



ESTRUTURAS DE FUNDING PARA EMPREENDIMENTOS BUILD-TO-SUIT NO BRASIL: VANTAGENS E RISCOS

Luís André Garrido Gabriel¹, Cláudio Tavares de Alencar²

¹Escola Politécnica da Universidade de São Paulo e Bonamens Ativos Imobiliários Ltda.; Rua Quinze de Novembro, 581, cj. 42, Lençóis Paulista, SP, CEP 18681-038; e-mail: luis.gabriel@bonamens.net

²Escola Politécnica da Universidade de São Paulo; e-mail: claudio.alencar@poli.usp.br

RESUMO

Empreendimentos build-to-suit são aqueles em que o locador desenvolve um imóvel sob medida para o locatário, que o ocupará pelo prazo previsto em contrato. Dadas as peculiaridades desse tipo de contrato no contexto do real estate, o objetivo deste artigo é analisar as diferentes origens de recursos (fontes de funding) e a forma como eles são empregados (estruturas de funding) para desenvolver os empreendimentos, e discutir as vantagens e riscos dessas estruturas de funding do ponto de vista do empreendedor, que também é o locador.

De forma a desenvolver este estudo e formatar as estruturas de funding apresentadas, parte-se de uma revisão das práticas atuais do mercado imobiliário brasileiro (através de notícias veiculadas na mídia e de prospectos de negócios realizados), da literatura brasileira sobre o tema e do conhecimento gerado no Grupo de Real Estate da Escola Politécnica da USP. De maneira a verificar a validade legal das soluções, é realizada uma checagem com base na legislação brasileira e nas normas da Comissão de Valores Mobiliários.

Considera-se fontes de funding aquelas tratadas (1) como equity: capital próprio do empreendedor, capital de parceiros (e sócios) no empreendimento na forma de dinheiro ou imóveis (notadamente, o terreno onde será construído o empreendimento), ou investimento de Fundo de Investimento Imobiliário (FII); e (2) como dívida: financiamento bancário, securitização dos recebíveis de aluguéis com CRI ou debêntures. As estruturas de funding apresentadas serão combinações dessas fontes. A análise evidencia que estruturas com financiamento por securitização e emissão de CRI são as mais adequadas de forma geral para os negócios, assim como o investimento completo por FII para negócios de maior porte e nos quais o FII é proprietário direto do empreendimento.

Palavras-chave: real estate, build-to-suit, locação, funding, project finance



FUNDING STRUCTURES FOR BUILD-TO-SUIT DEVELOPMENTS IN BRAZIL: ADVANTAGES AND RISKS

Luís André Garrido Gabriel¹, Cláudio Tavares de Alencar²

¹Escola Politécnica da Universidade de São Paulo e Bonamens Ativos Imobiliários Ltda.; Rua Quinze de Novembro, 581, cj. 42, Lençóis Paulista, SP, CEP 18681-038; e-mail: luis.gabriel@bonamens.net

²Escola Politécnica da Universidade de São Paulo; e-mail: claudio.alencar@poli.usp.br

ABSTRACT

Build-to-suit real estate assets are tailor made developments for the tenant purposes, who occupies and operates the property for the duration agreed. Given the peculiarities of these contracts and the specificities of the property, this article aims at analyzing the sources of capital and how these funds are mixed and structured for the developments. The article discusses the risks and benefits of each of these funding structures assuming the role of developer.

In order to do this study and establish the funding structures shown, the research starts with a review of the current practices in Brazilian real estate market (based on press releases and prospects of deals), of local research papers, and will use the knowledge created at the Real Estate Research Group at Escola Politécnica at Universidade de São Paulo. Since it's necessary to validate the solutions proposed, Brazilian laws and Comissão de Valores Mobiliários (CVM) norms are reviewed.

Funding sources considered will be treated as (1) equity: developers own funds, partnership (via capital or real state – mainly land – investment), or Fundo de Investimento Imobiliário (Brazilian investment structure comparable to REITs); or as (2) debt: banks traditional credit lines, securitization of receivables with CRI emissions, and debt bond emissions. The funding structures presented are mixes of these sources. The analysis shows that the structures best suited for this purpose are those with debt by securitization with CRI emissions, along with the complete investment by a FII but only with large emissions and having the FII as the sole owner of the real estate.

Keywords: real estate, build-to-suit, rent, funding, project finance

1. INTRODUÇÃO E MOTIVAÇÕES

Empreendimentos de base imobiliária no formato build-to-suit são aqueles em que o locatário contrata um empreendedor para projetar, construir (ou mandar projetar e construir) e disponibilizar, na forma de aluguel, um imóvel feito sob medida para a operação do contratante (Bueno de Camarco, Sisti, and Ferreira 2010). O empreendedor, no papel de originador do empreendimento, deve buscar formas de prover recursos para o desenvolvimento do imóvel e, para tanto, pode se valer de seu capital próprio, de parcerias com terceiros (com investimentos em dinheiro ou mesmo em imóveis), de fundos de investimento imobiliários e de financiamentos.

O objetivo deste texto é, então, apresentar e analisar as diferentes origens de recursos (fontes de funding) e a forma como eles são empregados e combinados (estruturas de funding) para fazer frente às necessidades financeiras para desenvolver os empreendimentos, e discutir qualitativamente as vantagens e riscos dessas estruturas de funding do ponto de vista do empreendedor, que também é o locador.

Como premissas para a realização deste estudo:

- Usa-se o ponto de vista de um empreendedor (frequentemente, uma empresa de ativos imobiliários, ou empresa de “income properties” como são conhecidas no mercado) ou do consultor e gestor de fundo de investimento imobiliário;
- Procura-se, na medida do possível, utilizar alavancagem através de financiamento, partindo do pressuposto que os juros de financiamento são menores do que as taxas de atratividade arbitrada dos empreendedores e investidores em empreendimentos de base imobiliária;
- As proprietárias do imóvel são sociedades de propósito específico (SPE) (exceto quando o imóvel pertence a fundo de investimento imobiliário), e usam o regime de tributação de lucro real quando são sociedades por ações (S.A.), e de lucro presumido quando são sociedades limitadas (Ltda.);
- Caso o proprietário do imóvel seja diretamente um fundo de investimento imobiliário (FII), não há incidência de tributos sobre a renda de aluguéis, como será visto no texto.

Ao estruturar o empreendimento dentro de um ambiente específico, seja ele uma SPE ou de um FII, o empreendedor tem alguns objetivos, além da efetiva execução do empreendimento:

- Partilhar os investimentos necessários para realização do empreendimento e, conseqüentemente, partilhar os retornos.
- Dividir os riscos inerentes ao desenvolvimento e à operação do empreendimento com outros investidores parceiros e com agentes financiadores.
- Obter financiamento adequado, principalmente em termos de valor das parcelas, juros e prazo para pagamento.
- Realizar o planejamento tributário da sociedade de propósito específico proprietária do empreendimento (SPE) ou do fundo de investimento imobiliário (FII).
- Blindar a SPE (e seus sócios) ou o FII (e seus cotistas) de desacordos e disputas futuras.

Tendo em mente as premissas e objetivos descritos, este estudo partirá para alguns dos riscos e restrições impostas ao empreendedor, ao empreendimento e ao funding no momento da estruturação e ao longo da implantação e operação do empreendimento, de forma que se possa, finalmente, detalhar as fontes e estruturas de funding (e as estruturas de capital resultantes) consideradas para esses empreendimentos.

2. EMPREENDIMENTOS NO FORMATO BUILD-TO-SUIT

Muitos dos empreendimentos de base imobiliária¹ realizados nos dias de hoje são chamados de build-to-suit (alguns corretamente, outros não). Uma das definições jurídicas de build-to-suit (Scavone Junior 2011) é:

¹ De acordo com (Rocha Lima Jr., Monetti, and Alencar 2010), considera-se “empreendimento de base imobiliária” aquele destinado a obtenção de renda por exploração ou aluguel, sendo o caso de hotéis, shopping-centers, build-to-suit, entre outros. Por outro lado, considera-se “empreendimento imobiliário” aquele destinado à venda do(s) ativo(s) por parte do empreendedor.

“Trata-se de negócio jurídico na qual uma das partes, o locatário, contrata a construção de imóvel de acordo com as suas necessidades, e o recebe por cessão temporária de uso mediante pagamentos mensais dos valores pactuados. A construção é levada a efeito pelo contratado (locador) e a cessão do imóvel se faz, normalmente, por prazo longo, entre dez e vinte anos.”

Ainda, de acordo com a mesma fonte, “é comum, neste tipo de contrato, que, além do contratante (o locatário, que recebe o imóvel encomendado) e do contratado (o locador, que providencia a construção e cede seu imóvel), esteja presente um terceiro, ou seja, uma companhia securitizadora de recebíveis”.

Aqui já se vê, no meio jurídico neste caso, que o financiamento para a execução do imóvel no formato build-to-suit é tão aceito que já se incorpora à literatura sobre o tema. Cita-se a securitização de recebíveis, por ser a forma mais comum de financiar empreendimentos de grande porte para locação (estima-se hoje valores mínimos de securitização na casa de 10 milhões de reais por operação², mas exceções são frequentes). Entretanto, para imóveis de menor porte, são considerados também financiamentos bancários tradicionais para o setor imobiliário, por incorrerem em custos fixos mais baixos (não há necessidade de pagamento de advogados, registro na CVM, entre outros). Os detalhes das duas modalidades de financiamento serão vistos a seguir no texto.

O contrato de aluguel no formato build-to-suit, por sua natureza atípica, tem especificidades que não eram contempladas originalmente na Lei 8.245/1991 (Lei do Inquilinato), tendo sido recentemente alterada pela Lei Federal nº. 12.744 (publicada em 19 de Dezembro de 2012) (Novoa Prado Consultoria 2013). A nova lei traz importantes evoluções, como a impossibilidade de rescisão do contrato pelas partes sob pena de multa (que pode chegar a 100% do valor restante do contrato); e a renúncia ao direito de revisão do valor do aluguel ao longo do contrato (a menos do reajuste anual por índice pré-acordado).

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

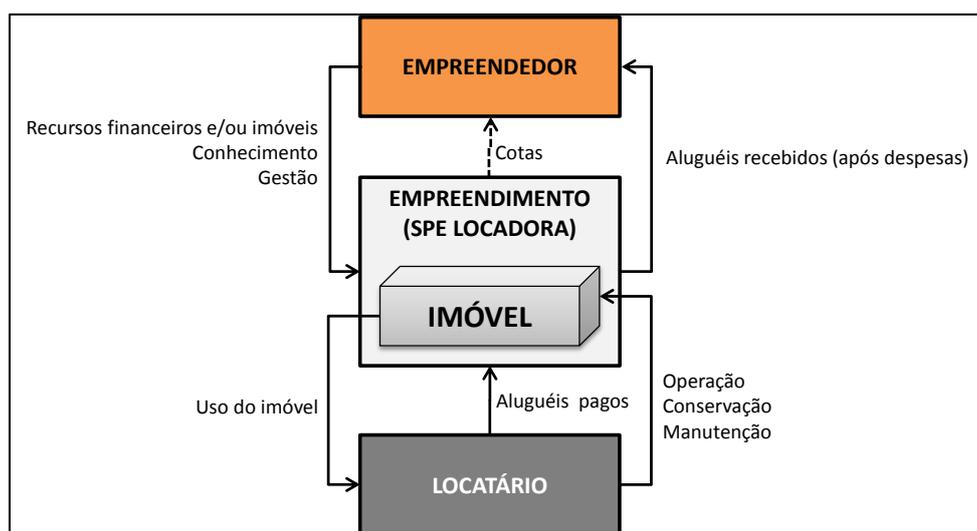


Figura 1: estrutura básica de um empreendimento build-to-suit

O processo começa, via de regra, pela necessidade do locatário de se instalar em um imóvel desenvolvido exatamente para suas necessidades, na localidade em que deseja, e no prazo que lhe é conveniente (Cilli 2005). É função do empreendedor, então, encontrar o local adequado, obter recursos financeiros para seu desenvolvimento, adquirir o terreno para a instalação do imóvel, projetá-lo e executá-lo de acordo com os

² Informações obtidas junto a empresas securitizadoras, que preferem se manter anônimas.

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

Como todo negócio e como todo negócio imobiliário, um empreendimento build-to-suit incorre em riscos e restrições de caráter técnico, financeiro, econômico, jurídico e mercadológico. Naturalmente, então, o setor não é recomendado para investidores amadores, desejosos de “empatar seu dinheiro em algo físico³”, conforme já constatado por Cilli em 2005 (Cilli 2005). Neste texto, limitar-nos-emos aos riscos de caráter financeiro e àqueles com impacto nas finanças, na atratividade econômica e no funding do empreendimento.

3. MECANISMOS DE MITIGAÇÃO DE RISCOS, RESTRIÇÕES E PREMISSAS DOS NEGÓCIOS EM BUILD-TO-SUIT

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

A lista abaixo, não exaustiva, é obtida a partir da experiência da análise de fatores de risco de prospectos de emissões de títulos de investimento em real estate (BTG Pactual 2013) (Santander 2013) (BBA 2002), de negócios imobiliários realizados sem emissão de títulos⁴ e da literatura sobre o tema. Os riscos e restrições listados devem ser, sempre que possível e quantificável, aplicados ao modelo econômico-financeiro do empreendimento, de forma a serem considerados quando da tomada de decisão pelo empreendedor na escolha e otimização do funding.

1. Criação de uma SPE para ser a proprietária do imóvel ou de um FII: uma SPE (sociedade de propósito específica) é uma empresa criada especialmente com o objetivo de ser a proprietária do empreendimento em questão. A criação da SPE isola os riscos desse empreendimento do restante do patrimônio do empreendedor, e isola os riscos do restante das atividades do empreendedor desse imóvel dentro da SPE (Rocha Lima Jr., Monetti, and Alencar 2010). É uma medida de proteção para o empreendedor e para o financiador, e é uma forma de facilitar a contabilidade dos mesmos. Caso o investimento seja feito através de Fundo de Investimento Imobiliário (FII), o proprietário do imóvel é, diretamente, o FII, sem fazer uso de SPE. Isso é devido, notadamente, a incentivos tributários do FII, já que um FII proprietário de imóvel não paga tributos sobre suas receitas (aluguéis recebidos ou vendas de imóveis).
2. Qualidade de crédito do locatário (Bueno de Camarco, Sisti, and Ferreira 2010): este é o primeiro passo no desenvolvimento do empreendimento e ponto crucial para seu sucesso. Pela especificidade do imóvel e pelos altos valores investidos, é necessário que se possa confiar no locatário do empreendimento. A análise formal da qualidade de crédito do locatário permite inferir a respeito de sua saúde financeira, de sua capacidade de pagamento do aluguel e de sua capacidade de pagamento da multa em caso de rescisão de contrato. Além disso, é necessário que se conheça o histórico de ética e honestidade do locatário, de modo a ter ciência de seus hábitos em relação a cumprimento de acordos. Trata-se aqui de um critério não quantificável no modelo econômico-financeiro do empreendimento, mas é fundamental que o empreendedor, através de sua experiência e de sua rede de contatos no setor, seja capaz de levantar essas informações e

³ Trata-se de um segmento destinado a empreendedores profissionais e qualificados, e recomenda-se que investidores não familiarizados com o setor façam seus investimentos através de títulos como Certificados de Recebíveis Imobiliários ou Fundos de Investimento Imobiliários, confiando a gestão do portfólio de ativos a profissionais.

⁴ Foram consultados empreendedores do setor de build-to-suit de diferentes portes e companhias securitizadoras que, para evitar confusão entre seus depoimentos e as impressões destes autores, tiveram suas identidades preservadas.

fazer um julgamento cauteloso, sem se deixar empolgar por eventuais retornos altíssimos oferecidos por locatários de baixa confiabilidade.

3. Contrato de duração compatível com o prazo de financiamento: a duração do contrato de locação deve ser, no mínimo, suficiente para pagar o financiamento de terceiros utilizado. É um risco de alto impacto o fato de se ter que pagar as parcelas de um financiamento estando com o imóvel desocupado e sem receber aluguel.
4. Multa em caso de rescisão antecipada do contrato: como visto em (Scavone Junior 2011), a multa em caso de rescisão antecipada do contrato é condição *sine qua non* para que o empreendedor realize o investimento. Dado que, em caso de rescisão, o empreendedor precisará de recursos para quitar o restante do financiamento, é necessário que o valor da multa seja suficiente para o resgate desses títulos de financiamento de forma a quitar toda a dívida do empreendedor relativa ao imóvel.
5. Possibilidade de pagamento antecipado do financiamento: tendo em vista a possibilidade de rescisão de contrato e pagamento de multa por parte do locatário, deve estar previsto no contrato de financiamento a possibilidade de se pagar antecipadamente a dívida contraída. No caso de financiamento bancário, paga-se o valor devido; no caso de securitização, pode-se considerar a transferência direta da multa recebida ao CRI de forma a saldar o valor devido. Caso não haja essa possibilidade de pagamento antecipado (o que deve ser evitado), a multa a ser paga deve ser calculada de forma a permitir o pagamento da dívida no prazo pré-acordado entre o empreendedor e o financiador.
6. Seguro para pagamento da multa de rescisão de contrato: o objetivo deste seguro seria o pagamento do financiamento restante (saldo devedor) ao financiador no caso de rescisão do contrato e inadimplência por parte do locatário. Este seguro pode ou não incluir um seguro fiança para o caso de não recebimento dos aluguéis mensais regulares que eventualmente não forem pagos pelo locatário. Este item está sujeito a aceitação por parte de companhias seguradoras. Ademais, pode-se requisitar uma *comfort letter* (enviada pela matriz da empresa ou por uma instituição financeira que conheça as finanças do locatário) e a adição de fiadores ao contrato de aluguel (Cilli 2005).
7. Pagamento do financiamento atrelado aos recursos recebidos pelo aluguel do imóvel: este é outro ponto importante e desejável para a quitação das parcelas do financiamento, mas nem sempre possível. No caso de financiamento imobiliário, é desejável que o empreendedor seja capaz de pagar as parcelas do financiamento com o aluguel recebido mensalmente; no caso da securitização, o pagamento do aluguel é, por definição, uma porcentagem do aluguel recebido. Este item é importante no caso, por exemplo, de redução do valor recebido (seja por redução do índice de reajuste, seja por revisão para baixo do aluguel em contrato) sem alteração do valor a ser pago pelo financiamento.
8. Renúncia ao direito de revisão do valor dos aluguéis: assim como no item anterior, este item é necessário para que não haja descasamento entre o aluguel a ser recebido e as parcelas do financiamento a ser pago. E, também, no caso de securitização, serve como garantia ao CRI que o fluxo de aluguéis ocorrerá de acordo com o planejado. A Lei 12.744/2012 prevê essa renúncia em contratos de locação atípicos.
9. Adesão ao valor orçado para execução do empreendimento: este item decorre da competência do empreendedor em orçar corretamente sua obra e executá-la de acordo com o orçado, em termos de dinheiro investido e de prazo de conclusão. Frequentemente, os empreendedores optam por colocar uma “gordura” no valor orçado de forma a garantir que o desembolso ficará dentro do previsto na contratação do financiamento, mas essa prática pode levar ao valor de investimento tão alto que reduz a taxa de retorno do financiador (ou mesmo do empreendedor) e torna o empreendimento não atrativo. Outra forma de mitigação desse risco, caso o empreendedor não se

sinta confortável em executar por si só o empreendimento, é a contratação de uma empresa responsável pela execução da obra no formato de empreitada global com preço fechado. Apesar de esse modelo resultar em um custo geralmente mais alto para o empreendedor, grande parte dos riscos é mitigado⁵. Pode ser estudada também a contratação de seguro de performance ou de *completion bond*, de forma a garantir que a obra será efetivamente executada, e executada dentro dos custos previstos (apesar de nada garantir a execução dentro do prazo, é possível a contratação de um seguro de forma a reaver perdas financeiras decorrentes de atraso na entrega do imóvel).

10. Pagamento de despesas do imóvel por conta do locatário (Sobelman and Hipp 2010): um último ponto a ser considerado, de forma a evitar despesas imprevistas para o empreendedor, é prever em contrato que despesas com seguro (e o seguro deve ser obrigatório), tributos relativos ao imóvel (notadamente IPTU) e custos de manutenção do imóvel (se for possível prever em contrato quais manutenções devem ser feitas pelo locatário, tanto melhor) são responsabilidade do locatário. Estando isento desses custos, há maior previsibilidade do fluxo de recebimentos para o locador (e para o CRI, no caso de securitização).

4. FONTES DE FUNDING DISPONÍVEIS

Neste estudo, considera-se duas categorias para o funding dos empreendimentos: *equity* e dívida. Desenvolve-se os casos estudados considerando-se que haverá aportes de recursos por meio de *equity* e de dívida, exceto no caso em que o imóvel pertence diretamente e somente a um FII, já que o próprio FII é a fonte de todos os recursos necessários ao empreendimento. Analisaremos as formas de funding disponíveis separadamente para cada uma das categorias indicadas, de forma a conhecer suas características gerais, riscos, restrições, entre outros. Naturalmente, existem diversas fontes e estruturas de funding passíveis de serem consideradas, mas foram tomadas aquelas que aparecem com mais frequência na realização de negócios de caráter imobiliário no Brasil (Rocha Lima Jr. 2004).

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

- Capital próprio do empreendedor:

Trata-se do capital e/ou de imóvel integralizado na SPE pelo empreendedor e/ou seus sócios para a realização do empreendimento. Caso o empreendedor em si ingresse sem investimento nenhum no empreendimento (e sem *equity* de parceiros), pode-se considerar que ele entrou totalmente alavancado, o que resulta em altíssimas taxas de retorno e alto risco, sendo considerado pelos financiadores apenas em casos de ótimos retornos para seus títulos.
- Parcerias com pessoas físicas, empresas, fundos de investimento imobiliários (FII), ou fundos de investimento em participações (FIP), com aportes na forma de recursos financeiros ou imóveis (por exemplo, o terreno onde será edificado o empreendimento):

As parcerias são frequentes no mercado de empreendimentos imobiliários e de empreendimentos de base imobiliária. A mais comum delas tem sido aquela em que um proprietário de terreno integraliza o mesmo na SPE ou para o FII em troca de uma participação na empresa ou cotas do fundo (muito menos comum no caso de fundos). Esse tipo de parceria costuma ter origem em dificuldade de se encontrar terrenos nas localizações desejadas e em altos valores de venda pedidos pelos proprietários, mas podem resultar de outros inúmeros fatores. A solução é, caso o proprietário do terreno seja confiável e profissional, incluí-lo como sócio do empreendimento.

Já parcerias para aporte de recursos em dinheiro podem ser feitas com, virtualmente, qualquer investidor. O mais comum tem sido o investimento por parte de FIP, mas também

⁵ Também é muito importante conhecer a idoneidade e a capacidade financeira da construtora contratada. Não é incomum construtoras quebrarem por não poderem honrar o contrato de empreitada global, ou usarem de má fé ao exigirem reequilíbrio econômico-financeiro.

se observa investimentos por holdings não ligadas ao empreendedor e por FII, ainda que, para o FII, seja mais vantajoso ser proprietário direto do imóvel, como visto a seguir.

- Investimento através de fundo de investimento imobiliário (FII).
O investimento no imóvel pelo FII, quando se dá através de uma SPE proprietária do imóvel, não apresenta vantagens tributárias. Nesse caso, os tributos sobre as receitas são recolhidas pela própria SPE, e a renda do FII é prejudicada. Já no caso de o FII ser o proprietário direto do imóvel, que é o caso que este texto recomenda, atualmente não há tributação sobre as receitas (não se sabe até quando o governo manterá a regra), sendo esse o formato mais atrativo economicamente para o fundo. Os fundos de investimento imobiliários são regidos pela Instrução CVM nº 473, de 31 de outubro de 2008.

4.2. Financiamento (ou dívida):

- Financiamento bancário (com estrutura semelhante ao do Sistema Financeiro da Habitação):
O financiamento bancário é a forma mais tradicional de financiar a construção de imóveis no Brasil, usando-se o modelo pré-definido do Sistema Financeiro da Habitação (SFH). Nesse sistema, é necessário que o empreendedor faça um desembolso mínimo de 25% a 30% do valor do imóvel (resultando em um loan-to-value – LTV – da construção de 70% a 75%), além de ter o terreno onde o mesmo será edificado (Bussi 2011).

Os desembolsos são feitos pelo banco financiador ao longo da obra, conforme a execução física do empreendimento e sua relativa medição, e na proporção acordada. E o pagamento das parcelas é feito pelo empreendedor, após um período de carência destinado à execução do empreendimento, mensalmente ao banco.

Opcionalmente, esse modelo de financiamento pode servir como empréstimo-ponte durante a construção do empreendimento (no formato do “plano empresário” brasileiro). Após a construção do empreendimento, o empreendedor pode securitizar os recebíveis dos aluguéis e usar o capital recebido para quitar o empréstimo-ponte. Tal formato, útil no caso de a securitizadora não desejar incorrer nos riscos de construção, não será contemplado em nosso modelo por ser um caso específico, além de as securitizadoras serem geralmente muito mais rápidas para completar a operação e realizar os desembolsos necessários do que um grande banco.

A garantia exigida no financiamento bancário é a alienação fiduciária do imóvel, e não há virtualmente limite inferior ou superior de capital para sua ocorrência, sendo limitado apenas por critérios internos do banco (a prática tem sido limites inferiores de 1,5 a 2,0 milhões de reais, mas deve ser negociado caso a caso pelo empreendedor com seu banco e exceções são frequentes).

- Securitização dos recebíveis de aluguéis, com emissão de certificados de recebíveis imobiliários (CRI) por companhia securitizadora:
Segundo (Scavone Junior 2011), “no financiamento por meio de securitização dos créditos, o contratado (locador) constrói ou manda construir, cede o seu imóvel ao contratante (locatário) mediante pagamentos mensais e transfere seus créditos para uma companhia securitizadora, recebendo, antecipadamente, o valor estabelecido no contrato.”

“A companhia securitizadora, por sua vez, emite Certificado de Recebíveis Imobiliários nos termos do art. 6º da Lei 9.514/1997, definido como um título de crédito nominativo, de livre negociação, lastrado em créditos imobiliários.” Ou seja, os aluguéis (ou uma parte deles) a serem recebidos pelo empreendedor no período do contrato entre ele e o locatário são convertidos em um montante a ser recebido antecipadamente e usado para a execução do imóvel.

Aqui já se vê uma vantagem da securitização em relação ao financiamento bancário: o pagamento do financiamento é estritamente atrelado e proporcional ao aluguel recebido, não havendo a possibilidade de haver descasamento entre o aluguel recebido pelo locador e a parcela a ser paga à instituição financiadora.⁶

A securitização é regida pelas regras do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), que é consideravelmente mais flexível que o SFH, deixando para as partes integrantes do negócio bastante liberdade para a fixação do formato e das regras do negócio. É comum se observar o uso da securitização inclusive para aquisição de terrenos, para o recebimento de recursos relativos a contratos já em andamento, entre outros.

Ademais, como os CRI são isentos de tributação sobre os valores recebíveis, o direcionamento dos aluguéis recebidos diretamente ao CRI (mediante transmissão expressa por parte do locador, a ser registrada no contrato de locação) faz com que o empreendedor incorra em menor tributação. Nesse caso, será paga somente tributação sobre o valor direcionado pela securitizadora ao empreendedor após o resgate do CRI, valor esse que é uma porcentagem do aluguel pré-acordada entre o empreendedor e a securitizadora. A instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004, rege a atividade das empresas securitizadoras e as emissões de CRI.

- Financiamento através de emissão de debêntures pela própria SPE:

A debênture é um título de dívida emitido pela empresa que receberá os recursos. Diferentemente da securitização, a debênture não precisa ter como lastro os recebíveis de projeto específico. Segundo o Prof. Dr. Claudio Tavares de Alencar, coautor deste estudo, em sua tese de doutoramento (Alencar 1998), “no Brasil a securitização tem evoluído, especialmente no âmbito do desenvolvimento de empreendimentos do setor da construção civil, destacando-se aí os empreendimentos de base imobiliária, e mais recentemente, a busca da implementação do sistema na concessão de serviços públicos, através da emissão de títulos de renda variável, caracterizados como debêntures”.

Em relação à remuneração, ainda segundo o Prof. Dr. Alencar, ela pode se compor de uma parcela fixa e de uma parcela variável atrelada ao desempenho do empreendimento. Naturalmente, quanto maior a parcela variável em relação à parcela fixa, mais se transfere riscos relacionados à remuneração proporcionada pelos aluguéis do empreendedor ao portador da debênture. E, usando-se o conceito de garantia “limited recourse”, a garantia do crédito seria o próprio fluxo de caixa do empreendimento, podendo ser eliminada a alienação fiduciária⁷.

Recentemente as debêntures passaram a atrair atenção de empreendedores pelo Decreto nº 7.603 (de 9 de novembro de 2011) que determina que não haverá tributação sobre rendimentos de debêntures de infraestrutura (“Debênture de Infraestrutura - Infraestrutura Urbana” 2013). Entretanto, somente empresas e projetos dos setores de logística e transporte, mobilidade urbana, energia, telecomunicações, radiodifusão, saneamento básico e irrigação podem emitir debêntures de infraestrutura, o que restringe o uso desse tipo de dívida pelo setor imobiliário, pois apenas alguns casos de build-to-suit se enquadrariam nelas.

Caso a debênture a ser emitida seja uma debênture comum, não se vê vantagem em relação a uma securitização com emissão de CRI (pois o CRI é isento de tributação). Pelo contrário, nesse caso a SPE precisa ser uma sociedade por ações (S.A.) e o

⁶ Isso implica em uma assunção maior de riscos por parte da securitizadora e dos compradores do CRI, em relação aos riscos assumidos pelo banco em caso de financiamento nos moldes do SFH.

⁷ A eliminação da alienação fiduciária como garantia pelo crédito seria uma vantagem da emissão de debêntures, do ponto de vista do empreendedor, em relação à emissão CRI. Entretanto, tal condição deveria ser discutida com investidores de forma a se avaliar a aceitabilidade dos títulos resultantes por parte do mercado.

empreendimento deve ser de grande porte (na casa das dezenas de milhões de reais) para diluir os custos fixos de uma emissão de debêntures.

5. ESTRUTURAS DE FUNDING CONSIDERADAS, SUAS VANTAGENS E RISCOS

A apresentação e análise das estruturas de funding são feitas através do estudo de estruturas observadas no mercado brasileiro e recentemente empregadas. Para cada estrutura, é feita uma descrição de como ela é desenhada e uma análise de suas vantagens, desvantagens e riscos.

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

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

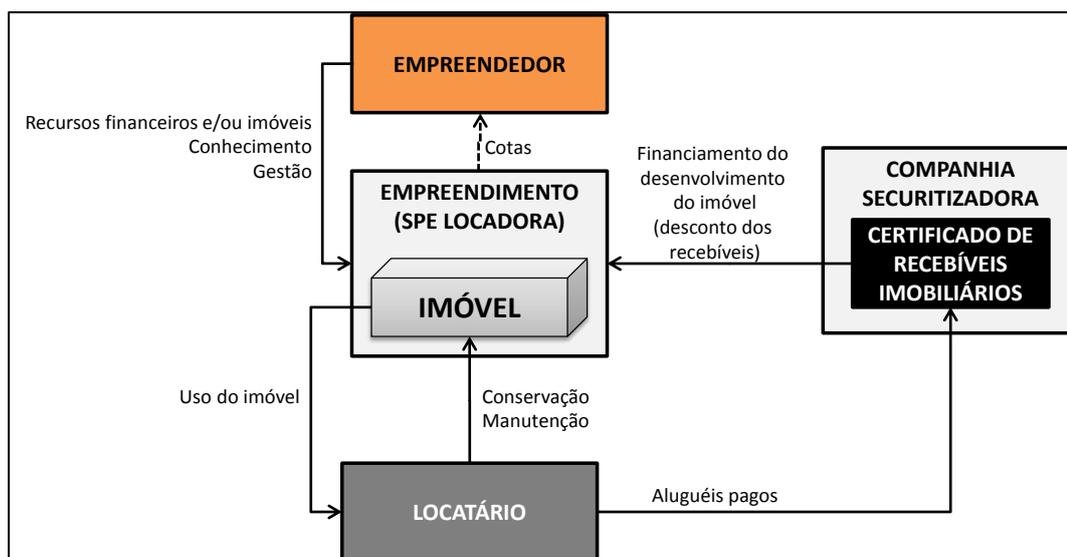


Figura 2: estrutura de um empreendimento build-to-suit com securitização (CRI)

Vantagens:

- O pagamento das parcelas do financiamento é proporcional ao aluguel recebido, então não há descasamento entre os dois.
- Há grande flexibilidade para negociação dos termos entre as partes (empreendedor, securitizadora, compradores dos CRI), podendo ser financiada grande parte do empreendimento (o *loan-to-value* pode chegar até a 100%, em alguns casos) e os prazos são maiores do que o de um financiamento bancário regular (sendo cada vez mais frequentes prazos de até 20 anos).
- O recebimento do valor da securitização pode ser feito em apenas uma parcela, logo no início do empreendimento, o que garante que o empreendedor terá o recurso para desenvolver o empreendimento, sem ter que submeter medições físico-financeiras ao agente financiador.
- Como o recebimento dos aluguéis é feito pelo CRI, que é isento de tributos sobre essas receitas, a tributação ocorre somente sobre a pequena parcela que o CRI destina à SPE após a realização do pagamento pelo financiamento. Ou seja, é uma opção tributariamente inteligente. E, quanto maior o valor pago ao CRI, menor a tributação paga pela empresa.

Desvantagens:

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

Riscos:

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

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

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

Vantagens:

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

Desvantagens:

- É necessário que o empreendedor já tenha o terreno, pois o mesmo é dado em garantia na operação (com alienação fiduciária) e o financiamento bancário não fornece recursos para aquisição de terrenos.
- Os recursos provenientes do financiamento são recebidos somente ao longo da obra, em função das medições físico-financeiras, e com algum atraso entre os desembolsos por parte do empreendedor e os recebimentos. Sendo assim, é necessário que o empreendedor disponha de um capital para fazer frente aos custos ao longo da obra.
- Não há flexibilidade de negociação, sendo os moldes do financiamento determinados pelo banco.
- O *loan-to-value* não passa de 70% ou 75% do valor da implantação (excluindo-se o terreno), pois os bancos mitigam seu risco dessa forma por não poderem analisar cada operação e os atores nela envolvidos.
- Os prazos para pagamento do financiamento são, geralmente, de 10 anos. Raramente chegam a 15 anos. Ou seja, são mais curtos do que os praticados na securitização.
- Alguns bancos não adotam a tabela Price para o pagamento dos financiamentos, e sim a tabela SAC. Dessa forma, as parcelas iniciais são mais altas e, na maior parte dos casos, não é possível pagar o financiamento apenas usando recursos provenientes dos aluguéis recebidos.
- Como o aluguel é todo recebido pela SPE, que somente depois paga as parcelas do financiamento ao banco, os tributos são pagos sobre o valor total das receitas. Tributariamente, é uma solução menos inteligente do que a securitização.

Riscos:

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

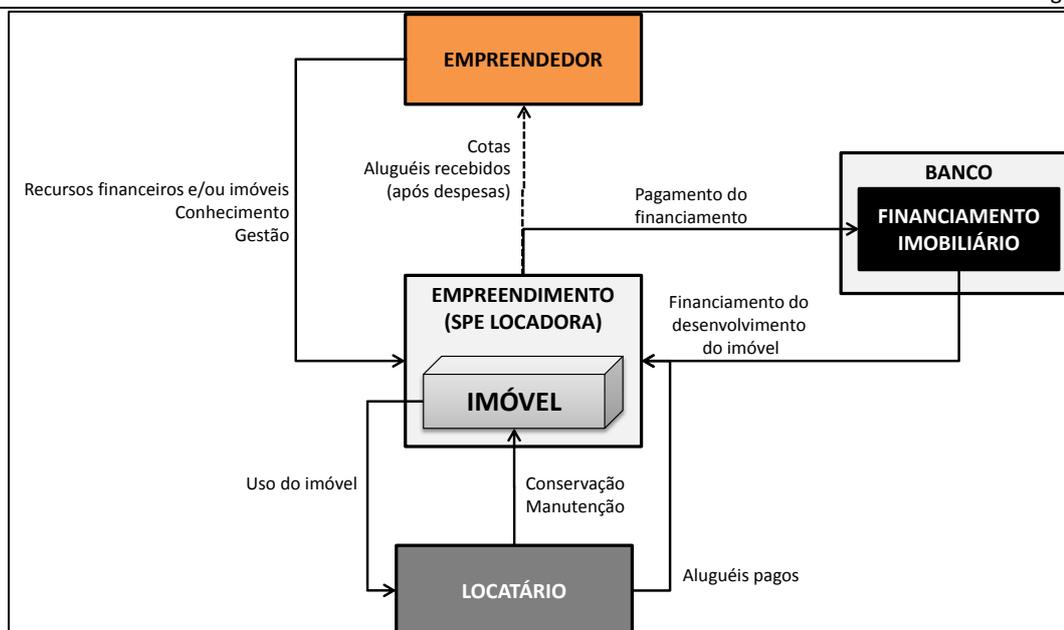


Figura 3: estrutura de um empreendimento build-to-suit com financiamento imobiliário

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

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

Vantagens:

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

Desvantagens:

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

Riscos:

- Pode haver descasamento entre os valores pagos como parcelas do financiamento e os aluguéis recebidos. Como as parcelas são pré-fixadas e os aluguéis podem variar (ainda que se mitigue esse risco com cláusula de recusa de ações revisionais), há a possibilidade de retração nos índices de reajuste.⁸
- Outros riscos ainda são pouco conhecidos, por ainda não terem sido usadas amplamente operações de debêntures para *project finance* de empreendimentos build-to-suit (e no setor de real estate em geral).

⁸ Pode ser estudada, em trabalhos futuros, a possibilidade de se atrelar a remuneração das debêntures à renda proveniente do aluguel do empreendimento, como já se faz com o CRI.

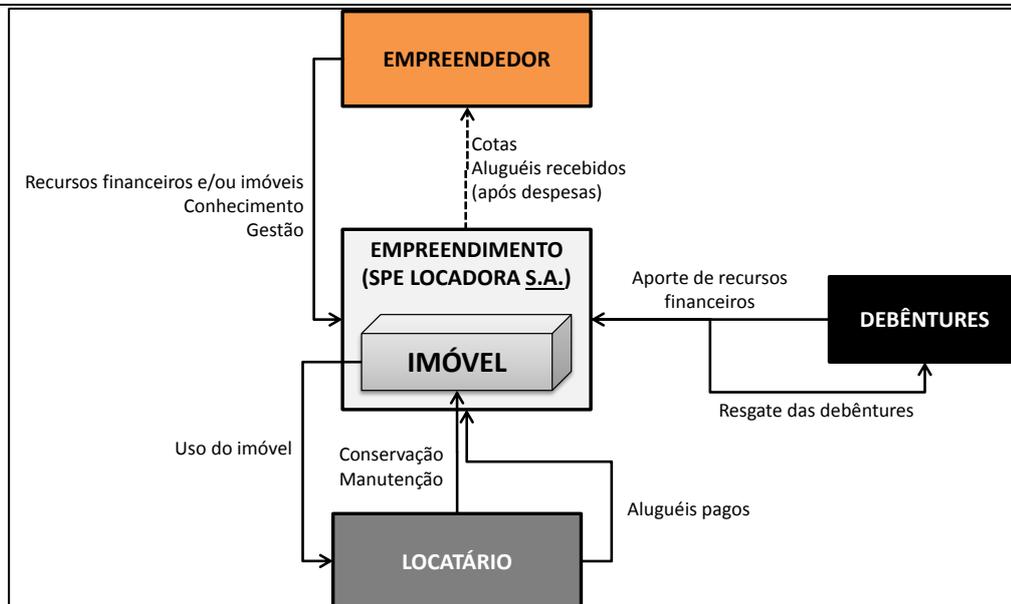


Figura 4: estrutura de um empreendimento build-to-suit com emissão de debêntures

Empreendimento com securitização, e equity de parceiro e do empreendedor (Figura 5)⁹

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

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

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

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

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

⁹ O empreendedor deve estar atento ao fato de que o parceiro será sócio da SPE, e não um sócio do imóvel em si. Ou seja, na matrícula do imóvel consta como proprietário apenas a SPE. Sendo assim, mitigam-se riscos societários que podem vir a resultar em batalhas na justiça.

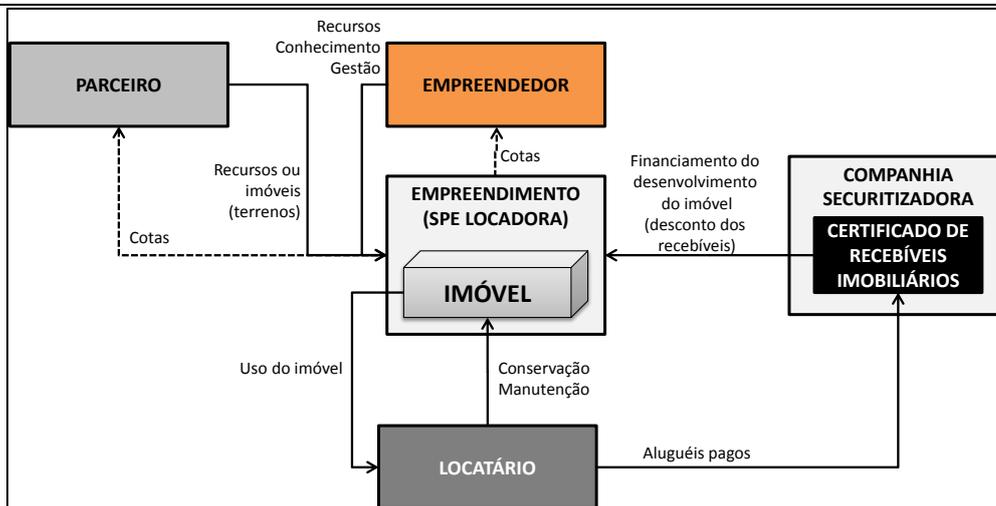


Figura 5: estrutura de um empreendimento build-to-suit com securitização e presença de parceiro

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

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

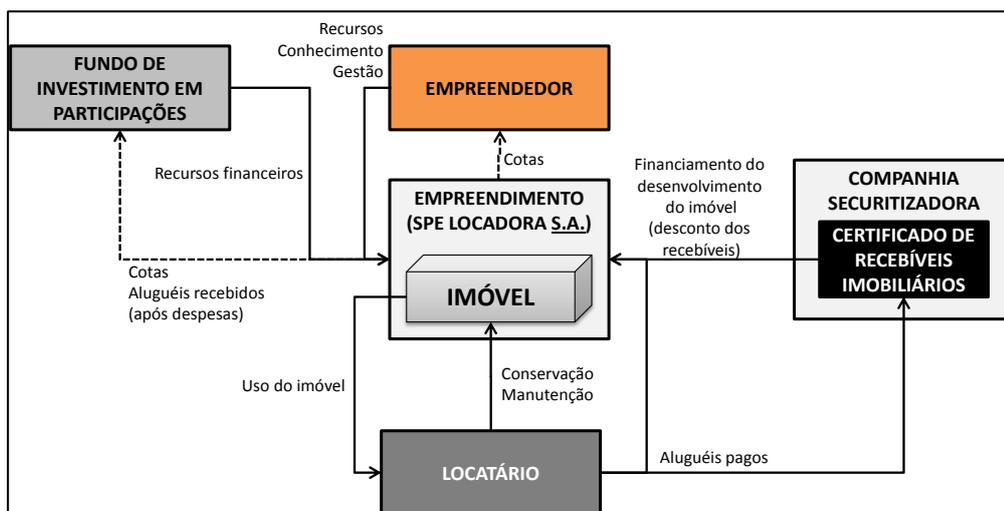


Figura 6: estrutura de um empreendimento build-to-suit com securitização e presença de FIP

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

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

Desvantagens e riscos:

- Geralmente, os FIP têm uma estratégia de saída dos investimentos realizados. Ou seja, é necessário que o empreendedor saiba que, em determinado momento, ele terá que comprar

a parte da SPE que pertence ao FIP ou terá que encontrar outro investidor de sua confiança para ser seu sócio.

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

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

Esta opção é adotada no mercado apenas em situações transitórias, em que o FII adquiriu a SPE proprietária do imóvel e fará, em seguida, a transferência do imóvel para dentro do próprio FII¹⁰. Mas é cada vez mais incomum, pois os FII estão tomando o risco de realizar dentro de sua estrutura os empreendimentos, não havendo mais a necessidade da realização do empreendimento por um terceiro (incorporadora ou SPE ligada à gestora do FII, por exemplo) para que haja, posteriormente, a aquisição do imóvel pelo FII.

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

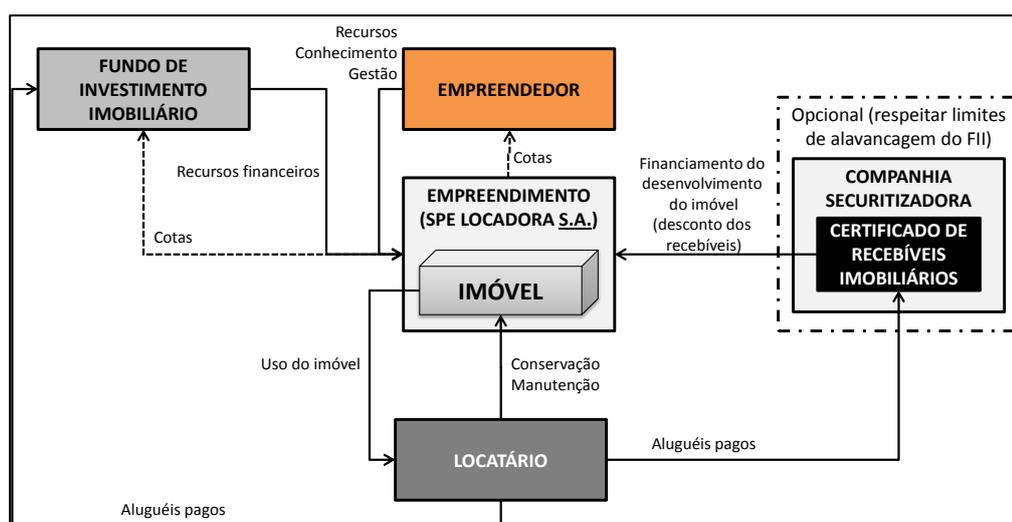


Figura 7: estrutura de um empreendimento build-to-suit com securitização e presença de FIP

Empreendimento com FII (Figura 8/Figura 5)

Na última configuração analisada, o FII atua como proprietário direto do imóvel. Seus recursos, captados no mercado, são investidos no desenvolvimento do imóvel (ou sua compra depois de pronto). Neste caso, o empreendedor que desenvolve o imóvel frequentemente atua como “consultor imobiliário” e/ou “gestor do fundo de investimento”. Considera-se esta a opção mais atrativa para imóveis de grande porte¹¹, pois o investimento é partilhado entre os cotistas (assim como seus rendimentos, naturalmente) e, como esses cotistas têm a oportunidade de investir em imóveis através de gestores qualificados conhecedores do setor imobiliário, a captação de recursos é feita com facilidade.

¹⁰ É válido lembrar que a operação de transferência de um imóvel da SPE para o FII proprietário da SPE está sujeita a custos de ITBI, registro em cartório, além de eventuais tributações sobre ganho de capital pela SPE na venda do imóvel.

¹¹ Segundo o Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr. em aulas ministradas em 2013 no âmbito da disciplina “GEE-021 - Instrumentos de investimento em Real Estate”, do curso de MBA em Real Estate da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo.

Vantagens:

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

Desvantagens:

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

Riscos:

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

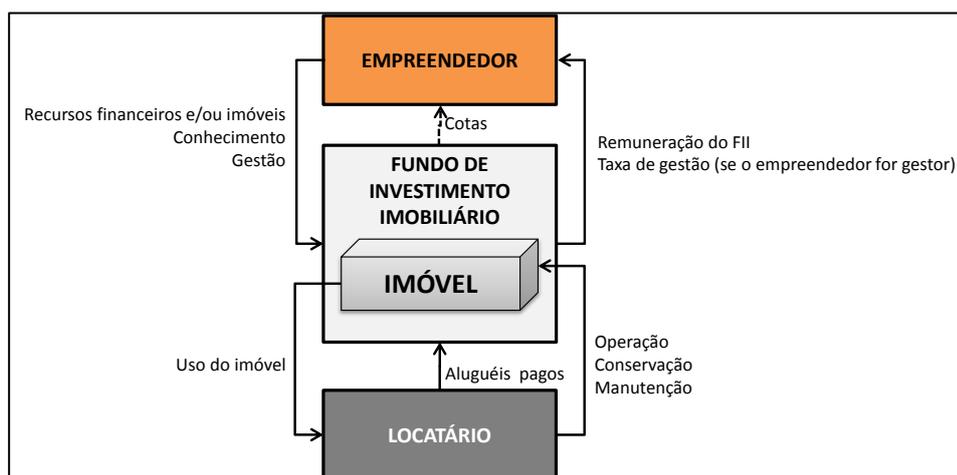


Figura 8: estrutura de um empreendimento build-to-suit com FII apenas

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÃO

Conclui-se, da exposição acima, que o meio mais adequado de dívida para a estruturação de empreendimentos build-to-suit é a securitização com emissão de CRI. Por sua flexibilidade na definição dos termos, seu prazo mais longo para pagamento, seu *loan-to-value* mais alto e por ter o pagamento atrelado ao valor do aluguel, entre outros fatores, esta é a forma mais adequada, do ponto de vista dos empreendedores, para financiar seus empreendimentos.

Já no caso de equity, se o empreendedor não deseja realizar aportes de capital próprio e parcerias não são atrativas, ou se o empreendimento é de grande porte e se quer partilhar os investimentos com uma captação de mercado, a alternativa mais adequada é a estruturação de um fundo de investimento imobiliário (FII), fundo este que será o desenvolvedor, estruturador e proprietário do empreendimento, ou poderá adquirir o imóvel do empreendedor depois de pronto. O empreendedor passa a ser o consultor imobiliário e/ou gestor do fundo.

Ainda, deve-se atentar para outros fatores de risco do build-to-suit. Um deles, e talvez o mais importante, é a qualidade do locatário do imóvel. Locatários com alto risco de crédito, histórico de quebras de contrato, e até desonestos (ainda que este seja um julgamento particular do empreendedor), devem ser evitados a todo custo. Um imóvel desenvolvido especialmente para um locatário é, geralmente, de difícil reinserção de mercado (Cilli 2005), então deve ser visto como um “casamento” entre o locador e o inquilino. O build-to-suit é visto pelo mercado como um segmento de baixo risco, mas passa a ser de altíssimo risco se o locatário não for de qualidade.

Finalmente, como sugestão para estudos futuros, acreditamos que se deve fazer uma análise econômico-financeira (quantitativa, com modelos) de casos reais, empregando-se cada uma das estruturas mostradas. Assim, será possível conhecer e comparar quantitativamente os riscos e retornos de cada alternativa.

BIBLIOGRAFIA

- Alencar, Claudio Tavares de. 1998. “Derivação de Fundos Para Investimento Em Empreendimentos de Infra-Estrutura No Brasil: A Viabilidade Da Securitização Nas Concessões Rodoviárias e de Geração Independente de Energia Hidrelétrica”. Tese de Doutorado, Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. <http://www.realestate.br/images/File/arquivosPDF/doctese.pdf>.
- BBA. 2002. “Prospecto de Distribuição Pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários Da Primeira Emissão Da WTorre PIC (Volkswagen e WTorre).” <http://www.wtorre.com.br/downloads/wtorre/RI/WTorre-PIC/prospecto-de-emissao/Prospecto-de-1-Emiss%C3%A3o-de-CRI-WTorre-PIC.pdf>.
- BTG Pactual. 2013. “Prospecto Preliminar de Distribuição Da Série 2.013-289 Da 1ª Emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários Da Brazilian Securities (Rede D’Or e São Luiz).” <https://www.btgpactual.com/home/download/prospecto/REDEDORPREL.pdf>.
- Bueno de Camarco, Cristiane, Carlos Eduardo Poli Sisti, and Rogéria Cristina Ferreira. 2010. “Built to Suit, Direito Real de Superfície e Sale and Leaseback, Uma Análise Comparativa.” In *10ª Conferência Internacional Da LARES*. São Paulo, Brasil.
- Bussi, William Jugeick. 2011. “A Busca Do Equilíbrio Do Desenvolvimento Do Setor Imobiliário Através Do Funding Sustentável (Fundo Popular Imobiliário - FPI)”. Monografia, São Paulo: ABECIP.
- Cilli, Fábio. 2005. “Empreendimentos Do Tipo Build-to-suit - Arbitragem Do Valor de Locação Em Editais de Concorrência”. Monografia, São Paulo: Escola Politécnica da Universidade de São Paulo.
- “Debênture de Infraestrutura - Infraestrutura Urbana.” 2013. Accessed June 20. <http://www.infraestruturaurbana.com.br/solucoes-tecnicas/16/artigo260565-1.asp>.
- Novoa Prado Consultoria. 2013. “ALTERAÇÃO DA LEI DO INQUILINATO – ‘BUILT TO SUIT’ OU ‘BUILD TO SUIT’ | Novoa Prado.” Accessed May 29. <http://www.novoaprado.com.br/alteracao-da-lei-do-inquilinato-built-to-suit-ou-build-to-suit/>.
- Rocha Lima Jr., João da. 2004. “Instrumentos de Investimento Em Empreendimentos Habitacionais No Brasil: A Questão Estrutural.” *Boletim Técnico Da Escola Politécnica Da USP*: 68.
- Rocha Lima Jr., João da, Eliane Monetti, and Claudio Tavares de Alencar. 2010. *Real Estate - Fundamentos Para Análise de Investimentos*. 1ª edição. Elsevier.
- Santander. 2013. “Prospecto Preliminar de Oferta Pública de Distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários Das 302ª, 303ª, 304ª Séries Da 1ª Emissão Da Brazilian Securities (Petrobras e Rio Bravo).” <https://www.btgpactual.com/home/download/prospecto/BRAZILIANPREL.pdf>.
- Scavone Junior, Luiz Antonio. 2011. *Direito Imobiliário - Teoria e Prática*. 3ª edição. Forense.
- Sobelman, David, and Jonathan W. Hipp. 2010. *The Little Book of Triple Net Lease Investing*. 1st ed. CreateSpace Independent Publishing Platform.