

13ª Conferência Internacional da LARES

Centro Brasileiro Britânico, São Paulo - Brasil

11, 12 e 13 de Setembro de 2013



Operações *Built to Suit* antes e depois da Lei nº 12.744/12 – O Estudo de Caso do Hospital Infantil Sabará

Luís Henrique da Silveira Franciozi¹, Paola Torneri Porto²

¹ Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil, franciozi@gmail.com

² Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil, paolatrn@usp.br

RESUMO

Pretende-se demonstrar o estágio legislativo atinente às locações *built to suit* (BTS), bem como analisar os indicadores de qualidade de investimento em determinado estudo de caso, considerando os impactos da legislação.

Com a promulgação da Lei nº 12.744 em 19 de dezembro de 2012 (Lei 12.744/12), as operações BTS, até então realizadas sem que tivessem uma lei específica aplicável, passaram a ter previsão expressa no ordenamento jurídico brasileiro. Como consequência, a insegurança jurídica que rondava este tipo de operação foi mitigada, o que traz segurança às partes envolvidas e possibilita uma maior disseminação de negócios desta natureza.

Na hipótese de rescisão antecipada do contrato de locação BTS, considerando a possibilidade de cobrança de multas consideravelmente mais elevadas do que nas locações típicas, podendo ser equivalentes ao valor dos alugueis vincendos, os impactos são diferentes daqueles aplicáveis às hipóteses de rescisão contratual antecipada em casos de locações típicas.

Além disso, tendo em vista a previsão da Lei 12.744/12 sobre a possibilidade de renúncia à ação revisional de aluguel, é possível estabelecer um fluxo de alugueis mais homogêneo, o que facilita a estruturação segura de uma operação de securitização de recebíveis. Além disso, no caso de renúncia à possibilidade de pleitear ação revisional de aluguel, não ocorre variação dos valores de alugueis contratados, evitando impactos em indicadores de qualidade do investimento, principalmente no que concerne à taxa de retorno.

A fim de ilustrar os principais impactos nos indicadores econômicos advindos da Lei 12.744/12, será apresentado o estudo de caso do Hospital Infantil Sabará, que aborda uma operação de *sale lease back* (SLB), seguida de BTS com securitização dos recebíveis imobiliários lastreados nos alugueis vinculados à locação BTS.

Palavras-chave: locação, *built to suit*, rescisão antecipada, ação revisional de aluguel, securitização de recebíveis.

13ª Conferência Internacional da LARES

Centro Brasileiro Britânico, São Paulo - Brasil

11, 12 e 13 de Setembro de 2013



Built to suit Transactions before and after the Law No. 12.744/12 – Case Study of Children’s Hospital Sabará

Abstract

The purpose of this article is to demonstrate the current state of legislation regarding built to suit transactions (BTS). Moreover, certain impacts will be discussed in the analysis of the quality of investment in a case study involving a BTS, considering the legislation impacts.

Law No. 12,744 enacted in December 19, 2012 (Law 12.744/12) sets up specific provisions regarding BTS in the Brazilian legal system. Thereafter, the legal uncertainty that was applicable to this type of transaction was mitigated, providing greater legal certainty for the involved parties, and enabling a dissemination of this kind of business.

In the event of early termination of the BTS agreement, considering the possibility of collecting fines considerably higher than in ordinary lease agreements, that may be equivalent to the value of the due rents, the impacts are different from those applicable to cases of early termination of common lease agreements.

Furthermore, considering a specific provision of Law No. 12.744/12, it is assured to the parties the right to waive the possibility of filing a lawsuit for rent review, so that the rent is expected to be homogeneous enabling a safer securitization of receivables, since a flow of receivable can be predicted easily. Moreover, the impossibility of changing the rental values previously agreed avoids impacts on indicators of quality of investment, especially in relation to the rate of return.

To illustrate the main economic impacts related to the legislation, the case study of “Hospital Infantil Sabará” will be analyzed, which addresses a sale and leaseback transaction, with subsequent BTS with the securitization of real estate receivables backed in rents related to the BTS lease.

Key-words: lease, built to suit, early termination, rent review lawsuit, securitization of receivables.

1. INTRODUÇÃO

Pretende-se examinar locações *built to suit* (BTS) principalmente no que diz respeito a impactos relacionados às recentes 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 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 nº 12.744 de 19 de dezembro de 2012 (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)¹, 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 brasileiro. Referida lei acrescentou o art. 54-A na Lei nº 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 caso o Locador tenha procedido à prévia aquisição, construção ou substancial reforma, por si ou por terceiros, do imóvel então especificado pelo Locatário, a fim de que seja locado 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. A respeito das operações BTS, 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.

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 dos Locatários pela não imobilização² ou desmobilização³ de ativos imobiliários. Assim, serão abordados alguns temas norteadores da decisão de empresas, que necessitam ocupar imóveis para executar suas atividades, pela desmobilização de ativos (ou simplesmente pela não imobilização). No Brasil, a opção pela desmobilização de ativos também tem sido vista como alternativa para as corporações.

A esse respeito, a crescente competitividade nos diferentes setores da economia tem pressionado as corporações em melhorar o desempenho na forma de conduzir seus negócios e gerar

¹ Embora haja denominação específica estabelecida na legislação vigente (“contrato de construção ajustada”), no presente artigo será utilizada a nomenclatura BTS, uma vez que o termo é difundido no mercado de *real estate*.

² 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.

³ Segundo GREGÓRIO (2010), desmobilização de propriedades significa que a corporação sai da posição de proprietária do imóvel que ocupa, porém continua a ocupá-lo como locatária.

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 (GREGÓRIO, 2007).

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”)⁴. Basicamente, a emissão de CRI é a operação na qual uma companhia securitizadora vincula determinados créditos imobiliários adquiridos pela securitizadora à emissão de títulos de crédito que podem ser comprados por investidores, denominados CRI, mediante a celebração de um termo de securitização de créditos. A securitização de recebíveis vem se mostrando como importante forma alternativa de *funding*⁵ ou alavancagem.

Ainda, será estudado o caso do Hospital Infantil Sabará, estruturado via operação de SLB⁶ seguida de locação BTS envolvendo reforma de imóvel, com posterior emissão de CRI tendo como lastro os aluguéis advindos da locação para o Hospital Infantil Sabará. No estudo de caso, 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.

2. OCUPAÇÃO DE IMÓVEIS PELAS CORPORações NA QUALIDADE DE PROPRIETÁRIAS OU DE LOCATÁRIAS

Nas economias mais desenvolvidas, é muito comum que as empresas discutam, detalhadamente e de forma multidisciplinar, temas referentes à decisão de aquisição ou ocupação de imóveis, diferentes naturezas de ocupação de imóveis, planos de expansão 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 seu tempo e recursos nas atividades em que são especializadas.

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 (GREGÓRIO, 2010).

Nesse cenário, surgem as operações de 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 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 algumas vantagens, tais como [i] diminuição da base de ativos, quando ocorre desmobilização, gerando melhores índices de retorno aos acionistas, de indicadores financeiros, de indicadores de

⁴ Conforme art. 6 da 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.

⁵ Segundo GREGÓRIO (2010), *funding* significa a estrutura da equação de fundos para implantar um certo empreendimento.

⁶ 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 já observado em contratos firmados com algumas corporações no Brasil. SLB está associado a desmobilização patrimonial imobiliária.

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 tempo e recursos em seu *core business*; [vii] estabilidade de alugueis em razão da renúncia de ação revisional (que será abordada adiante), 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.

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 empresas. 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”.

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.

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. Setores que não eram afeitos à construção ou a intrincadas engenharias financeiras também começam a convergir para o modelo de locações BTS.

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, veremos 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 às partes envolvidas.

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

As locações típicas e as locações BTS representam Empreendimentos de Base Imobiliária (EBI). 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 BTS, 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) (ROCHA LIMA, 2011).

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.

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 8.245/91 e, de forma complementar, pelo Código Civil, em vista das peculiaridades desse instituto e da sustentação 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 8245/91, 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, confere caráter cogente à Lei 8.245/91, o que significa dizer que não pode ser alterada pelas partes 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 realizados 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.

O registro e averbação do contrato de locação típico ou BTS na matrícula do imóvel 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 do imóvel. Na hipótese de registro e averbação do contrato, pelos motivos expostos, haverá custo de emolumentos perante o Registro de Imóveis competente, cujo valor é calculado proporcionalmente ao valor e prazo da locação, de acordo com tabelas de emolumentos e custas estaduais.

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 estará sujeito a um reajuste anual, com base em índices de atualização monetária escolhidos contratualmente pelas partes.

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 8.245/91⁷, 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

⁷ 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”.

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 da 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 pela [i] estruturação da operação BTS; [ii] aquisição do imóvel pelo Locador em local escolhido pelo Locatário; [iii] desenvolvimento dos projetos e construção ou reforma substancial do imóvel nos moldes solicitados pelo Locatário; e [iv] a utilização do imóvel por prazo determinado. Embora não haja impedimento para que seu pagamento ocorra mensalmente, há muitos casos de operação BTS em que a remuneração é feita anualmente. O valor da remuneração da locação BTS também é reajustado anualmente com base em índices de atualização monetária escolhidos contratualmente pelas partes.

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 no parágrafo acima. A esse respeito, o Poder Judiciário já vinha reconhecendo que a locação BTS era um contrato atípico, diferente da locação típica, de forma que deveria prevalecer o acordo firmado pelas partes no caso de renúncia da Ação Revisional, evidenciando que houve uma encomenda específica de um empreendimento. 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 convenionada a renúncia ao direito de revisão do valor dos aluguéis durante o prazo de vigência do contrato de locação”.

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 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.

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 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.

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 decorrido⁸. O Locador, por sua vez, não poderá solicitar rescisão unilateral do contrato antes do término do prazo contratual.

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 uma certa taxa de desconto). Esta penalidade, antes da Lei 12.744/12, era fundamentada no parágrafo único do artigo 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 realizados por este na estruturação da operação BTS, a pedido do Locatário.

Assim, a aplicação integral da Lei 8.245/91 era inconciliável com natureza do BTS em alguns aspectos. A Lei 12.744/12 acrescentou à Lei 8.245/91 o art. 54-A, parágrafo 2º, o que estabelece que “em caso de denúncia antecipada do vínculo locatício pelo locatário, compromete-se este a cumprir a multa convencional, 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 aqueles cobrados 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.

As locações não residenciais típicas, bem como as locações BTS, embora seja discutível neste último caso, já que prevalecem as disposições acordadas entre as partes⁹, 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

⁸ Embora a Lei de Locações 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, 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.

⁹ Embora o artigo 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 artigos 51 e 52, enquanto que as regras procedimentais são tratadas a partir do artigo 58, não abrangendo, portanto, os artigos 51 e 52 os quais, em tese, poderiam ser afastados pelas partes, conforme previsão do próprio artigo 54-A, *caput*, no sentido de que “prevalecerão as condições livremente pactuadas no contrato”.

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 de Locações, em seu art. 52¹⁰, estipula algumas exceções ao direito à ação renovatória.

A seguir, conforme Tabela 1, segue 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	LOCAÇÃO BTS
REGULAMENTAÇÃO	<ul style="list-style-type: none"> Lei de Locações. 	<ul style="list-style-type: none"> Lei de Locações e Código Civil (contratos anteriores a dezembro de 2012).
CONCEITO	<ul style="list-style-type: none"> Contrato típico; Uso do imóvel pelo Locatário. 	<ul style="list-style-type: none"> 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; e Uso do imóvel pelo Locatário vinculado a contrato de locação de longo prazo.
FORMALIZAÇÃO	<ul style="list-style-type: none"> Instrumento particular único. Registro opcional. 	<ul style="list-style-type: none"> Instrumento particular único, ou contrato de locação + contrato de construção; e Registro opcional.
AÇÃO REVISIONAL	<ul style="list-style-type: none"> Renúncia discutível. 	<ul style="list-style-type: none"> Renúncia possível.
VALOR DA REMUNERAÇÃO (ALUGUEL)	<ul style="list-style-type: none"> Contraprestação pelo uso do imóvel. 	<ul style="list-style-type: none"> Contraprestação pela estruturação da operação BTS, aquisição do terreno, construção ou reforma substancial e uso do imóvel.
PREFERÊNCIA E VIGÊNCIA	<ul style="list-style-type: none"> Mediante cláusula no contrato e registro na matrícula. 	<ul style="list-style-type: none"> Mediante cláusula no contrato e registro na matrícula (discutível).
PRAZO USUAL	<ul style="list-style-type: none"> 5 anos ou menos. 	<ul style="list-style-type: none"> Entre 10 e 20 anos.
AÇÃO RENOVATÓRIA	<ul style="list-style-type: none"> Sim. 	<ul style="list-style-type: none"> Discutível.
MULTA RESCISÓRIA USUAL	<ul style="list-style-type: none"> 3 aluguéis vigente à época. 	<ul style="list-style-type: none"> Valor (presente) dos aluguéis vincendos.

¹⁰ 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”.

4. ESTUDO DE CASO

Após a identificação do panorama e conceituação do BTS, 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.

As informações relacionadas ao estudo de caso foram obtidas no prospecto disponível em (<http://www.patriacsci.com.br/>)¹¹, sendo portanto uma fonte confiável e completa.

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

4.1. Partes Contratantes e Localização do Imóvel

O Hospital 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 torna fácil o acesso a vários bairros da cidade, estando localizado na Av. Angélica, nº 1987.

A Sociedade de Propósito Específico que atuou como investidora no caso do Hospital Sabará foi denominada Avenida Angélica Investimentos Imobiliários e Participações S.A. (Angélica). 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.

De comum acordo, o Hospital Sabará e a Angélica selecionaram a Método Engenharia S.A. (Construtora), a qual realizou as obras de reforma no imóvel.

4.2. Descrição da Operação BTS

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.

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.

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 sociedade de propósito específico 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, o que configura 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, 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.

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

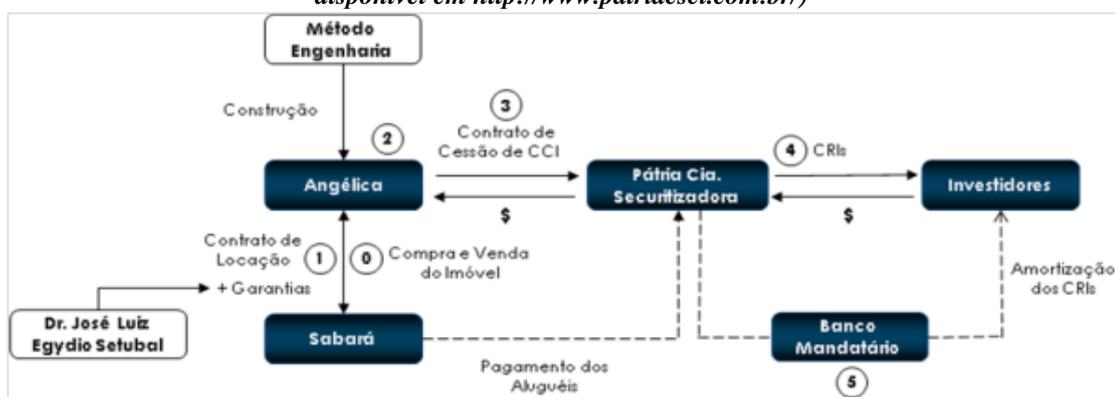
¹¹ Acesso em 15 de julho de 2013.

garantias à Angélica, por meio da celebração de contrato de alienação fiduciária de ações, contrato de cessão fiduciária de direitos relativos a dividendos e juros sobre capital próprio, bem como prestação de fiança.

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 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 de sua titularidade (CCI), representativas dos créditos imobiliários advindos da locação. A Angélica cedeu as referidas CCI a uma empresa securitizadora. A Securitizadora instituiu regime fiduciário sobre todas as CCI, a fim de lastrear a emissão de CRI. Sobre o valor nominal unitário dos CRIs incidiram juros remuneratórios correspondes a 9,25% (nove inteiros e vinte e cinco centésimos por cento) ao ano, o que representa a remuneração aos investidores. A Figura 1 abaixo ilustra os passos da emissão de CRI no estudo de caso.

Figura 1 - Fluxograma da operação BTS 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 CRI. 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*.

A Figura 2 abaixo demonstra como a fachada do Hospital Sabará antes e depois da reforma.

Figura 2 - Fotos antes e depois da Reforma



4.3. Dados dos Principais Contratos

Em 9 de janeiro de 2009 foi concluída a compra do Imóvel pela Angélica pelo valor total de 16.000 R\$ mil.

O Contrato de Locação celebrado em 26 de junho de 2008, 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 necessidades específicas do Hospital Sabará, incluindo a instalação de equipamentos sob medida. O Contrato de Locação possui prazo de 15 (quinze) anos, tendo em vista o fato de o valor do aluguel constituir 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.

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, conforme previsão do artigo 19 da Lei nº 8.245/91. Portanto, houve renúncia à Ação Revisional.

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 anualmente, todo dia 1º de abril, ou no dia útil imediatamente posterior, caso a data prevista não seja um dia útil na praça da Cidade de São Paulo, com a quantia de R\$6.584.646,00. 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).

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 artigo 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, a “Indenização”, que no 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).

A Angélica e o Hospital Sabará celebraram Contrato de Obras em 9 de janeiro de 2009, aditado em 20 de julho de 2009. Os custos das obras no Imóvel, no montante de 35.000 R\$ mil, foram suportados pela Angélica, sendo que o prazo estabelecido para conclusão das mesmas a cargo da Construtora contratada foi 8 de fevereiro de 2010, equivalente a 16 (dezesesseis) 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 2 adiante.

4.4. Cenário Referencial, Nível de Exposição e VOI

Interessante destacar que nas locações BTS, como a maior parte das variáveis é vislumbrada no ciclo de formatação do empreendimento, pode-se dizer que esse tipo de operação fica menos sujeita a variações do cenário referencial. Diante das informações relatadas anteriormente, temos o seguinte cenário referencial de custos:

Tabela 2 - Dados dos custos principais do cenário referencial do estudo de caso

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%

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 de remuneração de 9,25% ao ano, referidos dados não serão levados em consideração na modelagem deste estudo de caso, pois mereceriam um exame científico minucioso apartado. 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. Além do FRA, que reduz a receita, foi arbitrado um valor para custos e despesas da administração da Angélica equivalente a 1% do ROB.

Tabela 3 - Receitas do cenário referencial do estudo de caso

Receitas	
Aluguel anual	R\$ 6.585 R\$ mil
Prazo	15 anos
FRA	4,00% ROB
Custo de administração	1,00% ROB

O nível de exposição do Locador em dada operação é equivalente ao valor dos investimentos realizados em tal operação. 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 – 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 (Eq. 1).

$$EXP 0 = \sum_{k=1}^{ci} I_k(1 + \text{tat implantação})^{ci-k} \quad (1)$$

Onde:

EXP 0: nível de exposição ao final da implantação;

ci: extensão do ciclo de implantação;

k: contador de meses;

I_k : fluxo de recursos aplicado pelo Locador em dado empreendimento;

Tat implantação: taxa de atratividade arbitrada.

Para o estudo de caso, será arbitrada a Tat de implantação de 15% ao ano, 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 (mês 22), o EXP da Angélica perfaz o montante de 56.995 R\$ mil.

No que diz respeito ao ciclo de operação do empreendimento, uma vez que ele esteja pronto para operar, vale destacar que as locações BTS têm o benefício de não estar sujeitas à arbitragem de penetração no mercado uma vez que a locação já existe no momento em que são iniciados os investimentos.

O fluxo de renda disponível (RODi) se agrega ao valor do empreendimento no ano de saída, compondo o fluxo de retorno do empreendimento. A partir do ano 1 em diante, o aluguel a ser recebido do Hospital Sabará será de 6.585 R\$ mil (como já mencionado, desconsiderando a securitização de recebíveis ocorrida). Contudo, considerando o FRA anual de 4%, equivalente portanto a 263 R\$ mil e considerando os custos e despesas de administração correspondentes a 1% do ROB, o que equivale à quantia anual de 66 R\$ mil, a Receita Operacional Disponível (RODi) equivale a 6.256 R\$ mil. Considerando o valor do empreendimento no ano 20, utilizando a metodologia do NRE-Poli, o VOI 20 corresponde a 56.332 R\$ mil. A seguir, estão indicadas as equações utilizadas para cálculo do VOI (Eq. 2) e (Eq.3).

$$VOI_i = \sum_{k=i+1}^{20} \frac{ROD_i}{(1 + TAI)^{k-i}} + \frac{VOI_{20}}{(1 + TAI)^{(20-i)}} \quad (2)$$

$$VOI_{20} = \alpha * \left[\sum_{20}^{40} \frac{ROD_i}{(1 + TAS)^{i-20}} \right] \quad (3)$$

O VOI_i 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 em 9% ao ano, equivalente efetiva, acima do IPCA, sendo que o VOI 20 representa o valor que um investidor universal avesso ao risco pagaria para comprar o empreendimento para usufruir nos próximos 20 anos, descontado à taxa setorial, também denominada TAS, arbitrada em 7% ao ano, equivalente efetiva, acima do IPCA, multiplicado pelo fator alfa de reciclagem (85%). O alfa é um fator de ajuste para calibre da dimensão dos investimentos em reciclagem necessários para manutenção da inserção de mercado do empreendimento (ALENCAR, 2011).

4.5. Cálculo de Indicadores

Considerando o cenário referencial abordado anteriormente e as taxas arbitradas, a Taxa de Retorno no conceito Restrito (TRR) corresponde a 10,96% a.a., equivalente efetiva, acima do IPCA e o *payback* do investimento se dá no ano 9.

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. O lastro do estudo de caso corresponde a 1,18.

4.6. Análise de Riscos

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

Considerando que anteriormente à publicação da Lei nº 12.744/12 não havia legislação específica a respeito das operações BTS, não obstante a doutrina dominante favorável às proteções conferidas aos investidores/Locadores, havia a possibilidade de desconsideração de uma operação BTS, de forma que fossem aplicáveis os mesmos riscos atinentes a locações típicas, em especial no que diz respeito à possibilidade de rescisão antecipada do contrato de locação pelo Locatário sem necessidade de pagamento de penalidade correspondente aos alugueis vincendos. Com isso, o empreendimento realizado pelo investidor perderia a natureza de operação BTS e passaria a ser considerado como uma locação típica.

4.6.1. Análise de Sensibilidade - Ação Revisional

Como examinado no Capítulo 3, antes mesmo da publicação da Lei nº 12.744/12, já era defensável a renúncia à possibilidade de pleitear a Ação Revisional pelas partes contratantes em locações BTS, 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 remota, vale verificar qual seria o impacto de uma Ação Revisional nos indicadores de qualidade do empreendimento do Hospital Sabará.

A Tabela 4 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 TRR. Ainda, são avaliados os impactos da Ação Revisional em diferentes anos.

Tabela 4 - Impacto da Ação Revisional no retorno do estudo de caso do Hospital Sabará

	BTS	Redução do aluguel			
		10%	20%	30%	40%
Ano da revisional	4	10,1%	9,2%	8,1%	7,0%
	7	10,3%	9,6%	8,9%	8,0%
	10	10,5%	10,0%	9,5%	8,9%
	13	10,6%	10,3%	9,9%	9,5%
	16	10,7%	10,5%	10,2%	9,9%
	19	10,8%	10,6%	10,4%	10,2%

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 4 foi eliminado.

4.6.2. Análise de Sensibilidade - Rescisão Hospital Sabará

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, a “Indenização”, que consiste no 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, foi feita uma análise de uma eventual rescisão contratual no ano 5 do ciclo de operação, sendo arbitrado um prazo de absorção de 1 ano para busca de novo inquilino, uma reforma de 15.000 R\$ mil a ser realizada no ano seguinte da rescisão para adequar o imóvel às necessidades do novo inquilino e uma diminuição de 30% do valor do aluguel. Nesta hipótese, a TRR do empreendimento ficaria em 11,21% a.a., equivalente efetiva, acima do IPCA. A seguir, foram analisadas as TRRs em diferentes anos de rescisão antecipada, mantidas as demais condições arbitradas.

Gráfico 3 - TRR em diferentes anos de rescisão



Como se vê, quanto antes ocorre a rescisão, melhor o retorno do Locador, uma vez que é maior o número de alugueis vincendos que serão pagos pelo Locatário a título de Indenização.

Antes da publicação da Lei 12.744/12, considerando que não havia previsão expressa sobre a possibilidade de cobrança de multas mais elevadas, embora houvesse fundamentação consistente para cobrança de penalidades elevadas no caso de rescisão antecipada, era possível que as locações BTS fossem desconsideradas de forma que fossem aplicadas as penalidades usualmente cobradas em locações típicas, equivalentes a 3 meses de aluguel vigentes. Caso ocorresse a rescisão do contrato no ano 5 do ciclo de operação, mantidas as condições arbitradas no que se refere a prazo de absorção, novo valor de aluguel e necessidade de execução de reforma para adequar o imóvel para outro inquilino, a TRR do empreendimento cairia para 6,16 % contra os 11,21%, ambos a.a., equivalente efetiva, acima do IPCA.

5. 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 imobilizar ou não capital em ativos imobiliários, em vista dos fatores mencionados no Capítulo 2 deste artigo.

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

recente evolução legislativa (dezembro de 2012) no que diz respeito às locações BTS, 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 entrada em vigor 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.

Os alugueis relacionados às locações BTS, em razão principalmente de sua característica de homogeneidade, 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 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 comparação com locações típicas, permitindo avaliar as diferenças quanto à qualidade do investimento e riscos atinentes a cada uma das modalidades.

6. REFERÊNCIAS

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 Hierarchical 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.

ROCHA LIMA JR. J.. Fundos de investimento imobiliário e títulos de investimento de base imobiliária. São Paulo: EPUSP, 1994. 33 p. (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP, Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/130).

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