sua adoção já virou praxe de mercado, como pode ser visto nas operações de securitização disponíveis na Comissão de Valores Mobiliários (CVM)[33].

Não obstante, a Medida Provisória nº 2.158-35 de 24 de agosto de 2001, atualmente ainda em vigor[34], estabelece em seu art. 76 que "as normas que estabeleçam a afetação ou a separação, a qualquer título, de patrimônio de pessoa física ou jurídica não produzem efeitos em relação aos débitos de natureza fiscal, previdenciária ou trabalhista, em especial quanto às garantias e

33 De acordo com a lei que a criou, a Comissão de Valores Mobiliários exercerá suas funções, a fim de: [i] assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; [ii] proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários; [iii] evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado; [iv] assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; [v] assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; [vi] estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; e [vii] promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas. Disponível em http://www.cvm.gov.br/Port/Acvm/Index2.asp (acesso em 23 de junho de 2013).

34 A MP nº 2.158-35/01, apesar de ter sido publicada em 2001, continua vigente. Isso porque tal MP foi editada antes da Emenda Constitucional nº 32/2001. Nesta época, a MP não tinha data de validade como tem hoje (outubro de 2013). O art. 2º da EC 32 esclareceu que: "Art. 2º As medidas provisórias editadas em data anterior à da publicação desta emenda continuam em vigor até que medida provisória ulterior as revogue explicitamente ou até deliberação definitiva do Congresso Nacional." Ou seja, até que outra MP expressamente revogue a 2.158-35 (ou especificamente o art. 76) ou ainda a MP tenha deliberação definitiva no Congresso (o que não foi o caso até julho de 2013), ela ficará valendo.

aos privilégios que lhes são atribuídos". Além disso, em seu parágrafo único, está previsto que "desta forma permanecem respondendo pelos débitos ali referidos a totalidade dos bens e das rendas do sujeito passivo, seu espólio ou sua massa falida, inclusive os que tenham sido objeto de separação ou afetação". Em vista disso, os créditos imobiliários, embora possam ser objeto de patrimônio de afetação, poderão, com base em referida Medida Provisória, ser alcançados por credores fiscais, trabalhistas e previdenciários da companhia securitizadora. Contudo, não foram encontradas decisões judiciais em que é discutida a aplicação da mencionada Medida Provisória.

Quanto ao regime de reconhecimento da receita (caixa ou competência) aplicável à cessão de créditos, conforme Solução de Consulta Interna n˚ 12 da Coordenação de Tributação da Receita Federal datada de 29 de junho de 2012, o reconhecimento, pelo Locador cedente, da receita proveniente da cessão de créditos de alugueis, em operação de securitização, deve ocorrer à medida do período de remuneração acordado entre o Locador e o Locatário no contrato de locação, em face do regime de competência.

Com relação ao tratamento tributário dos CRI, como regra geral, os rendimentos em CRI auferidos por pessoas jurídicas não financeiras estão sujeitos à incidência do imposto de renda retido na fonte, a ser calculado com base na aplicação de alíquotas regressivas, de acordo com o prazo da aplicação geradora dos rendimentos tributáveis: (a) até 180 dias: alíquota de 22,5%; (b) de 181 a 360 dias: alíquota de 20%; (c) de 361 a 720 dias: alíquota de 17,5% e (d) acima de 720 dias: alíquota de 15%. Este prazo de aplicação é contado da data em que o respectivo titular de CRI efetuou o investimento, até a data do resgate (art. 1° da Lei n.º 11.033 de 21 de dezembro de 2004 (Lei 11.033/04) e art. 65 da Lei n.º 8.981 de 20 de janeiro de 1995).

Para as pessoas físicas, desde 1° de janeiro de 2005, os rendimentos gerados por aplicação em CRI estão isentos de imposto de renda (na fonte e na declaração de ajuste anual), por força do art. 3°, inciso II, da referida Lei 11.033/04.

Em relação aos investidores residentes, domiciliados ou com sede no exterior que investirem em CRI no país de acordo com as normas previstas na Resolução CMN nº 2.689 de 16 de janeiro de 2000, os rendimentos auferidos estão sujeitos à incidência do imposto de renda retido na fonte à alíquota de 15%. Exceção é feita para o caso de investidor domiciliado em

país ou jurisdição considerados como de tributação favorecida, assim entendidos aqueles que não tributam a renda ou que a tributam à alíquota inferior a 20%.

4.3. Securitização de Recebíveis vinculados a Locações Típicas e a Locações BTS

Nas locações típicas surgem dúvidas quanto à possibilidade de assegurar ao investidor de CRI o recebimento de créditos imobiliários vinculado aos respectivos alugueis. Isso porque, como visto no Capítulo 3, itens 3.4 e 3.7 acima, referidas locações estão sujeitas à Ação Revisional e à rescisão antecipada pelo Locatário mediante o pagamento de multas equivalentes usualmente a 3 alugueis mensais então vigentes, insuficientes, portanto, para fazerem frente ao valor que os detentores dos CRI fazem jus (totalidade dos créditos imobiliários até o término do contrato de locação). Nesses casos, há uma quebra na compatibilização entre o que o Locatário irá pagar (créditos imobiliários) e o que os titulares dos CRI fazem jus. Em vista dessas peculiaridades, há situações em que são celebrados contratos assessórios com empresas do mesmo grupo econômico da empresa cedente dos créditos, a fim de assegurar que haja lastro de crédito imobiliário suficiente para fazer frente aos CRI em situações de Ação Revisional ou rescisão antecipada pelo Locatário. Tais contratos são conhecidos no mercado como “contratos tampão”. Embora esse tipo de estruturação possa demandar investimentos adicionais do Locador durante o Ciclo Operacional para fazer frente aos valores devidos aos titulares dos CRI, vale destacar que, a princípio, não há previsão legal sobre eventual irregularidade desse tipo de estruturação.

Alternativamente, como destacado por NOVO (2012), nesses casos, cabe considerar o desfazimento da cessão dos créditos imobiliários, com devolução dos recursos entregues com algum acréscimo, de forma a liquidar antecipadamente os CRI por redução no lastro que os originou. Ou ainda, pode-se considerar mecanismos de redução da remuneração dos CRI, a fim de adequar os fluxos de recursos, muito embora tal alternativa seja menos interessante do ponto de vista do investidor do CRI. Importante destacar que provavelmente tais alternativas deverão repercutir numa maior taxa de desconto para a operação de securitização.

Como mencionado anteriormente, é possível que os BTS sejam estruturados de forma a viabilizar uma posterior emissão de CRI, como foi feito no estudo de caso a ser abordado no Capítulo 5 adiante. Aduan (2007) define que:

> Os Empreendimentos de Base Imobiliária com Renda Comprometida (EBI-RC) como aqueles que não poderão gerar renda para o proprietário por um prazo determinado. Isso ocorre em determinados casos, inclusive em casos semelhantes àquele que será estudado no presente trabalho, em que existe uma antecipação das receitas advindas da locação, mediante a cessão dos recebíveis que têm como lastro os alugueis do contrato de locação a uma certa taxa de desconto.

No que tange à emissão de CRI em locações BTS, pode-se dizer que as cláusulas usualmente estabelecidas nos contratos BTS trazem maior segurança ao Locador, na medida em que há indenização elevada por conta de rescisão antecipada do contrato pelo Locatário, havendo também garantias contratuais robustas, o que inibe a intenção de rescisão pelo Locatário. Tudo isso dá uma maior segurança aos investidores quanto ao recebimento do valor do aluguel, que é lastro do CRI. Assim, no caso da securitização, o titular do CRI faz jus a uma rentabilidade estável e segura, pelos motivos acima mencionados, bem como em vista da possibilidade de renúncia à Ação Revisional. Ainda, dada a complexidade de operações de securitização de recebíveis e valores envolvidos, a estruturação de CRI pode contar com garantias para assegurar o pagamento do lastro dos créditos imobiliários. Como exemplo, vale destacar a alienação fiduciária do imóvel[35], que poderá ser executada em caso de não pagamento das parcelas dos créditos devidos que estejam vinculados ao CRI[36] e também é utilizada em caso de securitização de recebíveis lastreados em alugueis.

Ainda, como há possibilidade de emissão de CRI mesmo antes do habite-se (CRI não performado), o Locador poderá financiar a construção do imóvel com a própria antecipação

---

[35] A alienação fiduciária de bem imóvel pode ser definida como "negócio jurídico pelo qual o devedor, ou fiduciante, com o escopo de garantia, contrata a transferência ao credor, ou fiduciário, da propriedade resolúvel de coisa imóvel" (art. 22 da Lei 9.514/97). Conforme art. 23 da Lei 9.514/97, a alienação fiduciária é constituída mediante registro na matrícula do imóvel do instrumento público ou, conforme faculdade prevista no art. 38 da Lei 9.514/97, do instrumento particular.

[36] Importante notar que, durante o processo de execução da alienação fiduciária, caso o imóvel não seja vendido no segundo leilão extrajudicial pelo valor estipulado na Lei 9.514/97, o credor ficará com o imóvel e a dívida será considerada quitada, nos termos do art. 27, parágrafo 5˚ da Lei 9.514/97. Portanto, a ponta credora deve sempre atentar para que o valor do imóvel seja superior ao valor da dívida. Em 2013, existe um projeto de Lei do Deputado Carlos Bezerra que visa excluir a regra mencionada no art. 27, parágrafo 5˚ da Lei 9.514/97 para casos que não envolvam financiamentos habitacionais.

dos recebíveis, minimizando sua necessidade de realização de aportes advindos de seu Sistema Gerenciador de Investimentos (SGI), o que pode aumentar seu retorno naquele empreendimento.

Vale ressaltar que, nesta hipótese, a fim de evitar que haja descasamento entre a data programada para início do fluxo de alugueis no âmbito da operação de CRI e efetivo início do pagamento dos alugueis, algumas cautelas adicionais podem ser tomadas no que tange à contratação da construtora responsável pela construção do empreendimento, tais como: [i] visualização prévia e segura a respeito dos prazos necessários para obtenção das licenças e aprovações para início das obras; [ii] escolha de construtora com renome no mercado que comprove experiência em obras similares àquela em apreço; [iii] contratação tempestiva de seguros de risco de engenharia e responsabilidade civil, bem como responsabilidade cruzada e *performance bond*; [iv] estabelecimento de critérios eficientes quanto às retenções, que devem ser feitas não só para os custos indiretos, mas também para os custos diretos da obra; [v] monitoramento efetivo por empresas gerenciadoras e pela equipe técnica da empresa empreendedora a fim de certificar o correto e tempestivo cumprimento de obrigações contratuais; [vi] estabelecimento de prazos seguros a fim de cumprir os prazos acordados com o cliente final, que será Locatário do imóvel em construção; e [vii] penalidades graduais em razão de atraso nas entregas programadas, com possível definição de datas marco.

Independentemente de todas as cautelas abordadas no parágrafo acima, há casos em que, adicionalmente às referidas cautelas, é estabelecida uma data de início de pagamento dos alugueis que deve ser cumprida pelo Locatário independentemente da efetiva conclusão das obras. Em contrapartida, o Locador oferece ao Locatário o reembolso do pagamento do aluguel, algumas vezes acrescido de multa por conta do atraso. Isso permite que haja um crédito imobiliário desde a celebração do contrato, sem que referido crédito esteja sujeito a alguma condição (habite-se), permitindo assim a securitização de recebíveis no início do Ciclo de Implantação, a fim de fazer frente aos custos de obra.

Em tais casos que os créditos imobiliários são cedidos à companhia securitizadora a fim de fazer caixa para o investimento na construção do imóvel, além dos pontos mencionados nos parágrafos acima, há mecanismos para mitigar riscos decorrentes da eventual ausência de lastro para fazer frente aos CRI. Novo (2012) sugere que:

> As seguintes formas usuais de mitigação de riscos podem ser adotadas, que podem variar conforme o caso em análise: [i] securitizar apenas parte do fluxo: não securitizar os créditos imobiliários cuja previsão de pagamento seja logo após a data de entrega planejada do imóvel, de forma a dar uma "folga" para o prazo da construção, evitando ou minimizando os riscos de atraso na construção. Este mecanismo não exclui o fato de que o imóvel pode nunca vir a ficar pronto, hipótese na qual, ainda assim, o CRI ficará sem lastro; e/ou [ii] condicionar a liberação de recursos: o preço pago pela cessão dos créditos imobiliários pode ser parcelado, ou pago de uma só vez em conta vinculada e liberado em parcelas, condicionando-se tais pagamentos e liberações à conclusão definitiva das obras; e/ou [iii] recompra/indenização: caso o fluxo de créditos imobiliários não seja devido por culpa do cedente (Locador) em vista do atraso na entrega da obra, pode ser estabelecida a obrigação de recompra ou, caso o crédito imobiliário deixe de existir, é estabelecida a obrigação de indenização do Locador em favor da securitizadora; e/ou [iv] fiança bancária: uma instituição financeira pode ser contratada para assegurar financeiramente que os alugueis advindos do contrato de locação dependente da conclusão das obras sejam pagos na data programada, ainda que a construção não tenha sido concluída.

Ainda, a fim de minimizar os riscos de descasamento entre o lastro e os valores devidos aos detentores dos CRI vinculados a alugueis de locações BTS, muitas vezes é estabelecido contratualmente que não poderá haver compensação de créditos entre Locador e Locatário, de forma que este não pode abater dos alugueis eventuais créditos que detenha contra o Locador. Isso permite um fluxo homogêneo na operação de CRI. Novo (2012) aponta que:

> Em operações de securitização de créditos imobiliários há situações em que os créditos imobiliários que servem de lastro para a securitização têm critérios de correção monetária diferentes daquele aplicável aos CRI. Essas situações podem trazer risco ao titular dos CRI, uma vez que, dependendo dos critérios de correção monetária aplicáveis ao devedor e ao credor dos créditos imobiliários, estes podem ser insuficientes para pagamento dos CRI. Diante disso, a estruturação da operação deve lidar com essas questões de alguma forma para assegurar o pagamento do fluxo de recebíveis prometido ao detentor do CRI.

Ante o exposto, as locações BTS são passíveis de securitização de recebíveis, permitindo assim que os respectivos créditos sejam negociados no mercado financeiro e de capitais, tornando a indústria imobiliária mais dinâmica na medida em que é gerado maior volume de recursos e caracterizada uma forma alternativa de captação. Além disso, a crescente segurança jurídica dos negócios imobiliários relacionados à securitização de recebíveis de contratos BTS permite aplicações seguras e rentáveis.

4.4. Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI)

A CCI é um título executivo extrajudicial criado pela Lei nº 10.931 de 2 de agosto de 2004 (Lei 10.931/04) para representar créditos imobiliários.

A CCI será emitida pelo credor do crédito imobiliário sob a forma escritural ou cartular, sendo a forma escritural feita por meio de instrumento público ou particular. A CCI poderá ser integral, quando representar a totalidade do crédito, ou fracionária, quando representar parte dele, não podendo a soma das CCI fracionárias emitidas em relação a cada crédito exceder o valor total do crédito que elas representam. É importante destacar que a emissão de CCI independe da autorização do devedor do crédito imobiliário que ela representa.

Sendo o crédito imobiliário garantido por direito real, a emissão da CCI será averbada no Registro de Imóveis da situação do imóvel, na respectiva matrícula, sendo certo que eventuais cessões de créditos garantidos por direito real e representados por CCI escritural não precisam ser averbadas na matrícula do imóvel.

Conforme Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) n˚1.779 de 20 de dezembro de 1990, todos os ativos pertencentes às carteiras de instituições financeiras ou a ela equiparadas devem ser registrados em sistemas de liquidação aceitos pelo Banco Central do Brasil para que possa haver negociação. O sistema de registro e negociação das CCI é feito na CETIP e na BM&FBOVESPA. Novo (2012) aponta que:

> Tornou-se praxe de mercado que, quando possível, as CCI sejam emitidas sem garantia real para que se evite a averbação em Registro de Imóveis, sendo realizada a constituição das garantias pretendidas ato contínuo, em favor da securitizadora, o que evita custos e burocracia, atingindo-se os mesmos benefícios.

A utilização da CCI em operações de securitização de recebíveis, desde que registradas na instituição custodiante, traz o grande benefício de dispensar a averbação do Termo de Securitização no Registro de Imóveis competente, conforme art. 23, parágrafo único da Lei 10.931/04, economizando recursos e agilizando a estruturação das operações. Portanto, as

CCI representaram um substancial avanço operacional para o setor de securitização imobiliária, simplificando e tornando mais ágil o procedimento para cessão de créditos.

5. ESTUDO DE CASO

5.1. Introdução

Após a identificação do panorama e conceituação do BTS, bem como da securitização de recebíveis no Capítulo 4, será estudado o caso do Hospital Infantil Sabará (Hospital Sabará), estruturado via operação de SLB seguida de BTS envolvendo reforma do imóvel, com posterior emissão de CRI tendo como lastro os alugueis advindos da locação[37].

Importante destacar que as informações relacionadas ao estudo de caso foram obtidas no prospecto disponível em (http://www.patriacsci.com.br/)[38], sendo portanto uma fonte confiável e completa.

Após explanação a respeito da estruturação do caso, será feita uma análise da qualidade do investimento sob a ótica do Locador e serão examinados impactos advindos da publicação da Lei 12.744/12.

5.2. Hospital Sabará

O Sabará é um hospital exclusivamente pediátrico de São Paulo, com atuação especializada, ambiente, decoração e atendimento voltados ao público infantil. Sua localização, na área central de São Paulo, capital, torna fácil o acesso a vários bairros da cidade, estando localizado na Av. Angélica, n˚ 1.987, conforme indicado na Figura 5 abaixo.

---

[37] Não é objetivo do presente trabalho analisar profundamente a securitização de recebíveis imobiliários, que é um tema bastante complexo e mereceria um estudo científico apartado. Considerando que no estudo de caso ocorreu uma operação de securitização de recebíveis, o Capítulo 4 deste trabalho conceitua o tema, demonstrando a regulamentação aplicável, destacando as principais diferenças com relação a operações de recebíveis imobiliários lastreados em locações típicas em comparação a locações BTS, bem como apresentando dados de mercado.

[38] Acesso em 13 de setembro de 2012.

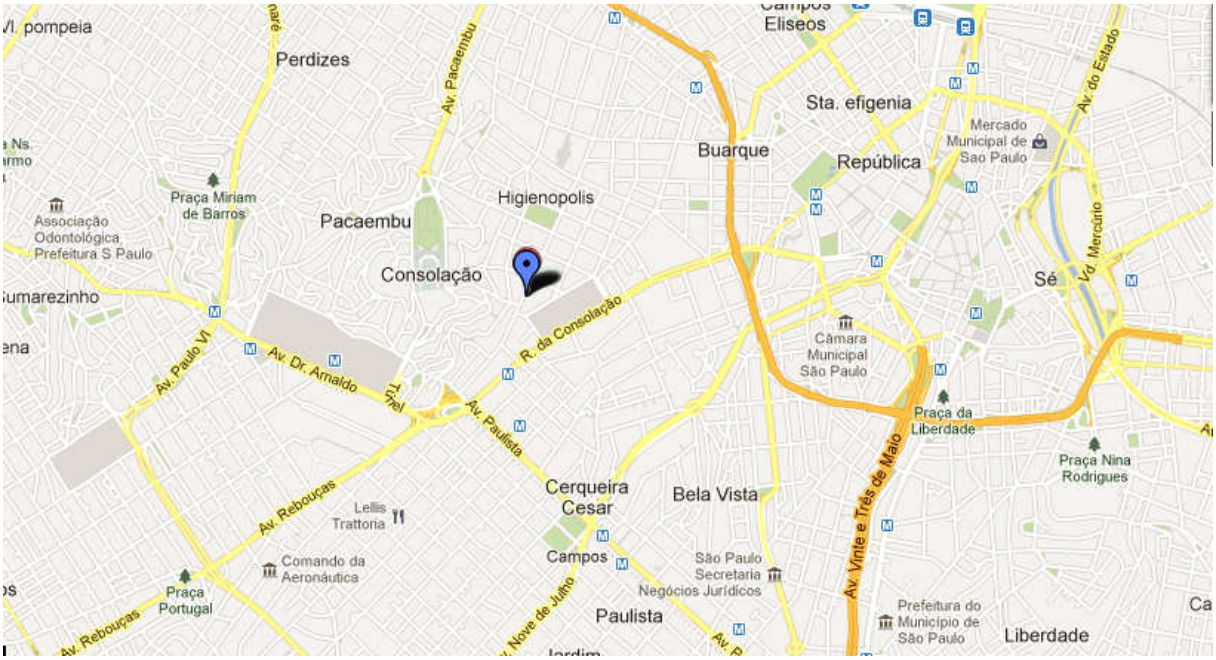

Figura 5 - Localização do Hospital Sabará (fonte: *googlemaps*).

O Hospital Sabará tem como objeto social a promoção da saúde, o que se desenvolverá por meio de: [i] atendimento médico-hospitalar de amplo espectro, com ênfase no campo pediátrico; [ii] estudos de avaliação e incorporação de tecnologias à saúde; [iii] capacitação de recursos humanos na área da saúde; [iv] pesquisas de interesse público em saúde; e [iv] desenvolvimento de técnicas e operação de gestão em serviços de saúde.

5.3. Avenida Angélica Investimentos Imobiliários e Participações S.A.

A Sociedade de Propósito Específico (SPE) que atuou como investidora no caso do Hospital Sabará foi denominada Avenida Angélica Investimentos Imobiliários e Participações S.A. (Angélica). Em 2010, a Angélica tinha como objeto social a participação em outras sociedades, a realização de investimentos no setor imobiliário e a administração de bens próprios e de terceiros. A Angélica foi quem comprou o imóvel cuja reforma era pretendida pelo Hospital Sabará, executou a referida reforma e o locou ao Hospital Sabará.

O Pátria Real Estate - Fundo de Investimento em Participações era (2010) o seu maior acionista, detendo 99,99% das ações de sua emissão.

5.4. Descrição da operação BTS e posterior emissão de CRI

O Hospital Sabará tinha interesse em ocupar novas instalações físicas, de forma a abrigar sua nova sede e novo pronto socorro infantil, segundo projeto desenvolvido e apresentado de acordo com as especificações fornecidas pelo Hospital Sabará e sob sua supervisão, devendo tais instalações ser customizadas de acordo com a natureza dos serviços específicos prestados pelo Hospital Sabará. De comum acordo, Sabará e Angélica selecionaram a Método Engenharia S.A. (Construtora), a qual realizou as obras de reforma no imóvel.

A princípio, o terreno e edificação que foi reformada para abrigar as atividades do Hospital Sabará eram de propriedade do próprio Sabará (Imóvel), o qual foi adquirido pela Angélica e reformado pela Construtora, às expensas da Angélica. A Figura 6 abaixo demonstra como era a fachada do Hospital Sabará antes e depois da reforma realizada. Na sequência, são demonstradas fotos internas do Hospital Sabará que demonstram o porquê do Hospital Sabará ser referência em pediatria, revelando os espaços lúdicos e equipamentos hospitalares que buscam ser atrativos ao público infantil.

Figura 6 - Fotos antes e depois da Reforma

Figura 7 - Fotos do interior do Hospital Sabará

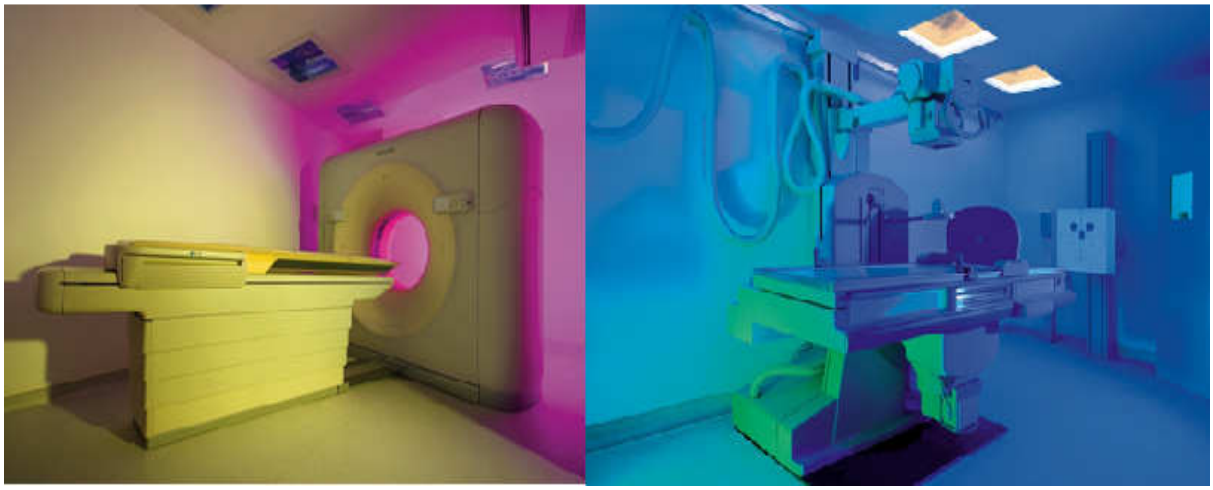

Figura 8 - Fotos de equipamentos hospitalares

Dando continuidade à descrição da estruturação da operação do estudo de caso do Hospital Sabará, no âmbito de uma operação de aquisição, reforma, construção e locação sob medida do Imóvel para o Hospital Sabará, segundo instruções específicas do Hospital Sabará, a SPE Angélica, na qualidade de compradora, e o Hospital Sabará, na qualidade de vendedor, celebraram primeiramente um compromisso de venda e compra que culminou, em 9 de janeiro de 2009, na celebração de uma escritura de venda e compra referente ao Imóvel, caracterizando assim uma operação de SLB, que foi seguida de locação BTS caracterizada pela aquisição e posterior reforma substancial do Imóvel, de forma customizada para o Hospital Sabará.

Ato contínuo à celebração do referido compromisso de venda e compra, a Angélica e o Hospital Sabará celebraram, em 26 de junho de 2008, o Contrato Atípico e Personalíssimo de

Locação de Imóvel Não Residencial (Contrato de Locação), por meio do qual a Angélica locou o Imóvel ao Hospital Sabará. A eficácia do Contrato de Locação estava sujeita à condição suspensiva consistente na celebração de escritura definitiva de venda e compra referente ao Imóvel.

A Angélica e o Hospital Sabará celebraram, em 9 de janeiro de 2009, com a Construtora, um Contrato de execução de obras em regime de empreitada global (Contrato de Obras) para que esta realizasse reformas nas edificações existentes no Imóvel, necessárias para a instalação da nova sede e do novo pronto socorro infantil do Hospital Sabará no Imóvel, de acordo com projeto arquitetônico desenvolvido para atender de maneira customizada às atividades do Hospital Sabará (Reforma).

A Angélica celebrou posteriormente instrumentos de emissão de cédulas de crédito imobiliário (CCI I, CCI II e CCI III, detalhadas abaixo) de sua titularidade, representativas dos créditos imobiliários advindos da locação. A CCI traz os benefícios mencionados no Capítulo 4, item 4.4. No referido Capítulo é caracterizada a securitização de recebíveis.

A Angélica cedeu a uma empresa securitizadora, denominada Pátria Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários (Securitizadora), as referidas CCI.

A Securitizadora instituiu regime fiduciário sobre a CCI I, CCI II e CCI III, a fim de lastrear a emissão de três séries de CRI (cada CCI Fracionária lastreará uma série específica de certificados de recebíveis imobiliários), sendo as respectivas séries idênticas no que se refere ao valor nominal, datas de pagamento, taxas de juros, reajustes, lugar de pagamento e demais condições aplicáveis, diferenciando-se unicamente quanto ao regime de colocação pública, sendo que (i) os CRIs Série I são lastreados pela CCI Fracionária I (a qual é representativa de 63,19% dos créditos imobiliários decorrentes do Contrato de Locação, representados principalmente pelo direito ao recebimento dos valores do aluguel e eventual indenização na hipótese de rescisão antecipada pelo Hospital Sabará – "Créditos Imobiliários") e foram colocados com esforços restritos de distribuição pública, nos termos da Instrução CVM nº 476 de 16 de janeiro de 2009 (Instrução CVM 476/09); (ii) os CRIs Série II são lastreados pela CCI Fracionária II (a qual é representativa de 6,13% dos Créditos Imobiliários) e serão distribuídos com base no regime de distribuição pública no mercado de capitais brasileiro nos termos da Instrução CVM nº 400 de 29 de dezembro de 2003 (Instrução CVM 400/03); (iii) e

os CRIs Série III são lastreados pela CCI Fracionária III (a qual é representativa de 10,47% dos Créditos Imobiliários) e foram colocados com esforços restritos de distribuição pública, nos termos da Instrução CVM 476/09. A emissão de três séries de CRI se deve ao fato de que o público alvo de cada emissão era diferente, de forma que os requisitos de colocação pública também são diferenciados, como detalhado no Capítulo 4, item 4.2 do presente trabalho.

Sobre o valor nominal unitário dos CRIs incidiram juros remuneratórios correspondentes a uma taxa nominal de 9,25% (nove inteiros e vinte e cinco centésimos por cento) ao ano, o que representa a remuneração aos investidores.

A Figura 9 abaixo ilustra os passos da emissão de CRI no estudo de caso:

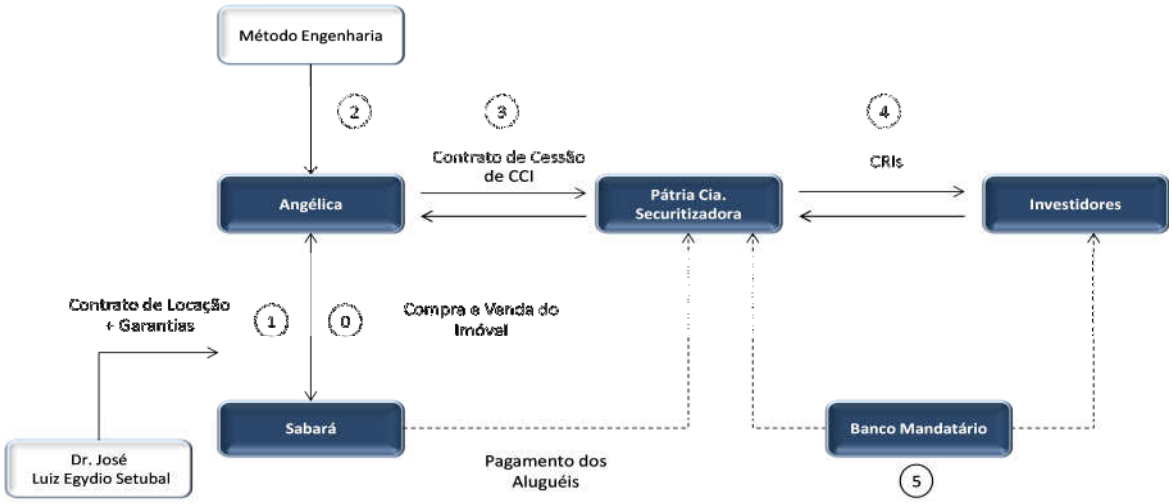

Figura 9 - Fluxograma da operação BTS do estudo de caso do Hospital Sabará com posterior emissão de CRIs (Fonte: adaptado do prospecto disponível em http://www.patriacsci.com.br/).

Legenda

0. O Hospital Sabará aliena o Imóvel de sua propriedade à Angélica.

1. A Angélica aluga o Imóvel para o Hospital Sabará gerando recebíveis de locação (os Créditos Imobiliários) e se obriga a realizar a Reforma, nos termos do Contrato de Obras.

2. A Angélica emite as CCI lastreadas nos Créditos Imobiliários.

3. A Angélica cede as CCI para a Securitizadora, por meio do Contrato de Cessão de CCI, a fim de lastrear a emissão de CRI.

4. A Securitizadora emite os CRI, por meio da celebração de Termos de Securitização. Os CRI contarão com regime fiduciário. Com os recursos da emissão, a Securitizadora quita a aquisição das CCI junto à Angélica.

5. Os investidores recebem os pagamentos de amortização e remuneração dos CRIs via CETIP por meio de banco mandatário, contratado pela Securitizadora por força do contrato de prestação de serviços de escrituração de certificado de recebíveis imobiliários. O pagamento da amortização e remuneração está condicionado ao pagamento dos valores do aluguel pelo Hospital Sabará.

A Reforma do Imóvel foi executada sob medida para abrigar as atividades e necessidades específicas do Hospital Sabará e foi parcialmente custeada com os recursos obtidos na operação de securitização.

Hoje o Hospital Sabará é referência no mercado e é fruto de uma operação de SLB, com BTS caracterizado pela reforma substancial do Imóvel, seguido se securitização de recebíveis, demonstrando a sofisticação cada vez maior das operações do mercado de *real estate*.

> Conforme notícia publicada no jornal Brasil Econômico, até agora (03/10/2012), a aposta no mercado infantil tem se mostrado correta. Este ano (2012), o faturamento do Sabará deve ser de R$ 107 milhões, mais do que o dobro do valor registrado em 2010, quando o novo prédio foi inaugurado, e 40% do que as receitas de 2011, primeiro ano inteiro em que o hospital operou na Avenida Angélica. Ainda, os números obtidos superam todas as metas imaginadas pelos executivos do hospital. Parte disso é resultado dos investimentos que foram feitos para tornar o hospital uma referência para procedimentos mais complexos, como cirurgias cardiológicas e ortopédicas. “O que ajuda a tornar um hospital rentável, mais do que o tamanho físico, é o mix de serviços que ele consegue oferecer. Por isso meu primeiro desafio foi mostrar aos médicos e pacientes que tínhamos uma ótima estrutura cirúrgica”, diz Setubal. Segundo ele, o resultado deste trabalho é que torna possível que o hospital siga aumentando o

> faturamento, mesmo sem investir alto na expansão do número de leitos, que devem chegar a 120 nos próximos meses, com a inauguração de 16 novos quartos[39].

A notícia acima corrobora o argumento de que as operações BTS são interessantes para os ocupantes do Imóvel no que diz respeito à não imobilização de recursos em *real estate*, possibilitando que os recursos da empresa sejam direcionados a seu *core business*.

5.5. Dados relevantes dos principais contratos

5.5.1. Compromisso de Venda e Compra e Escritura Definitiva de Venda e Compra do Imóvel

Por ocasião da celebração do compromisso de venda e compra, em 2 de julho de 2008, a Angélica pagou ao Hospital Sabará a quantia de R$3.200.000,00 (três milhões e duzentos mil reais). Após o cumprimento das condições precedentes determinadas no referido compromisso, que consistiam basicamente na conclusão da diligência realizada pela Angélica para compra do Imóvel, bem como na obtenção do alvará de aprovação e execução de reforma, foi lavrada a escritura de venda e compra do Imóvel em 9 de janeiro de 2009, contra o pagamento do saldo remanescente no montante de R$12.800.000,00 (doze milhões e oitocentos mil reais).

5.5.2. Contrato de Locação

Objeto

O Contrato de Locação celebrado em 26 de junho de 2008, conforme aditado em 9 de janeiro 2009, tem por objeto a locação do Imóvel, o qual foi adquirido e reformado pela Angélica, segundo instruções específicas e sob supervisão do Hospital Sabará, de acordo com o projeto desenvolvido com a única finalidade de preparar o Imóvel e customizá-lo às atividades e

---

[39] Disponível em http://economia.ig.com.br/empresas/comercioservicos/2012-10-01/herdeiro-do-itau-busca-tornar-pediatria-lucrativa.html.

necessidades específicas do Hospital Sabará, incluindo a instalação de equipamentos sob medida.

Prazo

O Contrato de Locação possui prazo de 15 (quinze) anos, tendo em vista o fato de o valor do aluguel constituir uma forma de remuneração não meramente pelo uso e gozo do Imóvel, mas também em decorrência das diversas relações jurídicas compreendidas no Contrato de Locação, tais como investimento feito pela Angélica na aquisição e reforma do Imóvel e a obrigação da Angélica de realizar a reforma no Imóvel, para fins de instalação do Hospital Sabará.

Caráter Personalíssimo

De acordo com o Contrato de Locação, a locação foi ajustada em caráter personalíssimo (*intuitu personae*), configurando um negócio jurídico complexo em que todas as iniciativas da Angélica com relação ao negócio foram orientadas pelo Hospital Sabará, de forma a atender plenamente suas necessidades de funcionalidade e operacionalidade.

O cálculo do valor do aluguel baseou-se nas seguintes premissas: (i) investimentos a serem realizados pela Angélica, incluindo o custo de aquisição do Imóvel e contratação da Construtora para realização da reforma; (ii) nível de especificidade das obras a serem realizadas no Imóvel para atender as necessidades do Hospital Sabará; e (iii) o prazo de vigência da locação.

Dada a atipicidade do Contrato de Locação (já que sua celebração ocorreu antes da promulgação da Lei 12.744/12), uma vez que o valor do aluguel constitui não somente o pagamento pelo uso e gozo do Imóvel, mas também a remuneração pelo capital investido pela Angélica na aquisição e reforma do Imóvel, segundo as instruções e necessidades do Hospital Sabará, a Angélica e o Hospital Sabará ajustaram que, em hipótese alguma, é aplicável o direito das partes reivindicarem, judicial ou extrajudicialmente, a revisão do valor do aluguel, prevista no art. 19 da Lei 8.245/91. Portanto, houve renúncia à Ação Revisional. Vale destacar que no Contrato de Locação não foi mencionado o parágrafo primeiro do art. 54-A da Lei 8.245/91, o qual prevê expressamente a possibilidade de renúncia à Ação Revisional, uma vez

que ainda não havia sido promulgada a Lei 12.744/12, mas, como visto no Capítulo 3, item 3.4, já havia decisões judiciais sustentando a possibilidade de renúncia à Ação Revisional.

Destinação

O Imóvel será utilizado para desenvolvimento e exercício das atividades compreendidas no objeto social do Hospital Sabará, inclusive, mas não apenas, no que se refere a (i) instalação, em quaisquer dependências do Imóvel, de equipamentos típicos de prestação dos serviços compreendidos no objeto social do Hospital Sabará, (ii) alocação dos funcionários do Sabará dedicados à operação, bem como pessoal técnico de suporte e funcionários das áreas administrativa e/ou comercial do Hospital Sabará; e (iii) demais atividades necessárias ao desenvolvimento e exercício operacional do Hospital Sabará e de empresas parceiras, fornecedoras e prestadoras de serviços, não necessariamente relacionadas à área de saúde, cujas atividades sejam complementares ou subsidiárias àquelas desenvolvidas pelo Hospital Sabará, incluindo restaurantes, lanchonetes, estacionamentos e outros, desde que respeitadas as especificações técnicas aprovadas perante a Prefeitura de São Paulo.

Valor do Aluguel e Pagamento

A título de contraprestação e retorno do investimento realizado pela Angélica (i) na aquisição e reforma do Imóvel de acordo com as necessidades do Hospital Sabará, e (ii) locação do Imóvel ao Hospital Sabará pelo prazo de 15 (quinze) anos, o Hospital Sabará deverá remunerar a Angélica conforme a Tabela 2 abaixo:

Tabela 2 - Aluguel anual a ser pago pelo Hospital Sabará

Data de Pagamento	Valor do Aluguel (R$)
1º de abril de 2010	6.584.646,00
1º de abril de 2011	6.584.646,00
1º de abril de 2012	6.584.646,00
1º de abril de 2013	6.584.646,00
1º de abril de 2014	6.584.646,00
1º de abril de 2015	6.584.646,00
1º de abril de 2016	6.584.646,00

Data de Pagamento	Valor do Aluguel (R$)
1º de abril de 2017	6.584.646,00
1º de abril de 2018	6.584.646,00
1º de abril de 2019	6.584.646,00
1º de abril de 2020	6.584.646,00
1º de abril de 2021	6.584.646,00
1º de abril de 2022	6.584.646,00
1º de abril de 2023	6.584.646,00
1º de abril de 2024	6.584.646,00

O valor do aluguel será sempre pago no dia 1º do mês de abril do ano subsequente ao ano vencido, ou no dia útil imediatamente posterior, caso a data prevista não seja um dia útil na praça da Cidade de São Paulo.

O valor do aluguel deverá ser devidamente corrigido desde a data de assinatura do contrato até a respectiva data de vencimento, pelo Índice de Preços ao Consumidor publicado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IPCA/IBGE).

Evento de Inadimplemento

Conforme o Contrato de Locação, a ocorrência de qualquer dos eventos abaixo listados constitui um evento de inadimplemento nos termos do Contrato de Locação:

(i) liquidação, dissolução, extinção, decretação de falência ou pedido de autofalência do Sabará; pedido por parte do Hospital Sabará de qualquer plano de recuperação judicial ou extrajudicial a qualquer credor ou classe de credores, independentemente de ter sido requerida ou obtida homologação judicial do referido plano; ou se o Hospital Sabará ingressar em juízo com requerimento de recuperação judicial, independentemente de deferimento do processamento da recuperação ou de sua concessão pelo juiz competente;

(ii) inadimplemento pelo Hospital Sabará, por qualquer motivo, do pagamento do valor do aluguel, na correspondente data de pagamento;

(iii) perecimento, perda ou depreciação das garantias ao Contrato de Locação, sem que seja apresentado pelo Hospital Sabará e aprovado pela Angélica reforço ou substituição; ou

(iv) caso ocorra descumprimento de obrigações de maior relevância, conforme definidas no Contrato de Locação.

Rescisão

O Hospital Sabará não pode rescindir unilateralmente o Contrato de Locação durante o prazo da locação, em conformidade com o disposto no parágrafo único do art. 473 do Código Civil, exceto mediante o pagamento da Indenização (definida no próximo parágrafo). No Contrato de Locação não foi mencionado parágrafo segundo do art. 54-A da Lei 8.245/91, que permite a cobrança de multas equivalentes aos alugueis vincendos em caso de rescisão antecipada em locações BTS, uma vez que ainda não havia sido promulgada a Lei 12.744/12, mas, como visto no Capítulo 3, item 3.7, as penalidades elevadas em locações BTS já tinham base legal de sustentação, que era justamente o parágrafo único do art. 473 do Código Civil.

Caso o Hospital Sabará rescinda voluntária e unilateralmente o Contrato de Locação, o Hospital Sabará deve pagar à Angélica, a título de perdas e danos pré-fixados, tendo em vista a natureza personalíssima da contratação, a “Indenização”, que consiste dos seguintes valores:

(i) valores do aluguel vencidos e não pagos, devidamente atualizados *pro rata temporis* pelo IPCA/IBGE, acrescidos de multas contratuais, se houver, e demais valores devidos e não pagos nos termos do Contrato de Locação; ou

(ii) o valor presente dos valores do aluguel vincendos, devidamente atualizados *pro rata temporis* pelo IPCA/IBGE, descontados à taxa anual de 12,75% (doze inteiros e setenta e cinco centésimos por cento).

Seguro do Imóvel

A Construtora se comprometeu a contratar o seguro do Imóvel com companhia idônea de primeira linha, às suas expensas, ou a inserir a locação em apólice já existente, até 20 (vinte) dias subsequentes à assinatura do Contrato de Obras, devendo vigorar – ou se renovar, sem solução de continuidade, até a conclusão total das obras, após o que o Hospital Sabará torna-se obrigado a contratar o seguro, conforme descrito abaixo.

O seguro deveria ser da modalidade “seguro de risco empresarial” ou similar, abrangendo a cobertura dos seguintes riscos: (i) incêndio; (ii) raios; (iii) explosões, e (iv) vendavais, devendo a indenização corresponder ao valor de mercado de Imóvel, em benefício exclusivo da Angélica. As atualizações do valor do seguro se deverão fazer em conjunto com as alterações do valor do aluguel que porventura ocorrerem, na mesma época em que vierem a ocorrer.

O seguro contratado pelo Hospital Sabará, em caso de sinistro parcial ou total, deveria propiciar cobertura do montante necessário para reconstrução do Imóvel e reposição do mesmo no estado anterior ao sinistro, não devendo o Hospital Sabará, em nenhuma hipótese e sob qualquer alegação, deixar de fazer o pagamento do valor do aluguel devido à Angélica nos termos do Contrato de Locação.

Durante a reforma do Imóvel, o valor do aluguel e encargos serão continuamente devidos, ficando a critério do Hospital Sabará segurar ou não o risco relativo ao valor do aluguel devido durante tal período.

Em caso de sinistro total ou parcial que impeça o funcionamento das atividades do Hospital Sabará no Imóvel, o prazo de locação ficará automaticamente estendido, após a correspondente data de término, pelo tempo que o Hospital Sabará permanecer fora do Imóvel durante a fase de reconstrução, sem a cobrança do valor do aluguel para o respectivo período adicional.

Em caso de sinistro parcial ou total, a Angélica se obrigou a empregar a parte do produto da indenização necessária na reconstrução total ou parcial do Imóvel, até o limite do valor indenizado.

Garantias

Como garantia do cumprimento das obrigações do Hospital Sabará, nos termos do Contrato de Locação, o Dr. José Luiz Setubal, na qualidade de controlador do Hospital Sabará, prestou as seguintes garantias diferenciadas[40] à Angélica:

(i) celebrou, em 26 de junho de 2008, com a Angélica, e, ainda, com o Banco Itaú e o Hospital Sabará, como, respectivamente, instituição escrituradora/depositária e interveniente e anuente, o contrato de alienação fiduciária de ações, conforme aditado em 9 de janeiro de 2009, por meio do qual alienou fiduciariamente à Angélica 122.067 ações preferenciais de emissão da Itaúsa (conforme posição acionária em 27 de janeiro de 2009), que eram de sua propriedade;

(ii) celebrou, em 26 de junho de 2008, com a Angélica, e, ainda, com o Banco Itaú e o Hospital Sabará, como, respectivamente, instituição depositária da conta vinculada e interveniente e anuente, o contrato de cessão fiduciária de direitos, conforme aditado em 9 de janeiro de 2009, por meio do qual cedeu fiduciariamente à Angélica (i) direitos relativos a uma conta corrente vinculada de titularidade do Dr. José Luiz Setubal na qual serão depositados, de tempos em tempos, dividendos e juros sobre capital próprio atribuíveis a 40.005.881 ações ordinárias e 5.816.440 ações preferenciais de emissão da Itaúsa e de propriedade do Dr. José Luiz Setubal (conforme posição acionária em 27 de janeiro de 2009); e (ii) direitos sobre a totalidade dos créditos do Dr. José Luiz Setubal depositados em tal conta vinculada de tempos em tempos, inclusive rendimentos de investimentos financeiros provenientes da aplicação dos recursos depositados em tal conta; e

(iii) compareceu no Contrato de Locação como fiador e principal pagador relativamente a todas as obrigações contratuais assumidas pelo Hospital Sabará no âmbito do Contrato de Locação, renunciando ao benefício de ordem e

[40] Vale ressaltar que a Lei 8.245/91 prevê somente as seguintes garantias, em seu art. 37: caução; fiança; seguro de fiança locatícia; e cessão fiduciária de quotas de fundo de investimento.

demais benefícios concedidos a fiadores pelos arts. 366, 827, 828, 835, 837, 838 e 839 do Código Civil Brasileiro.

Lei de Regência e Arbitragem

O Contrato de Locação é regido pelas Leis do Brasil e está sujeito à arbitragem perante a Câmara de Comércio Brasil-Canadá.

Aditivo ao Contrato de Locação

Em 9 de janeiro de 2009, tendo em vista novos investimentos solicitados pelo Hospital Sabará à Angélica, foi celebrado o Aditivo ao Contrato de Locação objetivando a alteração da cláusula relativa ao valor do aluguel, que passou a ser de R$ 6.584.646,00, bem como alterar o valor total dos investimentos a serem realizados pela Angélica.

5.5.3. Contrato de Obras

A Angélica e o Hospital Sabará celebraram Contrato de Obras em 9 de janeiro de 2009, aditado em 20 de julho de 2009, pelo qual contratou a Construtora, que ficou responsável pela execução das obras necessárias no Imóvel, conforme projeto desenvolvido e apresentado pelo Hospital Sabará.

Os custos das obras no Imóvel, no montante 35.000 R$ mil, foram suportados pela Angélica, sendo que o prazo estabelecido para conclusão das mesmas a cargo da Construtora foi 8 de fevereiro de 2010, equivalente a 16 (dezesseis) meses contados da celebração do Contrato de Obras. Conforme definido no Contrato de Obras, os pagamentos são realizados conforme evolução das obras, segundo previsões do cronograma físico financeiro. Em vista disso, para elaboração da Análise de Qualidade de Investimento (AQI), foram arbitrados alguns patamares, que serão detalhados na Tabela 3 adiante.

O Contrato de Obras previu a contratação de seguros, inclusive *performance bond*, multas contratuais em caso de atraso, retenção de valores nos pagamentos que poderiam ser compensados com multas devidas pela Construtora, datas marco para caracterização de

entregas provisória e definitiva, obrigações trabalhistas, fiscais, previdenciárias, tributárias, de qualidade, entre outras, além de outros tópicos importantes para garantir a adequada execução das obras e salvaguardar a Angélica e o Hospital Sabará, que também participou da celebração do Contrato de Obras.

5.5.4. Termos de Securitização

Além das questões já levantadas anteriormente, destaque para a remuneração devida de 9,25% nominais ao ano sobre o valor unitário dos CRI, que representa a remuneração aos investidores, bem como a securitização de 79,90% dos Créditos Imobiliários.

5.6. Cenário Referencial

A definição de cenários é fundamental no planejamento decisório dos tomadores de decisão, uma vez que configura o arcabouço para que sejam aferidos os indicadores de qualidade. Dessa forma, conforme os dados do estudo de caso, foi montado o cenário referencial por meio de um modelo, preparado no *software* Microsoft Excel®.

Na maior parte dos casos, o cenário referencial é feito por meio de arbitragem de expectativas aplicáveis ao caso específico. Referido cenário normalmente leva em consideração [i] o histórico de comportamento da empresa; [ii] expectativa para o futuro; e [iii] crítica de variáveis baseadas em informações históricas (para validação ou não dos comportamentos históricos). Portanto, os cenários referenciais usualmente comportam variações nos parâmetros de referência.

Interessante destacar que nas locações BTS, como a maior parte das variáveis é vislumbrada no Ciclo de Formatação, pode-se dizer que esse tipo de operação fica menos sujeita a variações do cenário referencial.

O cenário referencial foi identificado na Tabela 3 e na Tabela 4 adiante.

Diante das informações relatadas anteriormente, temos o seguinte cenário referencial de custos:

Tabela 3 - Dados dos custos principais do cenário referencial do estudo de caso do Hospital Sabará

Dados da aquisição			
			Datas
Custos de aquisição do imóvel	R$ 3.200	R$ mil	02/07/2008
	R$ 12.800	R$ mil	09/01/2009
Valor da reforma	R$ 35.000	R$ mil	
Prazo da reforma	16	meses	09/01/2009

Patamar de produção	Mês	Até	% mês
20%	**7**	12	3,3%
50%	13	18	8,3%
30%	19	22	7,5%

Para implantação do empreendimento, devem ser considerados os custos de aquisição do Imóvel e os custos da Reforma. Portanto, para cada um desses itens, ocorre o seguinte:

[i] terreno e edificação existente que eram de propriedade do Hospital Sabará antes da aquisição pela Angélica têm o preço de 16.000 R$ mil na data da análise, pago em duas parcelas, a primeira de 3.200 R$ mil, em 2 de julho de 2008, e a segunda no valor de 12.800 R$ mil, em 9 de janeiro de 2009;

[ii] a produção foi iniciada no mês 7 e, conforme arbitrado pelo autor, ocorreu em 3 patamares, com 3,3%, 8,3%, e 7,5% de produção cada e duração de 6, 6 e 4 meses, respectivamente. As obras foram contratadas na data da análise por 35.000 R$ mil.

Como receitas, o aluguel anual representa o montante de 6.585 R$ mil, sendo que o prazo da locação é de 15 anos. Apesar de ter sido securitizado 79,90% do fluxo de alugueis a uma taxa nominal de remuneração de 9,25% ao ano, referidos dados não serão levados em consideração na modelagem deste estudo de caso, pois não fazem parte do objetivo do presente trabalho, conforme Capítulo 1, item 1.2. Ainda, há que ser considerado o Fundo de Reposição de Ativos (FRA) arbitrado, equivalente a 4% da Receita Operacional Bruta (ROB). O ROB é representado pelo fluxo de alugueis devidos pelo Hospital Sabará. O FRA é utilizado para garantir que o empreendimento seja capaz de competir no seu segmento de mercado com o mesmo vigor. A competitividade é garantida pela aplicação de investimentos à conta de

adequação e atualização funcional, o que se faz por meio do FRA, ao qual o Locador recolhe recursos da receita mensal que ficam sob reserva para esse fim. Segundo Alencar (2011):

> O FRA tem o sentido de recolher recursos para que a unidade gerencial do empreendimento, a despeito de qualquer interferência do empreendedor, seja capaz de manter a base imobiliária e seus acessórios operacionais, inclusive sistemas para gerenciamento, em um padrão de qualidade e desempenho compatíveis com os parâmetros originais do empreendimento e que deram razão à proposição das expectativas de desempenho incluídas no cenário esperado, para ocorrerem dentro do ciclo operacional.

Além do FRA, que reduz a receita, com base na experiência do autor em casos análogos de locações estruturadas no formato *triple net lease*[41], foi arbitrado um valor para custos e despesas da administração da Angélica equivalente a 2% do ROB. Assim, temos o seguinte cenário referencial do empreendimento objeto do estudo de caso com relação às receitas e respectivos redutores:

Tabela 4 - Receitas e redutores do cenário referencial do estudo de caso do Hospital Sabará

Receitas	
Aluguel anual	6.585 R$ mil
Prazo	15 anos
FRA	4,00% ROB
Custo de Administração	2,00% ROB

5.7. Ciclo de Implantação e Ciclo de Operação

Uma vez que foram verificados os dados arbitrados no cenário referencial, será possível identificar as movimentações financeiras que ocorreram em cada mês de implantação do empreendimento, bem como nos anos de operação do empreendimento, para posterior identificação dos respectivos indicadores de qualidade.

Como leciona Rocha Lima (2011):

[41] Termo utilizado no mercado de *real estate* para caracterizar locações em que o Locatário arca com despesas de manutenção, seguro e encargos/tributos.

> O investimento em EBI nunca deve ser analisado desde o início de sua implantação até o final do ciclo operacional como sendo uma única operação. Considerar um ciclo único provoca distorções nos indicadores da qualidade do investimento. Analisar a qualidade do investimento em um EBI exige a fragmentação em dois negócios sucessivos:
>
> [i] O primeiro negócio corresponde a investir para implantar, até que o EBI esteja pronto para operar, e se desenvolve no Ciclo de Implantação. O conceito de "pronto para operar" está associado ao momento em que o empreendimento inicia a produção de renda derivada de sua exploração. O valor do EBI "pronto para operar" é aquele pelo qual pode ser comercializado, considerando-se as marcas de referência do mercado. O negócio será atrativo se o Valor da Oportunidade de Investimento (VOI-0) passível de comercialização superar o nível de exposição do Locador (EXP-0) nesse ponto, calculado a uma taxa de atratividade também de referência no mercado.
>
> [ii] Ao termo do Ciclo de Implantação, entrando no Ciclo Operacional, o investimento deve ser lido pelo seu valor EXP 0 e, então, contraposto com o fluxo de retorno.

No mesmo sentido, ainda segundo Rocha Lima (2011):

> O ciclo de investimento em EEL (ou EBI) é um indicador que se define no âmbito das estratégias do investidor, mas que, na análise, deve ser tratado de forma mais abrangente. Assim, o investimento em EEL (ou EBI) é entendido em duas vertentes, tendo em vista os riscos: [i] implantar para deixar pronto para operar é um empreendimento cujo risco se concentra em prazos e custos de implantação e na arbitragem de uma capacidade de penetração no mercado para geração de renda, que só será comprovada ao final da implantação (podemos considerar um prazo agressivo de três anos desde a decisão de investir até a possibilidade de entrar no mercado para competir na locação de espaços); [ii] operar o edifício com o propósito de auferir renda regular significa outro empreendimento, que tem início com um investidor definido (preço do edifício comprado ou valor dos investimentos aplicados na implantação) e ocorre em um ciclo longo de 20 anos".

Como pode ser depreendido do Anexo 1, que demonstra os movimentos financeiros ocorridos no Ciclo de Implantação, a movimentação financeira começa negativa no mês 1 devido ao pagamento da primeira parcela de aquisição do Imóvel, correspondente a 3.200 R$ mil. No mês 7, é devida a segunda parcela de aquisição do Imóvel, no valor de 12.800 R$ mil. Além disso, é neste mês que as obras são iniciadas, fazendo com que haja uma necessidade de aporte mensal de 1.167 R$ mil desde o mês 7 até o mês 12. Do mês 13 ao 18 haverá despesas

mensais para custeio de obras no montante de 2.917 R$ mil e do mês 19 ao 22, serão pagas parcelas mensais para a Construtora no valor de 2.625 R$ mil.

O nível de exposição do Locador em dada operação é equivalente ao valor dos investimentos realizados em tal operação, remunerados por uma TAT que representa o risco no Ciclo de Implantação. Se, para implantar o empreendimento, o Locador aplicou um fluxo de recursos [Ik] e se a taxa de atratividade arbitrada para remunerar investimentos em construção e venda de empreendimentos verificada é equivalente a TAT do Ciclo de Implantação, o valor EXP 0, que representa o nível de exposição ao final da implantação, ponto zero para análise da qualidade do investimento dentro do prazo operacional de 20 anos será representado pela Equação 1.

Equação 1 - Cálculo do EXP 0

$$EXP\ 0 = \sum_{k=1}^{ci} \mathrm{Ik}(1 + \mathrm{TAT\ implantação})^{\mathrm{ci-k}}$$

Onde:
EXP 0: nível de exposição ao final da implantação;
ci: extensão do ciclo de implantação;
k: contador de meses;
Ik: fluxo de recursos aplicado pelo empreendedor em dado empreendimento; e
TAT implantação: taxa de atratividade arbitrada para o Ciclo de Implantação.

Como destaca Alencar (2011):

> Caso o empreendedor não imobilize recursos em dado empreendimento, teria outras alternativas para ganhar riqueza e, dentre estas, aquelas que admite como risco setorial equivalente (outros EBI). O risco que obteria em uma alternativa de risco setorial equivalente é denominado de taxa de atratividade setorial. Investindo nesta alternativa de "risco setorial equivalente", no mesmo regime exigido pelo empreendimento, ao final do Ciclo de Implantação, o empreendedor teria mais riqueza que a mera soma dos investimentos, e a esta riqueza potencial denominamos de nível de exposição do investidor frente ao empreendimento. Já que o empreendimento tem riscos intrínsecos, o que interessará ao empreendedor é que, ao implantá-lo, alcance um valor do empreendimento pronto para operar maior que seu nível de exposição, senão seria melhor investir na alternativa de mesmo risco setorial, em princípio

> menor do que o do empreendimento, pois seu componente de risco intrínseco não está presente ou é disseminado pelo setor homogeneamente.

A respeito do assunto, Rocha Lima (2011) leciona que:

> A taxa de atratividade é arbitrada pelo investidor diante do risco e se configura adicionando às taxas soberanas em cada economia um agregado para cobrir a percepção de risco setorial evidenciados pelas transações no mercado e outro agregado, como prêmio de risco, na proteção pretendida pelo investidor para se imobilizar em determinado empreendimento.

Para arbitragem da TAT no Ciclo de Implantação, foi considerando que neste ciclo ocorre um investimento de risco acentuado, de forma que a taxa arbitrada seja capaz de remunerar investimentos em construção e venda do empreendimento em análise pronto para operar, assumindo uma postura de aversão ao risco. Para calibragem da TAT, foi levada em consideração a taxa do Certificado de Depósito Interfinanceiro (CDI) relativa ao ano da estruturação do estudo de caso do Hospital Sabará (2009), correspondente a 8,39% a.a[42] líquida (descontados impostos de 15%). Além disso, foi arbitrado o múltiplo de duas vezes a taxa do CDI como sendo um prêmio de risco que gera um rendimento adequado para remunerar um investidor não aparente no Ciclo de Implantação, chegando-se à TAT nominal líquida de impostos de 16,79% a.a. Descontada a variação do IPCA no mesmo exercício, equivalente a 4,18% a.a.[43], chega-se à TAT de 12,10% a.a., equivalente efetiva, acima do IPCA.

Assim, considerados os investimentos realizados pela Angélica na operação, levados à TAT de implantação arbitrada até o término do Ciclo de Implantação, conforme demonstrado no Anexo 1, o EXP da Angélica perfaz o montante de 55.830 R$ mil. Portanto, o EXP corresponde ao saldo que o investidor teria em uma aplicação à TAT de implantação do fluxo de recursos que o cenário mostra como necessário para cumprir o programa de investimentos na implantação do empreendimento. Conforme leciona Rocha Lima (2011), “quando o investidor mede o EXP, impõe que este é o valor do seu investimento na implantação”.

[42] Disponível em http://www.portaldefinancas.com/cdi0809.htm (acesso em 25/08/2013).

[43] Disponível em http://portaldefinancas.com/ipca_completo.htm (acesso em 25/08/2013).

No que se refere ao Ciclo de Operação, o ROB em geral é recebido em ciclos mensais. Porém é comum que esse ciclo seja anual do caso de locações BTS, como foi feito no caso em análise. Os recursos das receitas são utilizados para fazer a reserva do FRA e o saldo compreende o fluxo da renda do investidor, no conceito de resultado operacional disponível (RODi). Para fins deste trabalho, não serão considerados no modelo o fluxo securitizado nem o valor recebido pela cessão dos Créditos Imobiliários, tampouco os demais termos e condições da securitização ocorrida.

O RODi se agrega ao valor do EBI arbitrado para o final do Ciclo de Operação, compondo o fluxo de retorno do investimento, que servirá para medir os indicadores da qualidade do empreendimento. Segundo Rocha Lima (2010):

> O valor do EBI ao final do Ciclo Operacional é calculado observando as seguintes premissas: [i] O valor do empreendimento nessa marca é o preço que seria pago por um investidor universal avesso ao risco, que aplica recursos na taxa de atratividade setorial; [ii] Esse investidor faria a reciclagem necessária do ativo para que o mesmo fosse capaz de percorrer um ciclo adicional de 20 anos que, para este investidor, caracterizará o Ciclo Operacional, enquanto que, para o investidor original, esse período será denominado de período de exaustão; e [iii] O fluxo da renda do período de exaustão respeitaria os mesmos parâmetros de inserção de mercado do EBI.

Importante destacar que, nas análises de qualidade de investimento em EBIs em geral é possível que sejam estabelecidos cenários de comportamento, em que são verificados os fatores determinantes das receitas e despesas vinculadas a dado empreendimento, que podem variar no decorrer dos ciclos e, consequentemente, provocar flutuação na rentabilidade do investidor. O desempenho do empreendimento está relacionado a variáveis sistêmicas, associadas a custos operacionais, bem como à inserção de mercado (ROCHA LIMA, 2005). O destaque nos EBI típicos fica para arbitragem de taxas de ocupação e preço da locação, sendo certo que a maior vulnerabilidade está na inserção de mercado, cujas variáveis não são passíveis de monitoramento. Ainda, nas locações típicas ocorrem incidências de custos operacionais, de vacâncias, de custos para relocar, de perdas inflacionárias implícitas, de recursos para reinvestimentos que não agregam valor, mas somente repõem perdas de valor e tantos outros efeitos, que devem estar presentes na análise de investimentos de largo horizonte de maturação (ROCHA LIMA, 2011). A esse respeito, é importante destacar que as locações BTS têm o benefício de não estarem sujeitas à arbitragem de penetração no mercado uma vez

que a locação já existe no momento em que são iniciados os investimentos. Outros riscos também são mitigados, considerando que a demanda antecede a oferta e ocorre uma espécie de "trava" do cenário referencial, uma vez que os alugueis não podem ser objeto de Ação Revisional e há penalidades bastante elevadas nos casos de rescisão antecipada por parte do Locatário, minimizando os riscos dos "vazios" e custos relacionados.

A partir das premissas do cenário referencial sobre receitas e despesas do estudo de caso, foi construída uma planilha de movimentos financeiros para o Ciclo de Operação, conforme Anexo 2.

Como se vê na planilha constante do Anexo 2, para o estudo de caso em apreço não são considerados custos comuns a locações típicas, como por exemplo, prazo de absorção necessário para uma nova ocupação no caso de vacância, comissão a corretores imobiliários a título de intermediação para apresentação de novos locatários, carência a ser concedida aos novos locatários, o que pode ser tida como praxe de mercado, nas situações em que o Locatário tem a necessidade de adequar o imóvel a suas necessidades, sendo que, em contrapartida, fica desobrigado de efetuar o pagamento dos alugueis durante certo período estabelecido entre as partes contratantes[44]. Além disso, não são consideradas as taxas de condomínio e o imposto predial e territorial urbano (IPTU), os quais deveriam ser pagos pelo proprietário do Imóvel em caso de vacância. Ainda, é considerada alta a possibilidade de renovação do contrato de locação BTS, dada a especificidade do Imóvel, localização, pacientes existentes e fidelizados, dificuldade de mudança da operação bem como de encontrar outro imóvel que atenda às necessidades do Hospital Sabará.

Assim, no Ciclo de Operação, a partir do ano 1 até o ano 15, o aluguel a ser recebido do Hospital Sabará será de 6.585 R$ mil (como já mencionado, desconsiderando a securitização de recebíveis ocorrida). Considerando o FRA anual de 4%, equivalente portanto a 263 R$ mil e considerando os custos e despesas de administração correspondentes a 2% do ROB, o que equivale à quantia anual de 132 R$ mil, o RODi até o ano 15 equivale a 6.190 R$ mil, conforme Anexo 2. A partir do ano 15, considerando o término do prazo do Contrato de

[44] Informações obtidas com a área de locações da empresa Jones Lang LaSalle indicam que em situações de mercado em equilíbrio entre oferta e demanda, a carência como forma de desconto é concedida por períodos curtos, em média, de 1 até 3 meses de aluguel (ADUAN 2007).

Locação, tendo em vista que o valor do aluguel em operações BTS remunera não somente o uso e gozo do imóvel pelo Locatário, mas também os investimentos realizados pelo Locador, a favor da segurança foi arbitrado que haverá um desconto no valor do aluguel equivalente a 10% (dez por cento). A fim de examinar a relevância do impacto do desconto no aluguel a partir do ano 15 na taxa de retorno do empreendimento, será realizada uma análise de sensibilidade no Capítulo 5, item 5.9.1 adiante:

O valor que um investidor estaria disposto a pagar pelo empreendimento (Valor da Oportunidade de Investimento – VOI), utilizando a metodologia do NRE-Poli, corresponde a 49.286 R$ mil no ano 20 do Ciclo de Operação.

A seguir estão indicadas as equações utilizadas para cálculo do VOI:

Equação 2 - Cálculo do VOIi

$$VOIi = \sum_{k=i+1}^{20} \frac{RODi}{(1+TAI)^{k-i}} + \frac{VOI20}{(1+TAI)^{(20-i)}}$$

Equação 3 - Cálculo do VOI20

$$VOI20 = \propto * \left[\sum_{20}^{40} \frac{RODi}{(1+TAS)^{i-20}}\right]$$

O VOIi é o fluxo de retornos considerados em determinado ano até o ano 20 somado ao VOI20, descontados à TAT do Ciclo Operacional, também denominada de TAI no presente trabalho, arbitrada pelo autor em 6,46% a.a., equivalente efetiva, acima do IPCA, sendo que o VOI 20 representa o valor que um investidor pagaria para comprar o empreendimento para usufruir nos próximos 20 anos, descontado à taxa setorial, também denominada TAS, arbitrada pelo autor em 5,66% ao ano, equivalente efetiva, acima do IPCA, multiplicado pelo fator alfa de reciclagem (75%).

No que se refere à arbitragem da TAI e da TAS, vale destacar que referidas taxas são menores do que a TAT do Ciclo de Implantação, uma vez que o investidor corre menos riscos no Ciclo de Operação já que o empreendimento está pronto para operar. Essa definição é ainda mais

importante no caso de locações BTS, uma vez que, ao entrar no Ciclo Operacional, já foram celebrados os contratos de locação de longo prazo, com garantias firmes.

Quanto ao Ciclo Operacional, o investimento normalmente se fundamenta em expectativas de comportamento do empreendimento, o que é minimizado no caso das operações BTS, nas quais, como destacado, são mitigados alguns riscos inerentes aos EBI como inserção de mercado, taxa de ocupação e custos de vacância. Considerando as características da operação BTS do Hospital Sabará, em especial o prazo da locação, renúncia à Ação Revisional, Indenização devida no caso de rescisão antecipada e robustas garantias contratuais, foi arbitrada uma TAI correspondente ao múltiplo de 1,3 do CDI do ano de 2009, que equivale a uma taxa de 6,46% a.a., equivalente efetiva, acima do IPCA.

Segundo Rocha Lima (2000), a TAS leva em consideração a sedimentação do empreendimento, num padrão de desempenho homogêneo, que se admite tenha sido verificado no Ciclo de Operação. Essa taxa será menor do que TAI, utilizada para cálculo do VOI 0 porque nesta marca, os padrões de risco são menores. A TAS arbitrada pelo autor corresponde a 5,66% a.a., equivalente efetiva, acima do IPCA, o que equivale ao múltiplo de 1,2 do CDI do exercício de 2009.

O alfa representa o valor a ser investido para que o empreendimento tenha condições físicas mais modernas e esteja apto a competir no mercado. Segundo Alencar (2011), “o alfa é um fator de ajuste para calibre da dimensão dos investimentos em reciclagem necessários para manutenção da inserção de mercado do empreendimento”. Sobre o tema, Rocha Lima (2011) entende que pode ser utilizado o fator alfa de reciclagem equivalente a 75% que, segundo estudos do Núcleo de *Real Estate* da Poli, representa uma posição suficientemente conservadora, equivalente a uma reciclagem na ordem de 80% da edificação. Ainda conforme assume Rocha Lima (2000), “as diversas aplicações práticas que já fiz deste método mais complexo para hoteis e empreendimentos mais complexos, inclusive para hospitais, me levam a recomendar $\alpha = 75\%$ como seguro para esse fim” (grifo do autor).

A Figura 10 a seguir ilustra os movimentos anuais do estudo de caso considerados no Ciclo de Operação, o que permite chegar ao cálculo do VOI-0.

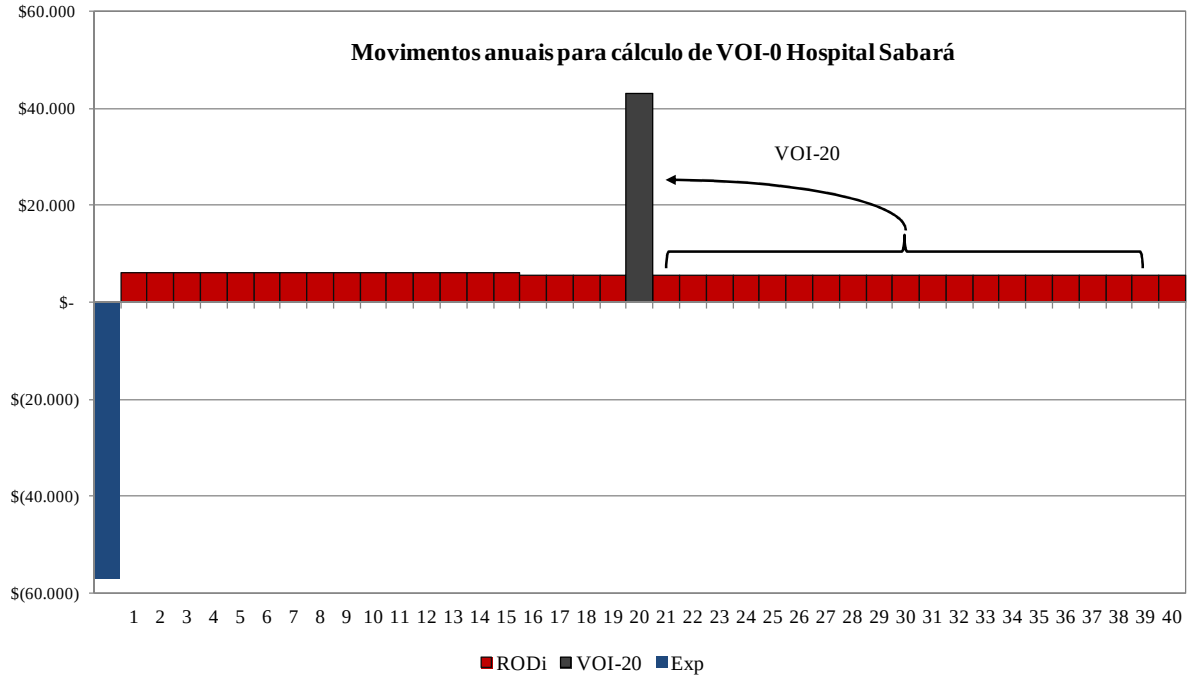

Figura 10 - Movimentos anuais para cálculo do VOI-0 no estudo de caso do Hospital Sabará no cenário referencial

Portanto, conforme pode ser examinado no Anexo 2, o VOI-0 corresponde a 81.483 R$ mil.

A seguir será realizada a análise da qualidade do investimento (AQI) da Angélica na operação, visando verificar impactos na qualidade do investimento e riscos existentes tendo em vista a publicação da Lei 12.744/12.

5.8. Análise da Qualidade do Investimento (“AQI”)

A AQI corresponde à interpretação de indicadores de qualidade de investimento de determinado empreendimento, advindos de verificações do cenário referencial e das movimentações financeiras para implementação do empreendimento. Uma AQI deve entregar ao empreendedor o conjunto de informações que dê suporte à decisão.

Na decisão de investir, com base nos cenários atinentes a cada uma das possibilidades de investimento, o investidor estabelece indicadores de qualidade e escolhe quais são os indicadores de qualidade que atendem a seus anseios. Partindo da premissa de que o empreendimento pretendido é tecnicamente viável, caso dado investidor verifique que há

aderência entre o estado alcançado pelos indicadores e os padrões desejados, sob o ponto de vista financeiro e econômico, poderá haver investimento em determinado projeto.

Portanto, quanto ao planejamento econômico realizado no âmbito do Sistema Gerenciador de Investimentos (SGI), a oportunidade de promover o investimento é analisada diante da expectativa de retorno, na qual é analisada a qualidade de investimento por meio da taxa de retorno e *payback*. Quanto ao planejamento financeiro, é feita a gestão dos recursos direcionados ao Sistema Empreendimento, via investimento e entradas para suportar o custeio no regime programado na modelagem, o que permite concluir sobre a possibilidade de retornos para o SGI.

Na AQI, são geradas informações para tomada de decisão (indicadores da qualidade do investimento, que são principalmente TIR, e *payback*).

Os investimentos denotam as exigências de fundos do investidor para fazer girar o empreendimento, quando o mesmo não for capaz de gerar recursos para suportá-lo. Já o retorno traduz as situações em que há excesso entre preço e custeio (Margem Operacional Bruta), havendo um momento em que recursos livres aparecem no empreendimento. Essa massa de recursos que não é mais demandada para custear a produção compreende o retorno para SGI.

No estudo de caso, considerando que a securitização de recebíveis não fez parte da modelagem, no Ciclo de Implantação somente há saídas do Locador, representando um EXP correspondente a 55.830 R$ mil. No Ciclo de Operação haverá entradas, representadas pelo RODi.

A taxa de retorno do empreendimento (TIR) mede a alavancagem do poder de compra oferecida pelo empreendimento ao investidor, considerados os fluxos de imobilização (investimentos) e os de retomada de poder de compra (retorno) no prazo em que se dão os ganhos.

O *duration* é o indicador que mostra o prazo ponderado no qual o investimento realizado no empreendimento é integralmente remunerado à TIR alcançada, considerando o Ciclo Operacional completo do empreendimento.

A Tabela 5 a seguir, representa os dados considerados para fins de cálculo da TIR. No ano 0, consta o EXP. Do ano 1 ao 19 estão refletidos os RODi, considerando o desconto no aluguel de 10% a partir do ano 16, enquanto que no ano 20 é considerado o RODi adicionado ao VOI-20 do empreendimento, que leva a TIR para 10,79, contra uma TIR de 9% caso não fosse considerado o VOI-20, ambas a.a. equivalente efetiva, acima do IPC-A.

Tabela 5 - Cálculo da TIR na locação BTS

	Fluxo sem VOI-20			Fluxo com VOI-20		
Ano	Investimento	Retorno	Fluxo I/R	Investimento	Retorno	Fluxo I/R
			TIR = 9,00%			TIR = 10,79%
-	(55.830)	-	(55.830)	(55.830)	-	(55.830)
1	-	6.190	6.190	-	6.190	6.190
2	-	6.190	6.190	-	6.190	6.190
3	-	6.190	6.190	-	6.190	6.190
4	-	6.190	6.190	-	6.190	6.190
5	-	6.190	6.190	-	6.190	6.190
6	-	6.190	6.190	-	6.190	6.190
7	-	6.190	6.190	-	6.190	6.190
8	-	6.190	6.190	-	6.190	6.190
9	-	6.190	6.190	-	6.190	6.190
10	-	6.190	6.190	-	6.190	6.190
11	-	6.190	6.190	-	6.190	6.190
12	-	6.190	6.190	-	6.190	6.190
13	-	6.190	6.190	-	6.190	6.190
14	-	6.190	6.190	-	6.190	6.190
15	-	6.190	6.190	-	6.190	6.190
16	-	5.571	5.571	-	5.571	5.571
17	-	5.571	5.571	-	5.571	5.571
18	-	5.571	5.571	-	5.571	5.571
19	-	5.571	5.571	-	5.571	5.571
20	-	5.571	5.571	-	54.857	54.857

Assim, a TIR da Angélica, consideradas as arbitragens realizadas, corresponde a 10,79% a.a., equivalente efetiva, acima do IPCA. Como se vê, a TIR é superior à TAI arbitrada para o Ciclo de Operação, uma vez que seu nível de exposição (55.830 R$ mil) é menor que o valor do empreendimento pronto para operar (81.483 R$ mil).

O *payback* ou prazo de recuperação dos investimentos é um indicador da qualidade do investimento que procura expressar o prazo em que o recurso imobilizado no ambiente de um empreendimento retorna ao ambiente do SGI, via retorno. O Gráfico 1 abaixo demonstra a evolução da TIR e, consequentemente, em que anos se dá o *payback* no empreendimento ocupado pelo Hospital Sabará. Referido gráfico demonstra também o grau de relevância do VOI-20 na formação da TIR.

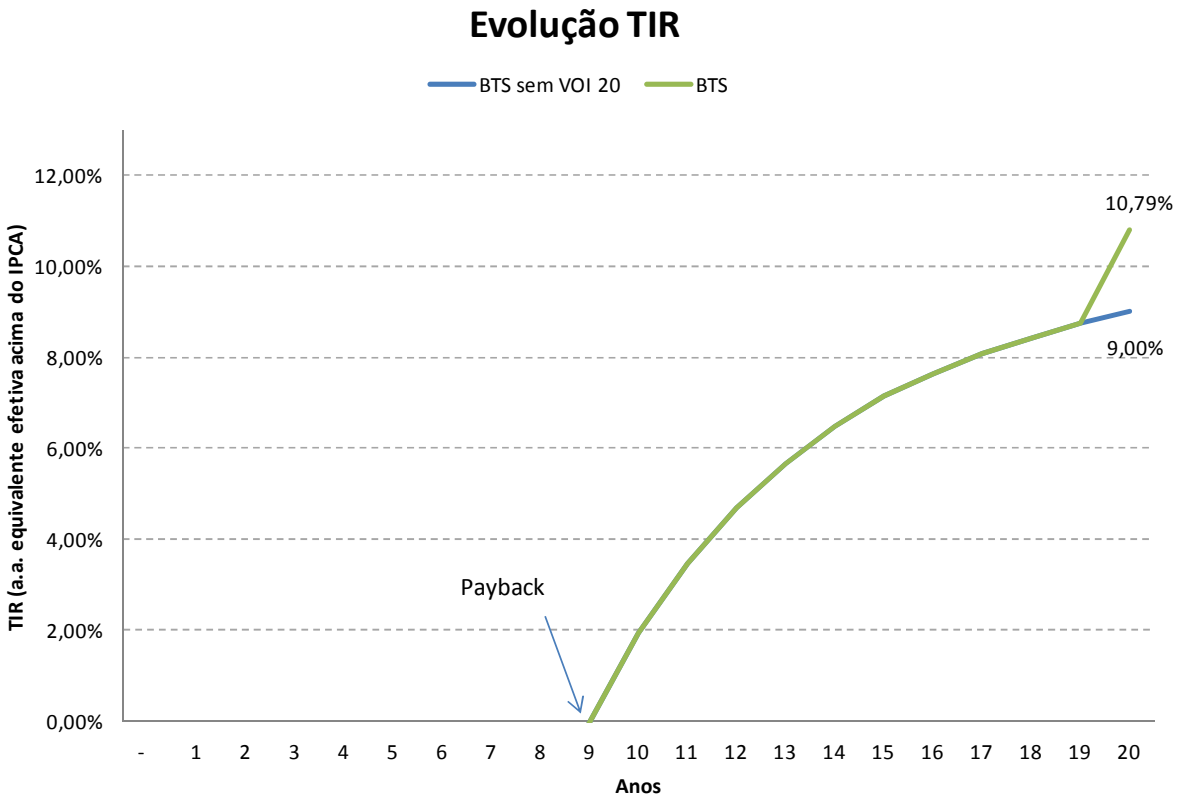

Gráfico 1 - Evolução da TIR no estudo de caso do Hospital Sabará

Nota-se que a evolução da TIR no BTS demonstra um crescimento ao longo dos anos, sem haver quedas, sendo que no ano 19/20, há um crescimento acentuado da TIR, em vista da consideração do VOI-20. O *payback* sem remuneração ("seco") do BTS se dá no ano 9. A tabela que demonstra o crescimento detalhado da TIR ao longo dos diferentes anos do Ciclo de Operação consta do Anexo 3.

O prazo *duration* do empreendimento advém da seguinte equação:

Equação 4 - Cálculo do *Duration*

$$Duration = \frac{\sum_{k=1}^{co} \frac{RODi}{(1+TIR)^k} . k}{Ik}$$

Onde:
co: extensão do Ciclo de Operação;
k: contador de tempo; e
Ik: fluxo de recursos aplicado pelo empreendedor em dado empreendimento.

Aplicando-se referida Equação 4, o *duration* é de 6,09 anos.

O Lastro para exposição é o valor do empreendimento em relação ao nível de exposição do empreendedor e corresponde à divisão da somatória do VOI-0 pelo EXP. Vale destacar que o investimento mostra segurança quanto o Lastro é maior ou igual a 1. A Tabela 6 indica o lastro no empreendimento. Como leciona Alencar (2011), quando a TIR é maior que TATs, significa que EXP é decrescente, pois RODi tem o potencial de conferir renda à taxa TIR maior do que TATs, que ajusta o nível de exposição, de forma que o EXP se esgotará quando ocorrer o *payback*.

Tabela 6 - Cálculo do Lastro

LASTRO	
VOI-0	$ 81.483
Exp	$ 55.830
Lastro	1,46

Os indicadores referidos acima refletem a qualidade do investimento no empreendimento e cumprem o papel de orientar o empreendedor na decisão de investir ou não, na medida em que são hierarquizadas as oportunidades de investimento.

5.9. Análise de Riscos

Segundo Rocha Lima (2004):

> Os riscos no desenvolvimento de um empreendimento existem porque as decisões são tomadas diante de expectativas de comportamento. Essas expectativas de comportamento é que

> permitem, no Ciclo de Planejamento, fazer medidas simuladas de desempenho, que levam aos indicadores usados para mostrar a qualidade do empreendimento. O processo de simulação implica na construção de cenário referencial, que faz a imagem de comportamento de um conjunto de variáveis no Ciclo Operacional do empreendimento. Essas variáveis, quando o empreendimento efetivamente estiver em operação, poderão fugir do comportamento esperado, desviando a qualidade para pior do que esperado. Esta possibilidade é que configura que os investimentos têm risco. Sintetizando: os investimentos têm riscos porque as decisões de fazer são tomadas usando padrões de comportamento e desempenho esperados, que podem não se concretizar, na medida em que o empreendedor não é capaz de deter totalmente o controle do comportamento das variáveis estruturais e sistêmicas (do ambiente de mercado e da economia) que interferem na operação.

O risco é uma possibilidade de desvio do patamar de qualidade e pode ser definido como a capacidade de prejudicar a qualidade do empreendimento. Assim, os riscos se identificam pela medida de impacto das incertezas de comportamento na qualidade do investimento.

Conforme definição do Guia PMBOK, o gerenciamento de riscos de um empreendimento é o processo sistemático de identificação, análise e respostas aos riscos do empreendimento. Isso inclui maximizar a probabilidade e as consequências de eventos positivos e minimizar a probabilidade e consequências que eventos adversos possam trazer aos objetivos do empreendimento.

Cada investimento em EBI é vultoso, de ciclo longo e apresenta alta rigidez. Com essas características, é recomendável que sejam feitas análises de risco incisivas para apoiar a decisão dos investidores. Como no processo de planejamento são levadas em consideração expectativas e não certezas, serão realizadas análises de risco e de sensibilidade, por meio de distorções das variáveis do cenário que podem ser influenciadas pelas previsões legais contidas na Lei 12.744/12 a fim de avaliar impacto nos indicadores, ocasião em que poderão ser determinadas condições limites com as quais o decisor está disposto a conviver durante a evolução do empreendimento. Para realização dessas análises, serão adotados modelos dedicados, que permitem certo grau de liberdade.

Portanto, a análise de risco consiste na medida de sensibilidade na qualidade do empreendimento, servindo como indicador da capacidade de suporte do empreendimento. A análise de risco é importante para [i] identificar para quais variáveis o empreendimento é mais sensível; [ii] identificar condições limite, ou seja a capacidade de suporte; e [iii] identificar a

capacidade de sustentação dos resultados a partir de distorções possíveis de ocorrer na realidade, de forma a possibilitar a verificação da estabilidade dos resultados gerados.

Nas locações BTS, são relativizados os riscos comuns aos EBIs. Como destaca Rocha Lima (2011):

> A remuneração do investimento será verificada com o tempo, com maior ou menor grau de distorção frente às expectativas do investidor quando se imobilizou no empreendimento. Há EBIs de fluxo de renda mais protegidos, como é o caso das locações BTS.

Ainda de acordo com Rocha Lima (2011), nos negócios BTS, por exemplo, são traçados cenários com elevado grau de certeza, na medida em que sustentam receitas definidas pelo ciclo de vida do empreendimento.

Complementando, Rocha Lima (2011) explica que a leitura sobre risco de cada investimento se apoia na visão de mercado competitivo adiante e em aspectos formais encontrados em contratos, se resultarem em rendas vestidas de garantias contratuais. A esse respeito, como já mencionado, interessante destacar que as locações BTS sofrem menos com possíveis dificuldades de inserção do empreendimento no mercado competitivo, uma vez que as locações já são celebradas antes mesmo da construção do empreendimento e, normalmente, contam com robustas garantias contratuais. Nesse sentido, vale destacar que algumas variáveis, como taxa de ocupação, são relativizadas na análise de riscos de locações BTS.

Por fim, vale destacar que a probabilidade de variação do aluguel em casos de locações BTS, que já era remota antes da publicação da Lei 12.744/12, foi ainda mais minimizada. Da mesma forma, após a vigência de referida legislação, é possível estabelecer indenizações elevadas no caso de rescisão antecipada do Locatário em locações BTS. Tudo isso diminui os riscos de EBI estruturados sob essa modalidade.

Neste estágio do trabalho cabe uma ressalva do autor. As análises de sensibilidade tratadas adiante e o estudo de caso abordado são utilizados exclusivamente com o intuito de ilustrar os riscos de possíveis impactos financeiro-econômicos relacionados à Lei 12.744/12 em casos BTS análogos, não havendo qualquer concordância do autor em relação à possibilidade de ocorrência de eventual desconsideração da operação BTS, muito pelo contrário. Dessa forma,

o estudo de caso pretende destacar as situações que antes eram muito bem fundamentadas pela legislação e doutrina e que agora têm expressa previsão legal (renúncia à Ação Revisional e cobrança de penalidades elevadas no caso de rescisão antecipada pelo Locatário), de forma que a insegurança jurídica que rondava esse tipo de operação na ótica de determinados *players* foi eliminada com a publicação da Lei 12.744/12. Isso porque, apesar de a possibilidade de desconsideração de uma operação BTS ser tida como remota, a inexistência de uma legislação específica representava risco ao investimento.

Nas análises de risco a seguir indicadas, adotou-se o critério de cores indicado na Figura 11 a seguir para melhor visualização da capacidade de sustentação da rentabilidade e da segurança do investimento entre fronteiras que o investidor entende como atrativas e aceitáveis.

Taxas de retorno < TAS (7,5%)	
Taxas de retorno >TAS (7,5%) e <TAI (8,5%)	
Taxas de retorno >TAI (8,5%)	

Figura 11 - Cores indicativas das fronteiras de sustentação

5.9.1. Análise de sensibilidade da variação do aluguel ao término do Contrato de Locação

A fim de examinar o grau de impacto da variação do valor de aluguel ao término do Contrato de Locação com o Hospital Sabará, foi realizada uma análise de sensibilidade que avalia um desconto no aluguel de até 40% a partir do término do ano 15 e respectivo impacto na taxa de retorno do investimento. O Gráfico 2 a seguir indica os resultados desta análise:

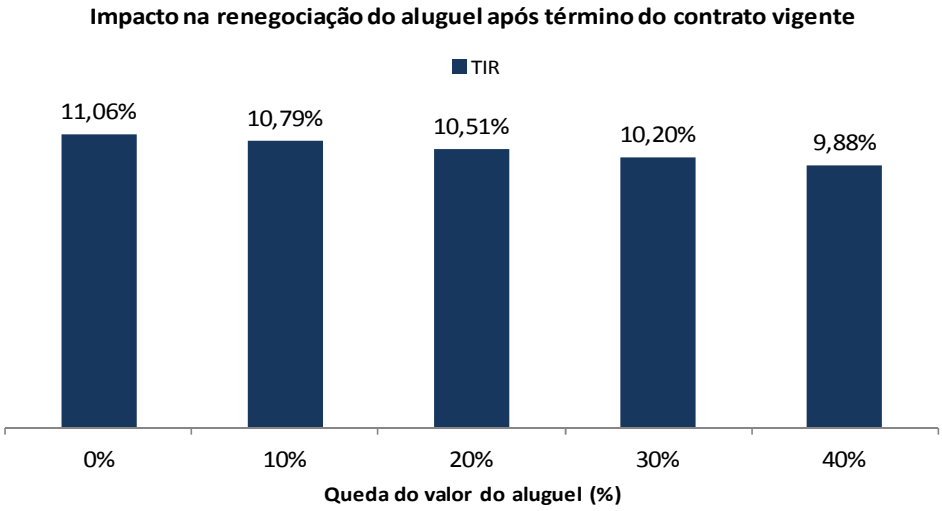

Gráfico 2 - Impacto na taxa de retorno gerado por eventual desconto no valor de aluguel a partir do ano 15

Como se vê, os RODis que são recebidos após o ano 15 têm pouca relevância na formação da TIR, de forma que um desconto de 40% a partir do ano 15 iria repercutir numa TIR de 9,88%, contra uma TIR de10,79% caso o desconto seja de 10% no aluguel, ambas a.a., equivalente efetiva, acima do IPCA.

5.9.2. Análise de sensibilidade na hipótese de eventual Ação Revisional

Como examinado no Capítulo 3, item 3.4, antes mesmo da publicação da Lei 12.744/12, já era defensável a renúncia à possibilidade de pleitear a Ação Revisional pelas partes contratantes, existindo inclusive jurisprudência favorável a essa renúncia. Contudo, considerando a possibilidade de outros juízes analisarem o assunto de forma diferente, muito embora a possibilidade fosse bastante remota, vale verificar qual seria o impacto de uma Ação Revisional nos indicadores de qualidade do empreendimento utilizado como base para tais análises.

A Tabela 7 a seguir demonstra que, caso houvesse uma Ação Revisional de aluguel que repercutisse em diminuição do valor de aluguel, arbitrada de 10% a 40% de desconto, naturalmente haveria queda da TIR que, no cenário referencial, corresponde a 10,79%. a.a. equivalente efetiva, acima do IPCA. Ainda, são avaliados os impactos em diferentes anos.

Tabela 7 - Impacto da Ação Revisional no retorno do estudo de caso do Hospital Sabará

BTS	Impacto			
TRR =10,79%	10%	20%	30%	40%
Ano da revisional 4	9,9%	9,0%	7,9%	6,8%
6	10,1%	9,3%	8,5%	7,5%
8	10,2%	9,6%	8,9%	8,2%
10	10,3%	9,8%	9,3%	8,7%
12	10,4%	10,0%	9,6%	9,2%
14	10,5%	10,2%	9,9%	9,5%

Interessante notar que, com o passar dos anos, o impacto da Ação Revisional é menor, o que corrobora o entendimento de que o fluxo de renda no início do Ciclo de Operação é mais relevante na formação da TIR do que o fluxo de renda disponível após alguns anos.

Vale lembrar que, após a publicação da Lei 12.744/12, há previsão legal expressa sobre a possibilidade de renúncia à Ação Revisional nas operações BTS, de forma que o risco apontado na Tabela 7 foi legalmente eliminado.

5.9.3. Análise de sensibilidade na hipótese de rescisão contratual

Como mencionado no item 5.5.2, o Hospital Sabará não pode rescindir unilateralmente o Contrato de Locação durante o prazo da locação, em conformidade com o disposto no parágrafo único do art. 473 do Código Civil, exceto mediante o pagamento da Indenização (definida no próximo parágrafo).

Caso o Sabará rescinda voluntária e unilateralmente o Contrato de Locação, o Hospital Sabará deve pagar à Angélica, a título de perdas e danos pré-fixados, tendo em vista a natureza personalíssima da contratação e a singularidade de seus termos e condições, a “Indenização”, que consiste dos seguintes valores:

(i) valores do aluguel vencidos e não pagos, devidamente atualizados *pro rata temporis* pelo IPCA/IBGE, acrescidos de multas contratuais, se houver, e demais valores devidos e não pagos nos termos do Contrato de Locação; ou

(ii) o valor presente dos valores do aluguel vincendos, devidamente atualizados *pro rata temporis* pelo IPCA/IBGE, descontados à taxa anual de 12,75%.

A fim de avaliar os impactos de uma rescisão contratual antecipada por parte do Hospital Sabará, foram arbitradas algumas situações relacionadas à rescisão antecipada, conforme demonstradas na Tabela 8. Nesse sentido, é demonstrado o que aconteceria caso houvesse uma rescisão contratual por parte do Hospital Sabará no final do ano 5, sendo necessário investir 15.000 R$ mil em reformas no Imóvel no ano seguinte da rescisão, dada sua especificidade e a possibilidade de utilização para destinação distinta, e houvesse um novo inquilino disposto a alugar o imóvel, porém pretendendo pagar um aluguel 30% inferior àquele pago pelo Hospital Sabará. Nessa situação, também foi considerada uma vacância de 1 ano, afinal, se o inquilino deixar o imóvel, pode ser difícil encontrar um substituto, dadas as especificidades de edifícios que abrigam hospitais. Vale destacar que os dados acima foram arbitrados pelo autor para fins de avaliação de cenários de risco, não sendo objetivo esmiuçar neste trabalho as referidas arbitragens, mas sim verificar o impacto de variáveis no retorno do empreendimento.

Tabela 8 – Dados arbitrados para análise de sensibilidade na hipótese de rescisão contratual do Hospital Sabará

Rescisão	
Ano da rescisão	5º ano
Prazo de absorção	1 ano
Porcentagem de desconto	30%
Valor da reforma	15.000 R$ mil
Ano da reforma	6º ano

Considerando esses dados arbitrados, o empreendimento ficaria com a seguinte configuração:

Tabela 9 - Estudo rescisão do Hospital Sabará e respectivos impactos com cobrança de alugueis vincendos em caso de rescisão antecipada

Estudo - Rescisão com minimização dos riscos após lei 12.744/12												
Ano	EXP	RODi BTS	Indenização	Reforma	RODi após rescisão	VOI-20	Movimento Anual	Fluxo de Caixa	Investimento	Fluxo após investimento	Retorno	Fluxo I/R
												TRR =11,13%
0	(55.830)						(55.830)	(55.830)	(55.830)	-	-	(55.830)
1		6.190	-	-	-	-	6.190	(49.640)	-	6.190	(6.190)	6.190
2		6.190	-	-	-	-	6.190	(43.451)	-	12.380	(6.190)	6.190
3		6.190	-	-	-	-	6.190	(37.261)	-	18.570	(6.190)	6.190
4		6.190	-	-	-	-	6.190	(31.071)	-	24.760	(6.190)	6.190
5		6.190	36.092	-	-	-	42.282	11.211	-	67.041	(27.282)	27.282
6		-	-	(15.000)	-	-	(15.000)	(3.789)	-	52.041	-	-
7		-	-	-	4.333	-	4.333	544	-	56.374	(4.333)	4.333
8		-	-	-	4.333	-	4.333	4.877	-	60.707	(4.333)	4.333
9		-	-	-	4.333	-	4.333	9.210	-	65.040	(4.333)	4.333
10		-	-	-	4.333	-	4.333	13.543	-	69.373	(4.333)	4.333
11		-	-	-	4.333	-	4.333	17.876	-	73.706	(4.333)	4.333
12		-	-	-	4.333	-	4.333	22.208	-	78.039	(4.333)	4.333
13		-	-	-	4.333	-	4.333	26.541	-	82.372	(4.333)	4.333
14		-	-	-	4.333	-	4.333	30.874	-	86.705	(4.333)	4.333
15		-	-	-	4.333	-	4.333	35.207	-	91.038	(4.333)	4.333
16		-	-	-	4.333	-	4.333	39.540	-	95.370	(4.333)	4.333
17		-	-	-	4.333	-	4.333	43.873	-	99.703	(4.333)	4.333
18		-	-	-	4.333	-	4.333	48.206	-	104.036	(4.333)	4.333
19		-	-	-	4.333	-	4.333	52.539	-	108.369	(4.333)	4.333
20		-	-	-	4.333	38.334	42.667	95.206	-	151.036	(42.667)	42.667

Primeiramente, há necessidade de aporte do investidor equivalente ao EXP (55.830 R$ mil). Do ano 1 ao 5, há recebimento do RODi, o qual é interrompido a partir do ano 6 em vista da rescisão contratual. Assim, no final do ano 5 há recebimento da Indenização no montante de 36.092 R$ mil, que representa o valor presente dos valores de aluguel vincendos, descontados à taxa anual de 12,75%. No ano seguinte (ano 6), é necessário investir 15.000 R$ mil em reformas no Imóvel. Do sétimo ano ao décimo quinto, haveria recebimento de aluguel de outro inquilino, com 30% de desconto, perfazendo o aluguel anual de 4.333 R$ mil. Neste cenário, o VOI-20 diminui de 49.286 R$ mil do cenário referencial para 38.334 R$ mil, uma queda considerável em vista da diminuição do fluxo de RODi que tem relação direta na formação do VOI-20, conforme pode ser analisado na Equação 3. Porém, como se vê, na aludida situação a taxa de retorno do empreendimento seria 11,13%, contra 10,79% do cenário referencial, ambas a.a., equivalentes efetivas, acima do IPCA. Portanto, mesmo considerando os riscos e investimentos decorrentes a serem realizados pelo Locador, os impactos prejudiciais na rentabilidade são amortecidos pelo recebimento da Indenização.

Conforme mencionado no item 3.7 do Capítulo 3, caso não se tratasse de uma locação BTS ou ainda caso uma operação BTS fosse desconsiderada para que fossem utilizadas penalidades aplicáveis em locações típicas, o que, embora fosse remoto, poderia ocorrer antes da publicação da Lei 12.744/12, em caso de rescisão contratual antecipada pelo Locatário seria aplicável somente uma multa contratual provavelmente equivalente a 3 alugueis mensais reduzida proporcionalmente ao tempo transcorrido do contrato. Neste cenário de risco

existente antes da Lei 12.744/12, caso ocorresse uma rescisão contratual por parte do Locatário no ano 5 de operação, consideradas as demais arbitragens no que se refere a prazo de absorção, necessidade de reforma e desconto no novo aluguel, o empreendimento ficaria com a seguinte configuração.

Tabela 10 - Estudo rescisão do Hospital Sabará e respectivos impactos com aplicação de multa de 3 alugueis em caso de rescisão antecipada

Estudo - Rescisão com riscos existentes antes da lei 12.744/12												
Ano	EXP	RODi BTS	Multa	Reforma	RODi após rescisão	VOI-20	Movimento Anual	Fluxo de Caixa	Investimento	Fluxo após investimento	Retorno	Fluxo I/R
												TRR =5,88%
0	(55.830)						(55.830)	(55.830)	(55.830)	-	-	(55.830)
1		6.190	-	-	-	-	6.190	(49.640)	-	6.190	(6.190)	6.190
2		6.190	-	-	-	-	6.190	(43.451)	-	12.380	(6.190)	6.190
3		6.190	-	-	-	-	6.190	(37.261)	-	18.570	(4.086)	4.086
4		6.190	-	-	-	-	6.190	(31.071)	-	24.760	-	-
5		6.190	516	-	-	-	6.706	(24.365)	-	31.465	-	-
6		-	-	(15.000)	-	-	(15.000)	(39.365)	-	16.465	-	-
7		-	-	-	4.333	-	4.333	(35.032)	-	20.798	(4.333)	4.333
8		-	-	-	4.333	-	4.333	(30.699)	-	25.131	(4.333)	4.333
9		-	-	-	4.333	-	4.333	(26.366)	-	29.464	(4.333)	4.333
10		-	-	-	4.333	-	4.333	(22.033)	-	33.797	(4.333)	4.333
11		-	-	-	4.333	-	4.333	(17.700)	-	38.130	(4.333)	4.333
12		-	-	-	4.333	-	4.333	(13.367)	-	42.463	(4.333)	4.333
13		-	-	-	4.333	-	4.333	(9.034)	-	46.796	(4.333)	4.333
14		-	-	-	4.333	-	4.333	(4.702)	-	51.129	(4.333)	4.333
15		-	-	-	4.333	-	4.333	(369)	-	55.462	(4.333)	4.333
16		-	-	-	4.333	-	4.333	3.964	-	59.795	(4.333)	4.333
17		-	-	-	4.333	-	4.333	8.297	-	64.128	(4.333)	4.333
18		-	-	-	4.333	-	4.333	12.630	-	68.460	(4.333)	4.333
19		-	-	-	4.333	-	4.333	16.963	-	72.793	(4.333)	4.333
20		-	-	-	4.333	38.334	42.667	59.630	-	115.460	(42.667)	42.667

Como se vê, a TIR do empreendimento teria uma queda bastante relevante, de 10,79% para 5,88%, ambas a.a., equivalentes efetivas, acima do IPCA, em vista do não recebimento da Indenização de 36.092 R$ mil, havendo somente o recebimento de uma multa de 516 R$ mil, equivalente à penalidade de 3 alugueis mensais reduzida proporcionalmente ao tempo transcorrido do contrato de locação.

A Tabela 11 e a Tabela 12 a seguir demonstram a variação da TIR, respectivamente, em diferentes cenários de necessidade de custos de reforma combinados com descontos no novo aluguel que seria cobrado do futuro inquilino (mantidas constantes as arbitragens referentes ao ano de rescisão e prazo de absorção), bem como nos cenários de variação do ano de rescisão concatenados com diferentes prazos de absorção (mantidas constantes as arbitragens referentes ao custo de reforma e desconto no novo aluguel). Além disso, são demonstradas as diferenças de possíveis impactos antes e depois da Lei 12.744/12.

Tabela 11 - Rescisão Hospital Sabará - Variação do desconto do novo aluguel e do custo de reforma, considerados os riscos antes e depois da Lei 12.744/12

Estudo - Rescisão com os riscos após lei 12.744/12

			Desconto no aluguel de referência				
		11,13%	10,0%	20,0%	30,0%	40,0%	50,0%
Custo da reforma	-	10.000,00	13,3%	12,7%	11,9%	11,1%	10,2%
	-	15.000,00	12,6%	11,9%	11,1%	10,3%	9,3%
	-	20.000,00	11,9%	11,1%	10,3%	9,5%	8,5%
	-	25.000,00	11,1%	10,4%	9,6%	8,6%	7,6%
	-	30.000,00	10,4%	9,7%	8,8%	7,9%	6,8%
	-	35.000,00	9,7%	8,9%	8,1%	7,1%	6,0%

Estudo - Rescisão com os riscos antes da lei 12.744/12

			Desconto no aluguel de referência				
		5,88%	10,0%	20,0%	30,0%	40,0%	50,0%
Custo da reforma	-	10.000,00	8,3%	7,5%	6,6%	5,6%	4,4%
	-	15.000,00	7,6%	6,8%	5,9%	4,8%	3,6%
	-	20.000,00	7,0%	6,1%	5,2%	4,1%	2,9%
	-	25.000,00	6,3%	5,5%	4,5%	3,5%	2,3%
	-	30.000,00	5,7%	4,8%	3,9%	2,9%	1,7%
	-	35.000,00	5,2%	4,3%	3,4%	2,3%	1,1%

O Gráfico 3 a seguir sintetiza a faixa de variação da TIR na ocorrência dos fatores acima mencionados na Tabela 11 acima.

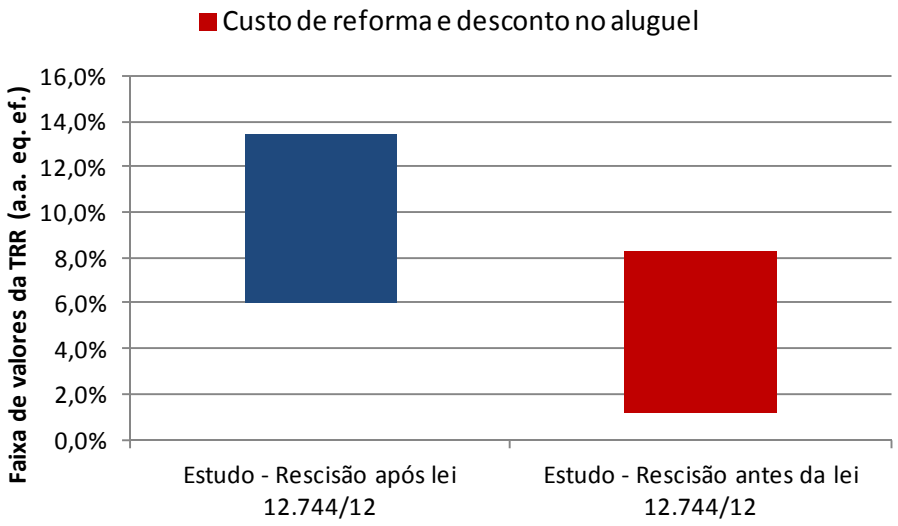

Gráfico 3 - Variação do custo de reforma e do desconto no aluguel e faixa de variação da TIR, considerados os riscos existentes antes e depois da Lei 12.744/12

Tabela 12 - Rescisão Hospital Sabará - Variação do ano de rescisão e do prazo de absorção

Estudo - Rescisão com os riscos após lei 12.744/12

		Ano da rescisão				
	11,13%	3	6	9	12	14
Prazo absorção	1	11,9%	10,8%	10,2%	9,6%	9,2%
	2	11,1%	10,3%	9,8%	9,3%	9,0%
	3	10,4%	9,9%	9,4%	9,0%	8,7%

Estudo - Rescisão com os riscos antes da lei 12.744/12

		Ano da rescisão				
	5,88%	3	6	9	12	14
Prazo absorção	1	5,1%	6,3%	7,4%	8,4%	8,9%
	2	4,7%	5,8%	7,0%	8,0%	8,6%
	3	4,2%	5,3%	6,6%	7,7%	8,4%

O Gráfico 4 a seguir demonstra a faixa de variação da TIR na ocorrência das conturbações acima mencionadas na Tabela 12.

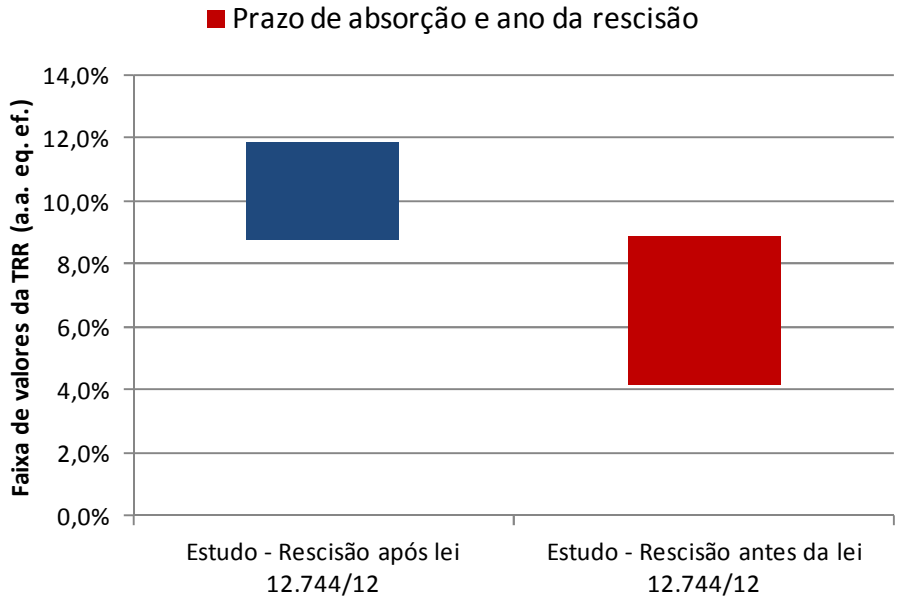

Gráfico 4 - Variação do prazo de absorção e do ano de rescisão e faixa de variação da TIR, considerados os riscos existentes antes e depois da Lei 12.744/12

Como se depreende das análises acima ilustradas, embora a possibilidade fosse remota, os impactos decorrentes de uma eventual rescisão antecipada de locações BTS que pudessem ser desconsideradas antes da publicação da Lei 12.744/12 são bastante prejudiciais para a qualidade do empreendimento.

Por outro lado, fica demonstrado que uma rescisão antecipada por parte do Locatário em operações BTS referendadas pela Lei 12.744/12 pode ser interessante para o Locador, uma vez que, em alguns casos, aumenta sua taxa de retorno, mesmo tendo que realizar reformas, ficar com o imóvel vago e oferecer um desconto ao potencial novo inquilino. Isso se deve ao impacto da Indenização no fluxo do Locador, o que pode ser visto como uma espécie de antecipação de recebíveis.

Com relação à variação exclusivamente quanto ao ano de rescisão, mantidas constantes as demais arbitragens referentes a prazo de absorção, porcentagem de desconto no novo aluguel, valor da reforma e ano da reforma, os impactos na TIR podem ser avaliados no Gráfico 5[45] abaixo.

[45] Os números exatos da TIR e a tabela que originou este gráfico podem ser vistos no Anexo 4 ao presente trabalho.

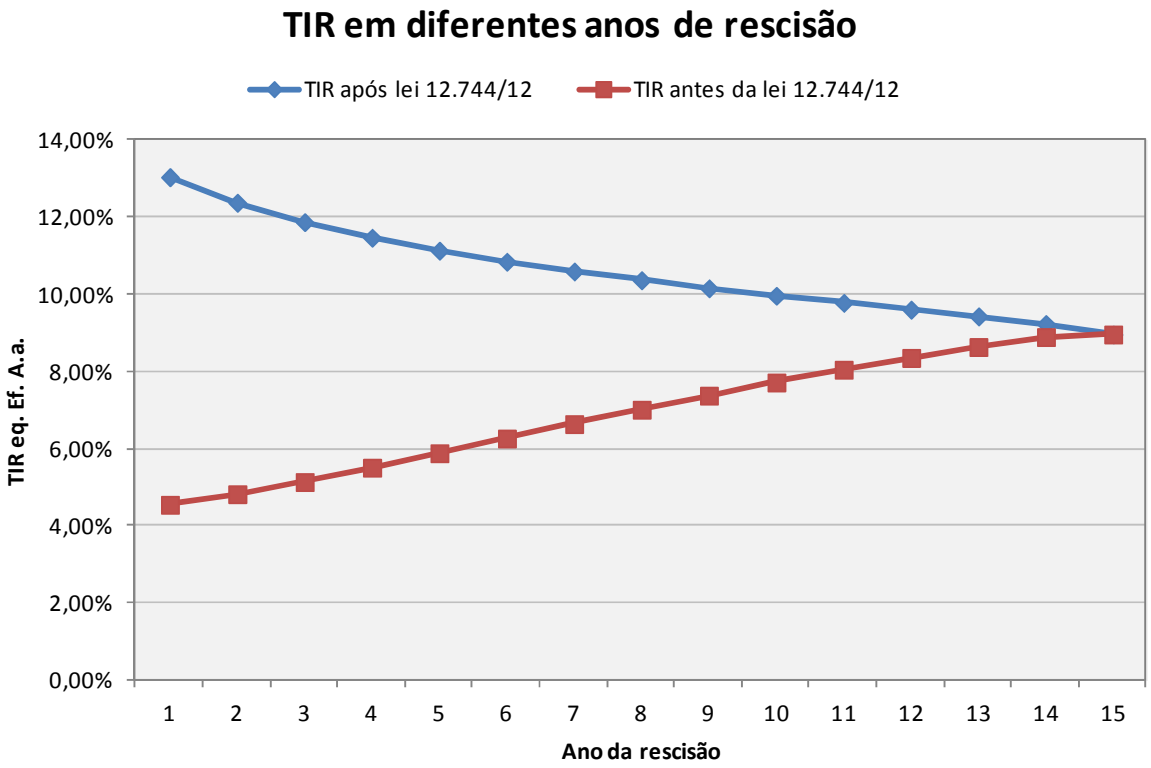

Gráfico 5 - TIR em diferentes anos de rescisão

Como se vê, quanto antes ocorre a rescisão em cenários de segurança jurídica quanto ao recebimento de indenizações elevadas devidas pelo Locatário em caso de rescisão antecipada, o que ocorre após a Lei 12.744/12, melhor o retorno do Locador, uma vez que é maior o número de alugueis vincendos que serão pagos pelo Locatário a título de Indenização.

Por outro lado, quando se trata de situações em que a locação BTS pode ser desconsiderada e serem aplicáveis multas usuais aos contratos de locação típica, o que, embora a probabilidade fosse remota, poderia ocorrer antes da Lei 12.744/12, quanto antes ocorre a rescisão contratual, pior é a taxa de retorno do Locador, uma vez que, na análise arbitrada, ocorre a interrupção temporária no recebimento do RODi, o qual sofre uma diminuição para nova inserção do empreendimento no mercado, bem como a multa recebida é baixíssima em comparação à Indenização cobrada nas locações BTS.

6. CONCLUSÕES

Os contratos BTS estão sendo largamente difundidos no mercado de *real estate* brasileiro, sendo certo que sua utilização já aparece em diferentes setores, como comercial, industrial, hospitalar, educacional e corporativo.

Algumas corporações vêm adotando o BTS como solução para a estratégia de não imobilizar capital em ativos imobiliários, em vista principalmente dos seguintes fatores: [i] diminuição da base de ativos, quando ocorre desmobilização, gerando melhores índices de retorno aos acionistas, de indicadores financeiros, de indicadores de liquidez e da percepção de risco da empresa pelo mercado; [ii] liberação ou não comprometimento de caixa, evitando endividamento e canalizando o capital para operações estratégicas e atividades fim; [iii] desembolso diluído pelo período do contrato; [iv] redução de impostos a pagar, já que os alugueis podem ser contabilizados como despesas, implicando redução do imposto de renda; [v] localização ideal do ativo, sem necessidade de fazer adequações ao imóvel; [vi] concentração de energias e recursos em seu *core busines*; [vii] estabilidade de alugueis em razão da renúncia à Ação Revisional, de forma que caso o mercado fique mais aquecido e o valor do aluguel defasado, não será possível para o Locador pleitear a ação revisional; e [viii] controle operacional no uso do espaço e imóvel customizado, atendendo todas as especificidades fornecidas pelo Locatário.

Internacionalmente, prevalece a decisão das empresas de não serem proprietárias dos imóveis por si ocupados. Caso as práticas internacionais sejam importadas em definitivo para o Brasil, as locações BTS serão ainda mais frequentes no ambiente de *real estate* local. Isso deve ser fomentado pela evolução legislativa de dezembro de 2012 no que diz respeito à previsão das locações BTS no ordenamento jurídico brasileiro, uma vez que determinados *players* ainda enxergavam a ausência de legislação específica como sendo um aspecto de insegurança jurídica.

A segurança das disposições contratuais é imprescindível para o avanço do mercado de *real estate* e difusão ainda maior das operações BTS. Com a publicação da Lei 12.744/12, as partes podem livremente estabelecer as cláusulas contratuais que irão reger seu relacionamento. Com isso, as principais inseguranças jurídicas foram eliminadas com a

publicação da referida legislação, de forma que não são mais questionáveis as disposições principais que sustentam as operações BTS, quais sejam, [i] a impossibilidade de caracterização de uma locação típica, [ii] a possibilidade de renúncia à Ação Revisional e [iii] a possibilidade de cobrança pelo Locador de uma penalidade equivalente aos alugueis vincendos em caso de rescisão antecipada do contrato pelo Locatário. Portanto, o Locatário deverá cumprir um período mínimo de ocupação do imóvel locado e pagar o aluguel estipulado, os quais constituem elementos essenciais para viabilizar as operações BTS.

Na ótica do Locador, um fator fundamental na decisão pelo investimento é que nas locações BTS a demanda antecede à oferta, diferentemente do que ocorre nas locações típicas, possibilitando, dessa forma, uma espécie de "trava" do cenário referencial. Assim, as locações BTS têm o benefício de não estarem sujeitas à arbitragem de penetração no mercado uma vez que a locação já existe no momento em que são iniciados os investimentos. Uma vez que os alugueis não podem ser objeto de Ação Revisional e há penalidades bastante elevadas nos casos de rescisão antecipada por parte do Locatário, os riscos dos "vazios" são minimizados. Com isso, são relativizadas as incidências de custos operacionais, de vacâncias e de custos para relocar.

Além disso, os alugueis relacionados às locações BTS, em razão principalmente de sua característica de homogeneidade e segurança oferecida por garantias usualmente robustas, podem servir como lastro para securitização de recebíveis, que representa uma forma alternativa de captação ou alavancagem, tornando o mercado imobiliário mais dinâmico.

O estudo de caso demonstrou uma operação de SLB, com BTS caracterizado pela reforma substancial do Imóvel, seguido se securitização de recebíveis, demonstrando a sofisticação cada vez maior das operações do mercado de *real estate*. Ficou evidenciado como era feita uma estruturação de um BTS anteriormente ao advento da Lei 12.744/12, buscando indicar quais são as diferenças com relação às operações BTS estruturadas posteriormente à referida legislação. Além disso, foi feita uma avaliação das diferenças quanto à qualidade do investimento e riscos atinentes às locações BTS antes e após a Lei 12.744/12. Dessa forma, o estudo de caso destacou as situações que antes eram muito bem fundamentadas pela legislação e doutrina e que agora têm expressa previsão legal (renúncia à Ação Revisional e cobrança de penalidades elevadas no caso de rescisão antecipada pelo Locatário), de forma

que a insegurança jurídica que rondava esse tipo de operação na ótica de determinados *players* foi eliminada com a publicação da Lei 12.744/12.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADUAN, Clarisse Etcheverry de Arruda Gomes. **Análise do Valor Ajustado para Empreendimentos de base imobiliária com renda comprometida**. Monografia (MBA em Gerenciamento de Empresas e Empreendimentos na Construção Civil, com ênfase em Real Estate) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

Associação dos Registradores Imobiliários de São Paulo (ARISP). O Sistema de Visualização de Matrícula - **Matrícula Online** - foi desenvolvido nos termos do § 2º do art. 16 e do Parágrafo único do art. 17 (inserido pela Lei 11.977/2009), ambos da Lei 6.015/1973, c.c. o item 15 da Tabela de Custas e Emolumentos do Estado de São Paulo (Lei Estadual 11.331/2002, com as alterações introduzidas pela Lei 13.290/2008). Disponível em: <http://www.arisp.com.br/>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

Associação dos Notários e Registradores do Estado de São Paulo (Anoreg). **Tabelas de Emolumentos**. Disponível em: <http://www.anoregsp.org.br>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

Brasil. Banco Central do Brasil. **Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.689 de 16 de janeiro de 2000.** Dispõe sobre aplicações de investidor não residente nos mercados financeiro e de capitais. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=2000&numero=2689>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____. Banco Central do Brasil. **Resolução nº 3.932 de 16 de dezembro de 2010.** Altera e consolida as normas sobre direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Disponível em:<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=2010&numero=3932>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____. Banco Central do Brasil. **Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) n˚1.779 de 20 de dezembro de 1990.** Dispõe sobre a obrigatoriedade de registro no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC) e no sistema de registro e de Liquidação

Financeira de Títulos (CETIP). Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1990/pdf/res_1779_v1_o.pdf>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____.Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 400 de 29 de dezembro de 2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988.. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº. 409, de 18 de agosto de 2004**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n˚ 414 de 30 de dezembro de 2004**. Dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br> . Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM nº 476 de 16 de janeiro de 2009**. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer CVM /PJU n˚ 002/01 e Processo CVM RJ 2001/1981**. Consulta acerca da possibilidade de emissão de CRIs, nos termos da Lei 9.514/97 e da Instrução CVM 284/98, lastreados em créditos oriundos de contrato de construção e locação. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/resp.asp?File=2002-020D14052002.htm>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____. Prefeitura de São Paulo. **Decreto no: 51627 13 de julho de 2010**. Aprova o regulamento do imposto sobre transmissao "inter vivos", a qualquer título, por ato oneroso, de bens imóveis, por natureza ou acessão física, e de direitos reais sobre imóveis, exceto os de garantia, bem como cessão de direitos a sua aquisição. Disponível em: <http://www3.prefeitura.sp.gov.br/cadlem/secretarias/negocios_juridicos/cadlem/integra.asp?alt=14072010D%20516270000>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____. Presidência da República. **Emenda Constitucional nº 32 de 11 de setembro de 2001**. Altera dispositivos dos arts. 48, 57, 61, 62, 64, 66, 84, 88 e 246 da Constituição Federal, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/Emendas/Emc/emc32.htm>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____. Presidência da República. **Enunciado n˚ 93 da I Jornada de Direito Civil do Conselho de Justiça Federal**. As normas previstas no Código Civil sobre direito de superfície não revogam as relativas a direito de superfície constantes do Estatuto da Cidade (Lei 10.257/01) por ser instrumento de política de desenvolvimento urbano. Disponível em <http://www.stj.jus.br/publicacaoseriada/index.php/jornada/article/viewFile/2644/2836>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____. Presidência da República. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____. Presidência da República. **Lei 8.245 de 18 de outubro de 1991.** Dispõe sobre as locações dos imóveis urbanos e os procedimentos a elas pertinentes. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8245.htm>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____. Presidência da República. **Lei n.º 8.981 de 20 de janeiro de 1995.** Altera a legislação tributária Federal e dá outras providência. Disponível em: <http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/leis/Ant2001/lei898195.htm>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____. Presidência da República. **Lei nº 9.069 de 29 de junho de 1995.** Dispõe sobre o Plano Real, o Sistema Monetário Nacional, estabelece as regras e condições de emissão do REAL e os critérios para conversão das obrigações para o REAL, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9069.htm>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____. Presidência da República. **Lei nº 9.514 de 20 de novembro de 1997.** Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9514.htm>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____. Presidência da República. **Lei nº 10.257 de 10 de julho de 2001.** Regulamenta os arts. 182 e 183 da Constituição Federal, estabelece diretrizes gerais da política urbana e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10257.htm>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____. Presidência da República. **Lei nº10.406, de 10 de janeiro de 2002.** Institui o Código Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____. Presidência da República. **Lei 10.931 de 2 de agosto de 2004.** Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei nº 911, de 1º de outubro de 1969, as Leis nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964, nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/l10.931.htm>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____. Presidência da República. **Lei n.º 11.033 de 21 de dezembro de 2004.** Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais; institui o Regime Tributário para Incentivo à Modernização e à Ampliação da Estrutura Portuária - REPORTO; altera as Leis nºs 10.865, de 30 de abril de 2004, 8.850, de 28 de janeiro de 1994, 8.383, de 30 de dezembro de 1991, 10.522, de 19 de julho de 2002, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, e 10.925, de 23 de julho

de 2004; e dá outras providências. Disponível em: <http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/leis/2004/lei11033.htm>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____. Presidência da República. **Lei nº 12.112, de 9 de dezembro de 2009.** Altera a Lei nº 8.245, de 18 de outubro de 1991, para aperfeiçoar as regras e procedimentos sobre locação de imóvel urbano. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2009/Lei/L12112.htm>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____. Presidência da República. **Lei nº 12.744 de 19 de dezembro de 2012.** Altera o art. 4 e acrescenta art. 54-A à Lei nº 8.245, de 18 de outubro de 1991, que "dispõe sobre as locações dos imóveis urbanos e os procedimentos a elas pertinentes", para dispor sobre a locação nos contratos de construção ajustada. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2012/Lei/L12744.htm>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____. Presidência da República. **Medida Provisória nº 2.158-35 de 24 de agosto de 2001.** Altera a legislação das Contribuições para a Seguridade Social - COFINS, para os Programas de Integração Social e de Formação do Patrimônio do Servidor Público - PIS/PASEP e do Imposto sobre a Renda, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/MPs/mp2158-35.htm>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

_____. Presidência da República. **Solução de Consulta Interna n˚ 12 da Coordenação de Tributação da Receita Federal datada de 29 de junho de 2012.** Os recursos recebidos antecipadamente, pelo locador, em razão da securitização de créditos imobiliários, têm seu reconhecimento apropriado à medida do transcurso do prazo de locação. Disponível em: <http://www.receita.fazenda.gov.br/publico/Legislacao/SolucoesConsulta/2012/Cosit/SCICosit122012.pdf>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

CILLI, Fábio. **Empreendimentos do tipo "Build-to-Suit" – arbitragem do valor de locação em editais de concorrência**. Monografia (MBA em Gerenciamento de Empresas e

Empreendimentos na Construção Civil, com ênfase em Real Estate) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

DINIZ, Maria Helena. **Sistema de Registros de Imóveis**. 7ª Edição. São Paulo: Saraiva, 2007.

GREGÓRIO, Carolina. **Método para análise da oportunidade de imobilização em imóveis corporativos**. Tese de Doutorado. Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

_____; ROCHA LIMA JR. **Uso da ferramenta AHP (Analytic Hierarquical Process) como apoio à decisão na análise da oportunidade de imobilização em imóveis corporativos**. Sétimo Seminário Internacional da LARES (*Latin American Real Estate Society*). São Paulo. 25 / 26 de outubro de 2007.

GASPARETTO, Rodrigo Ruete. **Contratos Built to suit, um estudo da natureza, conceito e aplicabilidade dos contratos de locação atípicos no direito brasileiro**. Grupo Editorial Scortecci, 2009.

Guia PMBOK, Quarta edição.

JORNAL BRASIL ECONÔMICO. **Matéria sobre o Hospital Infantil Sabará**. Disponível em: <http://economia.ig.com.br/empresas/comercioservicos/2012-10-01/herdeiro-do-itau-busca-tornar-pediatria-lucrativa.html>. Acesso em: 14 de agosto de 2013.

NOVO, Bruno. **Notas práticas para a estruturação de certificados de recebíveis imobiliários**. São Paulo: Grupo Editorial Scortecci, 2012.

PATRIA COMPANHIA SECURITIZADORA DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS – **Prospecto de Distribuição Pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários da segunda série da terceira emissão – 2010** – Disponível em <http://www.patriacsci.com.br/>. Acesso em 30 de agosto de 2013.

PMBOK – **Um guia do conjunto de conhecimentos do gereniamento de projetos**. Project Management Institute, Inc., Pennsylvania, 2008.

ROCHA LIMA JR., João da. **Arbitragem de valor de portfólios de base imobiliária**. São Paulo: EPUSP, 1994 (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP, Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/132).

_____; **Princípios para análise de qualidade de empreendimentos: o caso dos empreendimentos de base imobiliária**. São Paulo: EPUSP, 1995. 68 p. (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP, Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/153).

_____; **Arbitragem de Valor de Hotéis.** São Paulo: EPUSP, 2000. 55 p. Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP, Departamento de Engenharia de Construção Civil/PCC/267).

ROCHA LIMA JR., João da. **Análise de investimentos e valuation no mercado de edifícios de escritórios para locação: questões sobre a doutrina**. Real Estate: Economia & Mercados, São Paulo, v.2, jan/jun 2005.

_____, ALENCAR, C. T. e MONETTI, E. **Real Estate – Fundamentos para Análise de Investimentos**. 440 p. Ed. Elsevier. Rio de Janeiro, 2011.

SILVA, De Plácido. **Vocabulário Jurídico**. 26ª Edição. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2006.

SOUSA, GUILHERME LEÃO E. **Operação build to suit para o setor industrial: análise de qualidade e dos riscos associados a investimentos via títulos de securitização**. Monografia (MBA em Gerenciamento de Empresas e Empreendimentos na Construção Civil, com ênfase em Real Estate) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

TAUIL, Ivan, **O mercado imobiliário e o built to suit**. Valor Econômico, 11/04/2008 (Disponível em <http://www.forumimobiliario.com.br/2011/02/o-mercado-imobiliario-e-o-built-to-suit/>). Acesso em 21 de julho de 2013.

ANEXOS

Anexo 1 - Ciclo de Implantação do estudo de caso do Hospital Sabará

Ciclo de implantação							
Mês		**Aquisição**	**% Produção**	**Reforma**	**Investimento total**	**Cálculo de EXP**	**EXP**
Somas		- 16.000	100%	- 35.000	- 51.000	55.830	
0							
1	jul-08	(3.200)	0,00%	-	(3.200)	(3.908)	-
2	ago-08	-	0,00%	-	-	-	-
3	set-08	-	0,00%	-	-	-	-
4	out-08	-	0,00%	-	-	-	-
5	nov-08	-	0,00%	-	-	-	-
6	dez-08	-	0,00%	-	-	-	-
7	jan-09	(12.800)	3,33%	(1.167)	(13.967)	(16.111)	-
8	fev-09	-	3,33%	(1.167)	(1.167)	(1.333)	-
9	mar-09	-	3,33%	(1.167)	(1.167)	(1.320)	-
10	abr-09	-	3,33%	(1.167)	(1.167)	(1.308)	-
11	mai-09	-	3,33%	(1.167)	(1.167)	(1.295)	-
12	jun-09	-	3,33%	(1.167)	(1.167)	(1.283)	-
13	jul-09	-	8,33%	(2.917)	(2.917)	(3.178)	-
14	ago-09	-	8,33%	(2.917)	(2.917)	(3.148)	-
15	set-09	-	8,33%	(2.917)	(2.917)	(3.118)	-
16	out-09	-	8,33%	(2.917)	(2.917)	(3.088)	-
17	nov-09	-	8,33%	(2.917)	(2.917)	(3.059)	-
18	dez-09	-	8,33%	(2.917)	(2.917)	(3.030)	-
19	jan-10	-	7,50%	(2.625)	(2.625)	(2.701)	-
20	fev-10	-	7,50%	(2.625)	(2.625)	(2.675)	-
21	mar-10	-	7,50%	(2.625)	(2.625)	(2.650)	-
22	abr-10	-	7,50%	(2.625)	(2.625)	(2.625)	55.830

Anexo 2 - Ciclo de Operação do estudo de caso do Hospital Sabará

Ciclo de Operação							
Ano	**Receita virtual**	**Receita**	**Adm**	**FRA**	**RODi**	**VOI-20**	**Movimento Anual**
						VOI-0 =	(81.483)
1	6.585	6.585	(132)	(263)	6.190		6.190
2	6.585	6.585	(132)	(263)	6.190		6.190
3	6.585	6.585	(132)	(263)	6.190		6.190
4	6.585	6.585	(132)	(263)	6.190		6.190
5	6.585	6.585	(132)	(263)	6.190		6.190
6	6.585	6.585	(132)	(263)	6.190		6.190
7	6.585	6.585	(132)	(263)	6.190		6.190
8	6.585	6.585	(132)	(263)	6.190		6.190
9	6.585	6.585	(132)	(263)	6.190		6.190
10	6.585	6.585	(132)	(263)	6.190		6.190
11	6.585	6.585	(132)	(263)	6.190		6.190
12	6.585	6.585	(132)	(263)	6.190		6.190
13	6.585	6.585	(132)	(263)	6.190		6.190
14	6.585	6.585	(132)	(263)	6.190		6.190
15	6.585	6.585	(132)	(263)	6.190		6.190
16	5.927	5.927	(119)	(237)	5.571		5.571
17	5.927	5.927	(119)	(237)	5.571		5.571
18	5.927	5.927	(119)	(237)	5.571		5.571
19	5.927	5.927	(119)	(237)	5.571		5.571
20	5.927	5.927	(119)	(237)	5.571	49.286	54.857

Anexo 3 - Evolução da TIR no estudo de caso do Hospital Sabará

Ano	Evolução TIR - Estudo de caso
	Payback = 9
-	
1	
2	-
3	-
4	-
5	-
6	-
7	-
8	-
9	-
10	1,92%
11	3,46%
12	4,69%
13	5,68%
14	6,49%
15	7,15%
16	7,65%
17	8,08%
18	8,44%
19	8,74%
20	10,79%

Anexo 4 - Análise da TIR nos diferentes anos de rescisão

Ano da rescisão	TIR antes da lei 12.744/12	TIR após lei 12.744/12
1	4,54%	13,04%
2	4,82%	12,38%
3	5,14%	11,87%
4	5,50%	11,47%
5	5,88%	11,13%
6	6,26%	10,85%
7	6,64%	10,59%
8	7,01%	10,37%
9	7,37%	10,16%
10	7,72%	9,96%
11	8,05%	9,78%
12	8,35%	9,60%
13	8,63%	9,43%
14	8,89%	9,23%
15	8,96%	8,96%