

**FERNANDA HADDAD GOMES**

**ANÁLISE DOS IMPACTOS DO USO DO SALE-LEASEBACK PARA  
DESMOBILIZAÇÃO DE ATIVOS: ESTUDO DE CASO DO CENTRO DE  
DISTRIBUIÇÃO DA GENERAL MOTORS**

São Paulo

2017

**FERNANDA HADDAD GOMES**

**ANÁLISE DOS IMPACTOS DO USO DO SALE-LEASEBACK PARA  
DESMOBILIZAÇÃO DE ATIVOS: ESTUDO DE CASO DO CENTRO DE  
DISTRIBUIÇÃO DA GENERAL MOTORS**

Monografia apresentada à Escola Politécnica da  
Universidade de São Paulo para obtenção do título de  
Especialização em Real Estate – Economia Setorial e  
Mercados (MBA USP).

Orientador: Prof. Dr. Fernando Bontorim Amato.

São Paulo

2017

## 1. INTRODUÇÃO

### 1.1 Contextualização do tema

O *Sale-leaseback* (SLB) é conhecido como a venda de um imóvel seguida de um contrato de locação do mesmo. Essa transação representa uma estratégia de desmobilização patrimonial, onde uma empresa pode liberar capital que antes estava alocado no ativo imobilizado. Sendo assim, a maior vantagem do SLB é a possibilidade de levantar capital de giro, tornando-se uma opção ao financiamento tradicional.

Para OGASAVARA (2000), a operação de SLB é considerada como uma forma de *leasing*, o qual é baseado na concepção econômica de que o fato gerador de rendimentos para uma empresa se faz no uso e não na propriedade de um bem. De forma resumida é definido como um acordo cuja finalidade é a concessão do uso de um bem, através de um contrato de *leasing*, por prazo determinado, no qual poderá a arrendatária (originadora do negócio) no final do contrato optar entre a devolução do bem, renovar o contrato, ou adquirir o mesmo por um novo valor estipulado entre as partes.

O *leasing* passou a ser utilizado no Brasil na década de 1960 diante de um forte crescimento do país, no qual as empresas precisavam encontrar meios de expandir suas operações, porém os bancos não conseguiam suprir toda a demanda por recursos. Desta forma as companhias passaram a alugar os bens ao invés de adquiri-los. Mesmo perante esta necessidade do mercado o *leasing* demorou a ser praticado no país, e isso deveu-se a vários fatores, como: (i) processo não regulamentado legalmente no Brasil, (ii) falta de conhecimento sobre essas operações e (iii) entendimento empresarial de que era necessário possuir o bem e não apenas usufruir deste (MANCUSO, 2002).

Segundo MIRANDA (2009), este instrumento aparece como uma modalidade de financiamento ao arrendatário, facilitando-lhe o uso de um bem de sua necessidade, sem ter que desembolsar inicialmente o valor desse bem, e com a opção no final do contrato, de tornar-se proprietário do bem, pagando nessa ocasião o valor residual. A existência de novas possibilidades de custeio para as empresas, a partir de instrumentos que se aloquem de forma mais adequada aos seus objetivos e estratégias têm desenvolvido soluções mais satisfatórias para desmobilizar ativos fixos. Esta nova tendência permite, tanto para quem investe quanto para quem vende seu imóvel, que ambas partes obtenham melhores retornos no seu negócio principal. Ou seja, investidores

interessados na compra de imóveis em transações de SLB passam a investir em ativos imobiliários enquanto a originadora investe no que realmente faz parte da sua operação.

Já a operação de SLB, segundo GREGÓRIO (2010), foi praticada no Brasil com maior intensidade pelo setor bancário para atender as exigências apresentadas no acordo da Basiléia, em 2004, que previa algumas exigências mínimas de capital para as instituições financeiras, como a redução da participação do ativo imobilizado em relação ao patrimônio líquido. Este instrumento também foi visto na indústria e no varejo, como o exemplo das Lojas Americanas, C&A, BASF, Renault, entre outros.

SCHONBLUM (2004) afirma que legalmente o SLB é tratado como um contrato atípico, visto que no Brasil ainda não foram desenvolvidas leis exclusivas a respeito do assunto, fazendo com que as operações se apoiem em legislações relacionadas a *leasing* e aos contratos de locação. Devido a essa falha do sistema jurídico fez-se necessário a busca de instrumentos que ofereçam maior garantia aos agentes envolvidos, como o Direito Real de Superfície e os processos de securitização.

Atualmente, o país passa por um momento de instabilidade econômica, sendo assim, as empresas procuram cada vez mais novas opções que as permitam melhorarem seus processos, tornarem-se mais competitivas e conquistarem mais clientes. Neste cenário, as operações de SLB são ainda mais importantes, pois permitem que as empresas obtenham recursos financeiros e ao mesmo tempo usufruam da propriedade por meio da locação, além de possibilitar uma geração mais rápida de caixa e uma economia de impostos.

## 1.2 Objetivo e Premissas

O objetivo desta monografia é analisar, na visão do usuário do imóvel, o emprego do *Sale-leaseback* como mecanismo de desmobilização de ativos para geração de capital de giro para empresas, considerando as possíveis estruturas desta operação.

Para referenciar e promover esta discussão, faz-se uso de um estudo de caso, um centro de distribuição localizado no município de Sorocaba (SP). Utiliza-se como premissa que a empresa do caso é considerada uma originadora saudável financeiramente, que possui os recursos necessários para desenvolver e concluir a transação sem riscos de inadimplência. Visto que o foco do estudo será a empresa usuária, assume-se que esta oportunidade já tenha um investidor e que na visão dele esta operação é classificada como atrativa. Assim, a partir da análise da venda do imóvel

pelo SLB, avaliou-se o impacto da transação na empresa do caso, discorrendo sobre as motivações que originaram a desmobilização, o ativo arrendado e demais peculiaridades do contrato firmado.

### 1.3 Metodologia

A metodologia deste estudo para analisar o uso do *Sale-leaseback* como desmobilizador de ativos foi desenvolvida em quatro partes principais: (i) conceituação teórica, (ii) *Sale-leaseback*, (iii) estudo de caso e (iv) considerações finais.

A primeira etapa (i), de conceituação teórica foi iniciada com a explicação sobre as possíveis estratégias para uma empresa gerar capital normalmente, porém, não é o intuito do trabalho discorrer sobre qual estratégia seria a mais adequada para o estudo de caso, mas sim sobre as vantagens e desvantagens em ter escolhido o *Sale-leaseback*. Em seguida, dado que este é caracterizado como um mecanismo de *leasing* discute-se o seu surgimento, os principais conceitos e qual a lei que suporta este mecanismo com auxílio das obras de três principais autores: OGASAVARA (2000), MANCUSO (2002) e RESENDE (2001). Como algumas características do *leasing* podem ser únicas para cada tipo escolhido esta etapa divide o *leasing* em duas vertentes básicas, o *leasing* operacional e o financeiro, assim como suas vantagens e impactos. De qualquer forma, independentemente do *leasing* aplicado, a empresa pode optar por fazer uso de diferentes instrumentos jurídicos (Contratos de Locação ou DRS) para suportar a transação, isto é, cada instrumento possui características únicas com relação a garantias, rescisões contratuais, prazos e até nos impactos financeiros. Para demonstrar os impactos deste instrumento este trabalho utiliza a Lei do Inquilinato, que suporta os contratos de locação, e o Direito Real de Superfície, em vigor no Código Civil. Porém, como não se discute a aplicação de cada tipo de *leasing* no caso, são avaliadas as implicações de cada instrumento exclusivamente apenas sob a ótica do SLB.

Na segunda etapa (ii), voltada para detalhar o mecanismo de SLB, discute-se o início dessas operações no Brasil, sua estrutura e as vantagens e desvantagens, sempre na ótica do originador. Para suportar o estudo de caso neste capítulo detalha-se teoricamente como serão avaliados os impactos de desoneração do balanço patrimonial e economia tributária, além dos elementos contratuais observados nas operações de SLB, como a possibilidade de rescisão, agentes envolvidos, prazos, reajuste de parcelas de aluguel e opção de compra do ativo após término do contrato. Resume-se neste ponto do trabalho como seria uma estrutura de SLB suportada por cada

um dos instrumentos jurídicos apresentados previamente no intuito de evidenciar que a estrutura escolhida para originar a operação SLB depende diretamente da estratégia da empresa.

Na terceira etapa (iii) evidencia-se a utilização do SLB como mecanismo de geração de capital de giro com ajuda de um estudo de caso, explorando os possíveis ganhos, os impactos nos indicadores de liquidez e de endividamento e a economia tributária permitida pela operação. Para isso este trabalho se baseia na metodologia desenvolvida na tese de GREGÓRIO (2010), a qual tem por objetivo configurar um processo para análise da oportunidade de imobilização e desmobilização em imóveis corporativos, sob a ótica dos usuários dos imóveis. Para tanto, foi usado o exemplo de um centro de distribuição da empresa General Motors (originadora da transação). Na intenção de mensurar o capital de giro gerado compara-se o aluguel pago pelo imóvel com o montante originado pela venda do mesmo, o qual será investido nas atividades do negócio da empresa. Para analisar o impacto no balanço patrimonial da empresa do caso são estudados os indicadores de liquidez e endividamento a partir do resultado da companhia antes e depois da transação de SLB, compreendendo as variações de capital de giro, grau de imobilização, perfil da dívida, entre outros.

O cálculo da economia tributária compara dois fluxos, o de aluguéis e o da depreciação, visto que os dois geram deduções da base tributável. Uma vez que o imóvel já está 100% depreciado, o cálculo da economia tributária simula um cenário em que o imóvel tenha sido adquirido no mesmo momento da transação e será depreciado pelo período de vida útil do mesmo. Simultaneamente, será descontado do fluxo de aluguéis o imposto devido, para que no final se obtenha a soma do que foi economizado com o SLB.

A etapa final, de Considerações Finais (iv), responde se o objetivo do trabalho foi realmente alcançado e se o SLB é adequado como instrumento de desmobilização de capital, utilizando como justificativa os principais resultados encontrados.

## 2. DESMOBILIZAÇÃO PATRIMONIAL IMOBILIÁRIA

O mercado imobiliário brasileiro sofreu por muito tempo com a ausência de profissionais capacitados no setor, pouca oferta de recursos para financiamentos e falta de opções para levantar capital. De acordo com GITMAN (1997), essa necessidade fez com que o mercado desenvolvesse novos métodos para captar recursos, sendo que todas originaram das seguintes alternativas:

- (i) redução de um ativo, como a venda de créditos (securitização de recebíveis), venda de bens e/ou partes do negócio;
- (ii) aumento de um passivo, a partir de empréstimos e/ou debêntures;
- (iii) lucro líquido, originado pelo negócio da empresa, após imposto de renda somado à despesas que não implicam em saída de caixa;
- (iv) venda de ações, podendo ser na forma de aporte de capital ou novas emissões.

Pelo fato de que cada uma dessas alternativas se encaixam de forma diferente nas empresas, é necessário que se avalie as vantagens e os riscos associados a elas. Adiciona-se que a primeira opção, redução de ativos, é a única que não exige a entrada de novos recursos na empresa, mas sim uma permuta de ativos imobilizados ou não circulantes por ativos circulantes. Esta monografia discorre sobre um dos instrumentos de redução de um ativo imobilizado, ou seja, o *Sale-leaseback*. Para suportar o tema serão discutidas possíveis estruturas para essa operação, dependendo do tipo de contrato usado em cada uma, assim como as vantagens ao realizá-las.

De acordo com a CBRE (2014), a influência dos ativos imobiliários no balanço das empresas ainda é muito relevante se confrontado com empresas fora do país. Nos Estados Unidos cerca de 15% das empresas são proprietárias dos imóveis nos quais estão localizadas. Em contrapartida, no Brasil, de acordo com um levantamento da consultoria E&Y (2007), aproximadamente 75% dos escritórios é ocupado pelos próprios proprietários, já nos imóveis industriais (galpões, centro de distribuição, entre outros) este percentual está entre 90% e 95%.

GIBSON e LAUARGUAND (2002, *apud*, GREGÓRIO, 2010) afirmam ser necessário avaliar o impacto da propriedade imobiliária para o negócio principal, pois o imóvel pode ser essencial para a atividade principal ou apenas dá suporte a operação. Antigamente as empresas adquiriam imóveis como lastro e, devido à volatilidade econômica, o mercado imobiliário era uma boa opção de investimento. Já hoje uma empresa pode ter diversos motivos para adquirir um imóvel, e muitos destes motivos estão ligados a estratégia da mesma.

Para EDWARDS e ELLISON (2004,) *apud* GREGÓRIO (2010), alguns imóveis possuem características essenciais para a operação da empresa, fazendo com que a atividade operacional dependa dele, tais como aspectos logísticos ou mercadológicos. Desta forma, quanto mais as atividades principais dependerem da propriedade nela executadas, maior é a importância desse ativo e, conseqüentemente, mais difícil a desmobilização do mesmo

Em algumas situações, dentro do planejamento estratégico da empresa, vislumbra-se o uso do imóvel por um longo período de tempo e constantes adequações e melhorias, desta forma é mais vantajoso manter o ativo imobilizado e ter mais flexibilidade para realizar as mudanças necessárias. Mesmo que a empresa opte por desmobilizar e alugar outro espaço por longo prazo não terá liberdade para realizar modificações no imóvel.

Por exemplo, no varejo a questão da localização é de extrema importância, pois a loja tem de estar posicionada em um lugar atrativo onde esteja seu público-alvo. Neste caso, como a empresa precisa passar uma imagem adequada ao consumidor é necessário analisar se vale a pena a desmobilização do mesmo, visto que em um contrato de locação simples não é garantia que a companhia possa ocupar aquele espaço por tempo indeterminado. Por outro lado, no caso de galpões industriais nem sempre a propriedade do ativo é essencial a empresa, uma vez que se tratam de espaços para armazenamento.

## **2.1. Conceituação de Leasing**

De acordo com OGASAVARA (2000):

o *leasing*, conhecido também como arrendamento mercantil, pode ser definido como um acordo com finalidade de concessão do uso de bens de capital ou de qualquer outro bem que componha o ativo imobilizado da empresa, a partir de um contrato de arrendamento, por prazo determinado.

A Lei nº 6.099, de 12 de setembro de 1974, a qual foi alterada de forma significativa apenas por meio da Resolução do Banco Central, nº 2.309, em agosto de 1996, definiu o arrendamento mercantil sendo:

o negócio jurídico realizado entre pessoa jurídica, na qualidade de arrendadora, e pessoa física ou jurídica na qualidade de arrendatária e que tenha por objeto o arrendamento de bens adquiridos pela arrendadora, segundo especificações da arrendatária e para uso próprio desta. Este argumento, porém, não é aplicável a arrendamentos em que arrendadora e arrendatária sejam pessoas jurídicas direta ou indiretamente interdependentes, bem como não se aplica aos arrendamentos contratados com a própria fabricante, seja na posição de arrendatária, seja na posição de arrendadora.



Para MIRANDA (2009), os contratos de *leasing* podem envolver uma arrendadora, que vai conceder ou adquirir o bem de que a arrendatária precisa e uma arrendatária, a figura principal do contrato e de quem se origina a necessidade de um bem para atender a sua atividade, por não ter ou não querer descapitalizar parte de seu patrimônio na aquisição daquele bem. Conforme RESENDE (2001), o *leasing*, chamado também de arrendamento mercantil é um compromisso entre arrendatário e um arrendador no qual estipula que o arrendatário tem o direito de usufruir de um ativo e, em troca, deve fazer pagamentos periódicos ao arrendador, ou seja, o proprietário do ativo. O arrendador pode ser o fabricante ou dono do ativo ou uma companhia de arrendamento independente. Se o arrendador for uma companhia de arrendamento independente, deverá comprar o ativo ao arrendatário, para que o acordo entre em vigor.

Segundo CAMARGO (2009), o *leasing* imobiliário, foco deste estudo, consiste numa forma de financiamento a médio e longo prazo, em que a empresa arrendadora, durante um determinado prazo, coloca à disposição do arrendatário, mediante o pagamento periódico de um determinado montante, o uso temporário de um imóvel, construído ou a construir, podendo existir a opção de compra ao final.

Para PANUCCI (2014), próximo da década de 1960, quando o país teve um período de forte crescimento econômico, uma das consequências negativas foi o aumento da inflação. Sendo assim, como forma de proteção tornou-se comum a aquisição de imóveis para construção de poupanças. Desta forma muitas empresas passaram a adquirir imóveis, independentemente de sua operação, diminuindo a liquidez da companhia, o que no futuro foi responsável por originar uma instabilidade dentro das empresas, visto que estas não possuíam disponibilidades para cumprir com suas obrigações. Neste cenário, as primeiras transações de *leasing* passaram a ser vistas no país, perante uma necessidade de caixa das empresas. Desde então o número de empresas de *leasing* tem aumentado, sendo supervisionadas pelo Banco Central do Brasil e com tratamento tributário e fiscal definido pela Receita Federal.

Como nem todos os processos de *leasing* possuem as mesmas características este mecanismo é subdividido em algumas modalidades, as quais serão discutidas nas próximas etapas.

### **2.1.1 Leasing operacional**

De acordo com AMADOR (2002), o *leasing* operacional corresponde à operação em que o arrendador, proprietário do bem concede-o em locação e assume o compromisso de prestar

assistência para a manutenção do mesmo. O contrato pode incluir a opção de compra e poderá ser rescindido a qualquer instante ou mediante simples aviso com a antecedência previamente estabelecida, geralmente de 30 dias. De acordo com a Lei nº 6.099, de 12 de setembro de 1974, este tipo de *leasing* tem como principais particularidades:

- (i) Não apresenta interferência direta de instituições financeiras;
- (ii) O prazo contratual precisa ser inferior a 75% do prazo de vida útil econômica do bem. Durante o prazo do contrato, o aluguel pago em troca do uso do bem não corresponde à totalidade da amortização e juros decorrentes da aquisição da propriedade pela arrendadora. O valor do aluguel é estipulado em acordo com a intensidade de uso, adicionada a devida manutenção;
- (iii) Uma das características principais que diferencia o *leasing* operacional de uma simples locação é a existência de opção de compra, na qual o valor é, em sua maioria, aquele vigente no mercado ao término do período contratual. Para OGASAVARA (2000), visto que a arrendatária não amortiza o valor total do bem, deve a arrendadora ir a mercado e vender o bem para recuperar o restante. Esse fator é considerado como um risco para a arrendadora, fazendo com que o *leasing* operacional tenha um preço diferenciado do *leasing* financeiro, pois embute esse risco;
- (iv) MANCUSO (1999) afirma que a arrendadora arca com os riscos decorrentes do direito de propriedade, sobretudo no que diz respeito à obsolescência tecnológica e às condições de comercialização no mercado secundário de equipamentos usados;
- (v) A arrendadora presta assistência técnica à arrendatária, objetivando principalmente a perfeita manutenção do estado funcional do equipamento, que poderá ser locado a outra, caso não haja interesse pela renovação da locação ou pela aquisição. Como nesta modalidade não existe a necessidade de que o valor do bem seja amortizado completamente, para que a arrendadora tenha lucro com a operação é necessário que um próximo locatário tenha interesse no imóvel, por isso é tão importante a manutenção do bem;
- (vi) As contraprestações pagas ao longo do tempo, a valor presente, não podem ultrapassar 90% do valor do bem;
- (vii) O preço para o exercício da opção de compra é o valor de mercado do bem arrendado e não haverá previsão de pagamento de valor residual garantido.

Uma vez que o arrendatário apenas fará uso do bem para as operações descritas em contrato, o arrendatário não possui nenhum compromisso futuro para com a arrendadora. Perante esta situação o *leasing* operacional é caracterizado contabilmente como um simples contrato de aluguel, sendo os gastos com aluguéis alocados apenas no demonstrativo de resultado, não onerando o balanço patrimonial.

### **2.1.2. Leasing Financeiro**

Nesta modalidade a propriedade do ativo é da empresa de *leasing* e não do fabricante do bem, que concede à empresa arrendatária o direito de usar o bem por prazo determinado e sob condições contratuais específicas, mediante pagamento de contraprestações. No *leasing* financeiro o valor do aluguel é estipulado com base no investimento realizado pela arrendadora para adquirir o bem, independentemente do grau de uso do bem, e a arrendadora não é obrigada a proporcionar manutenção do ativo.

As características mais vistas nesta modalidade são elencadas a seguir:

- (i) A mediação por uma instituição financeira é essencial, pois o bem nunca é de propriedade do produtor e sim de um terceiro, que neste caso seria a instituição financeira;
- (ii) Esta operação é semelhante a um empréstimo para compra de ativo fixo, visto que a arrendadora poderá recuperar o valor do investimento, incluindo os juros, diminuindo o risco da operação. Desta forma o valor residual da operação ao final do contrato pode ser bem menor que no *leasing* operacional, permitindo que a opção de compra tenha um valor pequeno se comparado ao valor da transação;
- (iii) Apresenta uma relação mais próxima entre o prazo do contrato e a vida econômica do ativo arrendado, uma vez que após atingir seu período ótimo de uso precisa ser substituído por outro;
- (iv) Sendo o uso do bem vinculado a uma operação financeira, o risco de obsolescência e desgaste não é legitimado somente pela arrendadora, como no *leasing* operacional, podendo incidir grande parte deste risco sobre a arrendatária;
- (v) Nesta modalidade faz-se necessária o estabelecimento do VRG – Valor Residual Garantido (detalhado no seu próprio capítulo), o qual é definido no momento da contratação e serve como uma proteção para a arrendadora caso o arrendatário não queira adquirir o bem ou renovar o contrato.

Para esta modalidade a contabilização também se difere do *leasing* operacional, uma vez que a empresa arrendatária possui intenção de compra do ativo ao final do contrato, categorizando uma operação mais semelhante a um financiamento. As obrigações pagas mensalmente não são adicionadas no resultado da empresa como pagamento de aluguel, mas sim somadas e contabilizadas no ativo imobilizado, em contrapartida o crédito é feito no passivo circulante e no não circulante.

Modalidades de Leasing		
Critérios	Leasing Operacional	Leasing Financeiro
<b>Prazo</b>	O prazo contratual mínimo é de 90 dias e o máximo precisa ser inferior a 75% do prazo de vida útil econômica do bem;	O prazo mínimo de arrendamento é de dois anos para bens com vida útil de até cinco anos, e de três anos para os demais.
<b>Valor Residual Garantido</b>	Não possui preve pagamento de valor residual garantido.	É uma obrigação assumida pelo arrendatário no momento da contratação que possibilita garantir que o arrendador receba um valor residual caso a arrendatária opte por não adquirir o bem. Adiciona-se que, apesar do pagamento deste valor ser feito no íncio da operação ele não é considerado uma intenção de compra.
<b>Prestações</b>	As contraprestações a serem pagas pela arrendatária contemplam o custo de arrendamento do bem e os serviços de manutenção e assistência, não podendo o valor presente dos pagamentos ultrapassar 90% do valor do bem.	As contraprestações sejam normalmente suficientes para que a arrendadora recupere o custo de aquisição do bem arrendado durante o prazo contratual da operação e, adicionalmente, obtenha um retorno sobre os recursos investidos (juros).
<b>Amortização</b>	O bem não será amortizado totalmente até o final do contrato.	Depende da amortização total do bem, por isso o prazo do contrato se assemelha muito mais com própria vida útil do bem.
<b>Opção de compra</b>	Valor de mercado do bem	Expresso pelo valor residual, o qual garante que o arrendador terá retorno financeiro por adquirir o bem e o arrendar, devendo constar no contrato da operação.

*Tabela 1: Modalidades de Leasing*

*Fonte: Elaboração do autor*

No caso do *leasing* operacional, visto que as prestações não podem ultrapassar 90% do valor do bem a valor presente e o prazo precisa ser inferior a 75% do prazo de vida útil, a taxa de desconto que trará o fluxo de prestações para valor presente precisa cumprir com essas duas premissas. A taxa de desconto não pode ser tão alta a ponto de o usuário do imóvel precisar de um prazo acima de 75% do prazo de vida útil para pagar o proprietário e também não pode ser tão baixa, para que o valor presente do fluxo não ultrapasse 90% do valor do bem. Além disso, a taxa de desconto precisa ser suficientemente atrativa para o investidor ao mesmo tempo em que as prestações possam ser pagar ser onerar o usuário.

### 2.1.3 Valor Residual Garantido

O VRG é o valor pago adicionalmente ao valor das prestações mensais e dos juros, sendo formado por um percentual sobre o valor de compra. Constitui-se como uma garantia, em favor da empresa arrendadora, no caso de o arrendatário não exercer sua opção de compra, sendo assim o bem seria vendido a terceiros pela melhor oferta. Em sendo o preço da venda superior ao VRG, a arrendadora devolverá o excedente ao arrendatário, e se inferior, existirá um débito a ser satisfeito pela arrendatária. Em outras palavras, para MIRANDA (2009), o VRG serviria para garantir a lucratividade e para excluir qualquer possibilidade de risco financeiro no negócio, na visão do proprietário do terreno.

A operação exige uma parcela financeira como entrada, que é registrada como antecipação do VRG, e no decorrer do prazo do arrendamento o arrendatário continua pagando parcelas que constam também como antecipação mensal do VRG, sendo diferentes das próprias parcelas do *leasing*. Dentro do *leasing* financeiro, o uso do VRG é um dos instrumentos mais utilizados nos contratos no país, cuja finalidade é o financiamento.

A antecipação do VRG não descaracterizaria o contrato de *leasing*, porquanto mesmo sendo pago antecipadamente, o arrendatário não teria exercido a opção de compra, que é um ato voluntário ocorrido após quitação de todas as contraprestações, podendo a arrendatária, ao final do contrato, optar pela compra, devolução ou renovação do período contratual. Caso a opção seja pela compra, CAMARGO e FERREIRA (2010), afirmam que a arrendatária utilizará esse depósito (VRG) para pagar o preço de compra, caso contrário os depósitos servirão de garantia do valor mínimo. Nota-se, portanto, que a diluição do pagamento do VRG ao longo do contrato surgiu frente à necessidade das arrendadoras em garantir a segurança do capital investido, sem que esta garantia onerasse demasiadamente a arrendatária.

Na década de 1990 argumenta-se que a cobrança antecipada do valor residual garantido junto às contraprestações, descaracterizava o contrato de *leasing*, caracterizando-o como um contrato de compra e venda do imóvel. Desta forma, em 2002 o Superior Tribunal de Justiça julgou e aprovou que: “A cobrança antecipada do valor residual (VRG) descaracteriza o contrato de arrendamento mercantil, transformando-o em compra e venda a prestação”.

Para MIRANDA (2009), em contrapartida, esta decisão gerava uma enorme insegurança jurídica, tendo em vista que muitos dos contratos de *leasing* em todo o território nacional poderiam ser questionados a qualquer momento, pois praticamente a totalidade dos contratos de *leasing*,

realizados por instituições financeiras até o momento tinham o valor residual garantido cobrado de forma antecipada. Diante deste, em 2003, o Superior Tribunal de Justiça aprovou que “A cobrança antecipada do valor residual garantido (VRG) não descaracteriza o contrato de arrendamento mercantil”.

### 3. O SALE-LEASEBACK

Conforme RIZZARDO (2011) e COLLIERS (2012), o SLB se assemelha ao *leasing* financeiro na maioria dos casos, porém, apresenta a peculiaridade de ser realizado apenas na modalidade em que usuária já é proprietária do bem a ser utilizado. O SLB é uma operação imobiliária pela qual uma propriedade é vendida a um terceiro que executa imediatamente um contrato de arrendamento ou locação, normalmente, de longo prazo para o próprio usuário que o vendeu. Neste capítulo será usado o termo “usuária” para destacar a originadora da operação, ou seja, a empresa que precisa utilizar o imóvel, e “proprietário” para a companhia que compra o imóvel da usuária e em seguida o concede para uso.

A venda do imóvel se reflete em pagamentos de obrigações por parte do usuário, as quais poderão ser definidas para gerar uma taxa negociada de juros mais amortização da totalidade do valor de aquisição do bem, desta forma o agente que adquiriu o imóvel seria ressarcido integralmente pelo investimento feito. Para COLLIERS (2013), assim como no *leasing* financeiro, ao final do contrato o arrendador concede as seguintes opções ao arrendatário: (i) devolver o bem, (ii) adquiri-lo ou (iii) renovar o contrato.

Ao vender o bem, o valor da transação que antes estava imobilizado no ativo da usuária passa a integrar o ativo circulante. Perante essa movimentação nas contas da empresa, fica evidenciado que o SLB gera maior liquidez financeira, uma vez que, agora o valor pode ser usado de forma imediata. Desta forma, o principal objetivo desta operação é a geração de capital de giro proveniente da venda do bem, a qual pode ser utilizada para expandir e desenvolver atividades ligadas ao negócio principal da empresa, pagar dívidas, trocar dívidas de curto prazo por outras de longo prazo e, se necessário, pagar os acionistas. Na hipótese de reinvestir na empresa, as necessidades de curto prazo, como investimentos na produção, melhorias dos processos, compra de suprimentos, entre outros, podem ser supridas com o capital de giro inserido na empresa com a venda do imóvel. Por outro lado, caso a empresa precise reestruturar seu perfil de endividamento a corporação utiliza o recurso disponível no ativo circulante, para quitar seus compromissos com atividades que necessitam de recursos imediatos, como a própria atividade principal, deixando as dívidas de longo prazo para o que realmente precisa ser quitado a longo prazo.

Para GREGÓRIO (2010), ao reestruturar o perfil da dívida a empresa não só melhora os seus índices de liquidez e endividamento, o que pode facilitar a liberação de financiamentos por parte de instituições financeiras, mas também estará melhor preparada no caso de emergências

financeiras, tendo maior tempo hábil para tomar uma decisão em momentos de crise. Por esse benefício o SLB é conhecido e observado em contratos firmados por algumas empresas no Brasil que buscam financiar suas atividades por meio da desmobilização do seu patrimônio, tendo em vista que para estas empresas a posse do ativo imobilizado não é crucial para operação das atividades do negócio.

Na perspectiva da arrendatária, PANUCCI (2014) e SPIRO (1996) afirmam que a maioria das empresas deve esperar alcançar um retorno consideravelmente maior baseado nas atividades comerciais que fazem parte do negócio principal da empresa se comparado a rendimentos gerados pelo imóvel. Eles argumentam que a imobilização da propriedade tem um efeito negativo no valor do negócio, pois manter o negócio e a propriedade operacional dentro de uma única empresa pode gerar ineficiência na gestão de um desses itens, e ao vender a propriedade essa barreira pode ser superada e, o investidor e vendedor podem desfrutar do retorno de seus negócios.

GASPARETTO (2009) ainda afirma que a operação de SLB acontece em casos em que a empresa conta com grande possibilidade de expansão, mas que não conta com recursos líquidos próprios, nem pode obter financiamentos bancários, portanto vende seus bens de capital imobilizado (prédio, máquinas, instalações), para recebê-los de volta como capital circulante e mediante ao pagamento de aluguéis para locação. CBRE (2012) adiciona que esta operação consiste numa forma hábil de conseguir capital em momentos de crise sem que haja perda da utilização dos bens, dando a possibilidade de aquisição dos ativos vendidos ao final do contrato.

Portanto, de acordo com DASSO e KUHN (1987), perante a possibilidade em obter capital de giro, o SLB está se tornando cada vez mais popular entre os ocupantes corporativos, sendo que foi visto como uma frente para novos meios de libertação de capital que está imobilizado em imóveis. COLLIERS (2013) apresenta que empresas como Tesco, Morrisons, PGA Peugeot, BASF, Santander e Telefônica são alguns dos exemplos de corporações que já usaram o SLB como modo de alavancar capital.

Em mercados de mutação e de crise, o SLB pode tornar-se uma ferramenta eficiente para solucionar os problemas das empresas e ajudarem a permanecer competitivas em um ambiente em constante mudança e que exige investimentos estratégicos para que não se corra o risco de perder oportunidades de crescimento. Diante disto o contrato de SLB deve estar alinhado da melhor forma possível com a estratégia da empresa.



GREGÓRIO (2010) discute que no Brasil, o SLB passou a ser utilizado com maior frequência após exigência do Banco Central, em linha com o acordo de Basileia, o qual demandava que as instituições financeiras reduzissem, até dezembro de 2004, para no máximo 50% a participação do ativo imobilizado sobre o patrimônio líquido. Sendo assim, um dos setores que mais utilizou o SLB foi o bancário, com a venda das agências de atendimento vinculada a um posterior contrato de locação por longo prazo.

Como as operações de SLB ainda são consideradas recentes no mercado Brasileiro, existem diversas discussões sobre os instrumentos legais que podem ampará-las. Segundo PANUCCI (2014), a natureza jurídica do contrato de *leasing* é bastante complexa e discutida, com isso, parte das referências sobre o SLB afirmam que este se trata de um contrato atípico, o qual aglomera elementos de diversos outros contratos, como os de locação, de financiamento e de compra e venda. O processo usualmente utiliza-se de apenas dois contratos, uma escritura de compra e venda de imóveis e um contrato de arrendamento com opção de compra.

Diante dessas incertezas algumas transações podem se assemelhar com operações de locação, ou seja, o uso do ativo está atrelado ao pagamento de aluguéis, sem muitas rescisórias na possibilidade de término de contrato. Outras operações utilizam o Direito Real de Superfície – DRS, o qual em linhas gerais, corresponde a uma transferência de direitos e obrigações do proprietário para o usuário. Sendo assim, cabe ao usuário o pagamento de encargos e tributos sobre todo o imóvel, podendo usar o terreno e realizar modificações sem pagar indenizações. Como o valor para uso do terreno é fixo e estipulado no momento da contratação, por mais que o usuário queira reincidir o contrato é necessário o pagamento integral da outorga estipulada, gerando maior segurança ao proprietário do imóvel.

### **3.1 Vantagens e Desvantagens**

As operações de SLB são atrativas para ambos agentes, usuário e proprietário, sendo que a justificativa para a execução da transação é diferente em cada caso, pois depende da estratégia e do momento de cada companhia. Como pontuado em uma das premissas, neste trabalho será mantida a visão da usuária, sendo assim não são abordados os benefícios e os riscos da operação para o proprietário. Portanto, as vantagens encontradas em uma transação de SLB seriam:

- (i) realocação de capital: as empresas costumam apresentar um retorno maior em seu ramo de negócio em comparação com investimentos em propriedade imobiliária. Caso a empresa necessite de mais capital em suas atividades diárias e esteja motivada em melhorar seus processos operacionais;
- (ii) instrumento de desmobilização de capital: o SLB permite a geração de capital sem a necessidade de contratação de um financiamento bancário, sendo uma alternativa aos bancos comerciais;
- (iii) transferência de risco: a usuária do imóvel garante direito de ocupação, além de renovação compulsória do contrato com base em um contrato de longo prazo e, ao mesmo tempo, transfere o risco de desvalorização da propriedade em uma possível venda futura caso a propriedade não seja mais necessária;
- (iv) desonerar o balanço: caso seja firmado um contrato de locação, o ativo imobilizado da empresa torna-se mais enxuto pela venda do imóvel, impactando de forma positiva nos índices de liquidez e nas margens financeiras da empresa;
- (v) valor de venda diferenciado no imóvel: de acordo com a CBRE (2012) e COLLIERS (2013), foi evidenciado que nas transações de SLB o valor de venda do imóvel tende a ser mais alto que em uma simples venda da propriedade. A explicação seria pela garantia de um fluxo de caixa mais constante ao investidor se comparado ao fluxo que este teria alugando para diversos inquilinos, ainda vulnerável ao risco de não locar o imóvel caso este seja muito específico e não atenda às necessidades dos possíveis interessados;
- (vi) impostos: nos contratos de locação os pagamentos de aluguel são 100% dedutíveis do lucro tributável da empresa por serem alocados como despesa operacional dedutível, já para os contratos de DRS o valor da outorga é amortizado ao longo do tempo, tornando-se também uma despesa operacional dedutível da base tributável;
- (vii) preço de locação: dependendo do contrato firmado as partes podem não exigir revisão contratual do valor do aluguel, desta forma a usuária não corre o risco de valorização do mesmo. Lembrando que independentemente das revisões contratuais, por lei, é necessário o reajuste do contrato por algum índice de inflação acordado entre as partes.

As desvantagens do SLB também dependem da estratégia da empresa e do tipo de contrato que será firmado com o proprietário do imóvel, como descrito abaixo.

- (i) possíveis alterações na legislação e/ou regras de contabilidade, as quais podem afetar o modo como a transação é tratada na demonstração de resultados da empresa e do balanço. Para PANUCCI (2014), além disso, sabe-se que a legislação que permeia o SLB não é específica para a transação, podendo haver o desenvolvimento de leis mais específicas que cubram as falhas atuais;
- (ii) caso uma empresa envolva no SLB um ativo que pode tornar-se obsoleto em um curto espaço de tempo, no caso do DRS, ainda assim terá que pagar todas as contraprestações pelo prazo contratual, o que poderá enfraquecer a posição competitiva da empresa e diminuir sua capacidade de cumprir com as obrigações de curto prazo;
- (iii) quando se trata de um imóvel com alto nível de especificidade, arquitetado a partir de certos padrões técnicos ou para uma única atividade, o valor de venda pode não ser tão atrativo para o proprietário, tendo em vista que este teria mais dificuldade em encontrar futuros inquilinos. Neste caso a cláusula de compra ao final do contrato pode minimizar este risco, porém não é capaz de assegurar que a aquisição aconteça (CBRE, 2012);
- (iv) os ativos próprios imobilizados podem servir como garantia em casos de financiamentos, sendo assim, caso a empresa necessite de um empréstimo no futuro pode precisar contratar um serviço terceiro de garantia, tendo este um custo mais elevado.

### **3.2. *Due dilligence***

Como forma de diminuir as desvantagens e maximizar as vantagens a empresa precisa identificar possíveis problemas que possa ter no decorrer da transação e garantir que as dificuldades encontradas sejam solucionadas. COLLIERS (2013) afirma que essa garantia é feita por um processo chamado de *due dilligence*, podendo ser traduzido para diligência prévia, e engloba determinar se o ativo em questão é viável para fins de investimento, promove verificação da informação dada e projeções financeiras, identifica os eventuais riscos inerentes à operação ou ao ativo, elenca os requisitos legais ou regulamentares aplicáveis e mapeia possíveis implicações e considerações jurídicas.

A aquisição de imóveis exige uma diligência prévia intensa para descobrir problemas ou obstáculos que podem não ser facilmente aparentes ou disponíveis. Esses detalhes não aparentes podem prejudicar a expectativa financeira de um negócio. Existem essencialmente três tipos de

participantes envolvidos na aquisição de imóveis, sendo cada um conduzido para fazer uma aquisição com diferentes objetivos:

- Propósitos de investimento;
- Desenvolvimento Imobiliário;
- Operações de negócios (nas quais o prédio será ocupado pela organização do investidor).

De acordo com a E&Y (2012), um dos tópicos para assegurar a verificação dos itens mencionados acima seria a pesquisa de mercado, fundamental neste processo pois compreende as condições e tendências de mercado existentes, sendo vital tanto para a perspectiva do vendedor quanto para o comprador. Como exemplo, se o mercado tem atualmente um elevado nível de propriedades disponíveis para os potenciais compradores, em seguida, o rendimento provável da venda pode ser menor do que o esperado, e na pior das hipóteses pode realmente ser abaixo do seu valor real de mercado. Para isso deve ser realizado um estudo completo para garantir que o rendimento exigido pode ser atendido, mas também garantindo que todos os outros parâmetros sejam considerados, incluindo:

- Estruturas de locação flexíveis;
- Possíveis custos e despesas futuros fixos;
- Acordo prévio das condições do ativo e quaisquer melhoramentos necessários;
- Capacidade da propriedade para permitir sublocações do espaço, se necessário, incluindo disposições de serviços públicos;
- Desenvolvimento de um plano que opções contratuais, propostas de aluguel, revisão do aluguel e indexação e fixação de despesas.

Para o vendedor o processo de *due diligence* envolve questões que podem influenciar a decisão de um comprador para investir e prevê possíveis documentos e exigências a serem feitas. Sendo assim esse processo auxilia o vendedor e o coloca em uma melhor posição para lidar com questões levantadas durante as negociações. Além de permitir que o vendedor tenha maior conhecimento sobre as possíveis garantias que podem ser dadas e as qualificações de cada uma delas. O *due diligence* tem como objetivo tornar a transação mais rápida e eficiente para ambas partes, tentando prever ao máximo os possíveis riscos ao longo do tempo.

Em uma transação de SLB o foco da operação é o ativo físico, sendo assim um processo completo de auditoria deve contemplar a propriedade que será comprada. A inspeção física do imóvel a ser adquirido é essencial, principalmente para verificar o que a propriedade oferece realmente e como é a área em que ela está localizada. Assim, é preciso verificar questões, como:

- A conformidade da propriedade para com sua planta;
- Os ocupantes da propriedade;
- *Status* dos edifícios ao redor, visto que outros edifícios semelhantes ou vazios nas proximidades podem afetar negativamente o valor da venda e do aluguel;
- A área onde o imóvel está localizado (infraestrutura das estradas, transportes ou outros desenvolvimentos na vizinhança); e
- A condição física do imóvel (um mau estado de conservação pode ser indicativo de um proprietário em dificuldades financeiras e afetará o valor do mesmo).

Além disso, a análise dos documentos do imóvel se faz necessária para que seja possível verificar (i) que o imóvel não possui quaisquer gravames ou ônus jurídicos que impeçam a sua venda, (ii) que não há qualquer tributo inadimplido e, (iii) que o proprietário do imóvel não possui qualquer dívida significativa ou ainda qualquer irregularidade que possa permitir riscos à conclusão da transação imobiliária.

A avaliação do ativo deve sempre considerar cenários extremos que investiguem possíveis valores de saída futuros da transação e traga uma análise de sensibilidade para determinar a gama de resultados potenciais e risco de exposição, tais como os níveis de custos, mercado de aluguéis, os valores de venda, prazos e outras premissas de locação (COLLIERS, 2013 e E&Y, 2012).

Soma-se a isso que a avaliação normalmente assume que a propriedade está livre de contaminação, mas em alguns casos é desenvolvido uma outra avaliação, principalmente devido ao crescente rigor das leis ambientais. O resultado deste parecer pode ter impacto significativo e um efeito adverso sobre o valor da propriedade, visto que passivo associado à contaminação é de responsabilidade do proprietário. Os imóveis que possuem mais chances de serem impactados por questões ambientais são aqueles que foram utilizados historicamente como aterros, fonte de mineração, intensa atividade industrial e até imóveis que podem conter materiais nocivos e em conformidade, como aqueles que estão sujeitos a regulamentos de controle especiais ou requerem um tratamento cuidadoso.

Para que se evite qualquer risco, a avaliação ambiental precisa englobar uma revisão do mapeamento histórico e dados da propriedade, das informações do banco de dados no governo e das características geológicas e hidrológica, cálculo visual de todas as áreas da propriedade e terrenos adjacentes, com particular atenção pago aos itens de maior risco, como tanques de terra, locais para armazenamento de produtos químicos e pontos de eliminação de resíduos.

Com relação a saúde financeira da empresa há uma série de técnicas analíticas convencionais que podem ser aplicáveis a uma companhia que, se usadas corretamente, podem dar uma boa perspectiva sobre a qualidade de crédito de um inquilino. Para essa análise é necessário extrair dos demonstrativos da corporação uma série de informações, como dívida líquida, passivos, ativos, lucro, despesas de amortização e depreciação, capital de giro, entre outros. Essas informações irão mostrar (i) quão endividado está o inquilino, e se essa dívida deve ser paga a curto ou a longo prazo, (ii) a quantidade de capital disponível de forma imediata, (iii) o quanto da sua dívida depende de terceiros (como bancos), (iv) a imobilização do seu ativo e (v) montante de lucro ou prejuízo da companhia.

Por último, o principal item financeiro a ser avaliado é o próprio valor do bem. Os ativos imobiliários são considerados individuais, sendo assim não é tão simples comparar preços e riscos para chegar a um valor de venda. Para DAMODARAN (2002), um dos métodos comparativos mais usados é para aqueles bens transacionados no mercado com frequência, ou seja, com uma amostra comparativa de qualidade. De acordo com ROCHA LIMA (1999), visto que os empreendimentos imobiliários são únicos e que dificilmente encontra-se uma amostra de comparáveis de qualidade, o método comparativo não é considerado um procedimento adequado para avaliação dos bens.

DAMODARAN (2002) afirma que o valor de um ativo é apurado pelos fluxos de caixa gerados, pelo risco associado a esses fluxos e pelo crescimento anunciado. Quanto maior o crescimento dos fluxos de caixa, e quanto menor o risco associado a esses fluxos, maior será o valor do ativo. Sendo assim, durante o *due dilligence* do valor do ativo é necessário se atentar as premissas utilizadas para avaliar o grau de risco do investimento, a taxa de crescimento e os índices de reajuste.

### **3.3. Instrumentos Jurídicos**

Apesar de brevemente explicado no capítulo de *Sale-leaseback*, a escolha do instrumento jurídico que irá suportar a transação influencia diretamente nos benefícios e riscos que a empresa

poderá ter. A usuária pode optar por um contrato de locação regido pela Lei 8.245 de 1991, conhecida como a Lei do Inquilinato, ou por um contrato de Direito Real de Superfície.

### **3.3.1 Direito Real de Superfície – DRS**

Dado que os contratos de locação geram inseguranças durante as operações de SLB, visto que o investidor não pode garantir quanto tempo o arrendatário irá permanecer no imóvel e se este cumprirá com as obrigações do aluguel, tem sido visto um outro tipo de instrumento jurídico que promove maior estabilidade para os envolvidos, sendo este o Direito Real de Superfície - DRS. De acordo com AKIYAMA e MONETTI (2007), o DRS é uma concessão do terreno feita pelo proprietário para um terceiro, na qual ele pode usufruir do terreno para construção e utilização durante certo tempo estabelecido em contrato. Pela utilização, o usuário deverá pagar todos os encargos e tributos que incidam sobre o imóvel e o terreno, como se fosse o proprietário.

Diferente dos contratos de locação, o DRS não impede que o usuário faça modificações ou construções no terreno, podendo este utilizar o espaço da melhor forma, exceto em casos que alterem o uso do imóvel, e sem o pagamento de indenizações, porém, ao final do contrato tudo que foi construído no terreno será de propriedade da parte que o concedeu. O DRS foi criado como objeto da política urbana pelo Estatuto da Cidade em 2001, com o objetivo de fomentar o uso de terrenos não desfrutados do ponto de vista socioeconômico. Nesse tipo de contrato a arrendatária paga um valor pelo direito de uso da superfície, chamado de outorga, sendo este um valor fixo e obrigatório, inibindo a rescisão do contrato, visto a necessidade de pagamento integral deste valor negociado entre as partes no momento da contratação.

Nos casos em que o usuário do terreno precisa investir para construção do ativo, o retorno deste investimento só é possível quando o ativo entrar em operação e passar a gerar receita. Desta forma, os recursos do usuário, que de início são caracterizados como recursos líquidos tornam-se imobilizado, qualificando o direito de superfície. Segundo SILVA (2008), dado que o usuário pode usufruir do terreno da melhor forma, este também está apto a conceder este direito a uma outra parte, recuperando o capital que foi investido inicialmente.

O direito real de superfície pode envolver de dois a três agentes: proprietário, investidor e o usuário. O proprietário é o dono e proprietário do terreno, que decide ceder a propriedade para um terceiro para uso, construção ou exploração. O investidor que visa obter retornos através da exploração ou uso do imóvel em questão, podendo realizar uma construção destinada à locação. O

usuário será o agente final que utilizará o terreno para operacionalizar suas atividades. Para CAMARGO e FERREIRA (2010), o usuário pode ser simplesmente um locatário sem relação com o proprietário ou pode ser o próprio proprietário do imóvel. Na opção em que o proprietário também é o usuário, este pode ceder o uso da superfície para que um investidor realize uma construção que irá atender as necessidades do proprietário, e quando pronta será locada para que este possa utilizá-la. Para este cenário, é preciso realizar em conjunto dois tipos de contratos: o direito real de superfície e o *built to suit*<sup>1</sup>. Esta possibilidade tem a vantagem de não exigir investimentos em construções e que ao final do contrato terá agregado a edificação ao seu patrimônio.

### 3.3.2 Contrato de Locação

No caso das locações, diferente do DRS, a empresa dona do imóvel estará vinculada legalmente com a usuária pela lei de imóveis urbanos - Lei nº 8.245 de 18 de outubro de 1991 (atualizada em 2009 pela Lei nº 12.112 de 9 de dezembro de 2009). Por não imobilizar o capital essa escolha permite que a empresa utiliza seu capital nas atividades ligadas ao negócio principal, além de possibilitar maior flexibilidade para mudanças se comparado ao DRS, visto que este atrela a rescisão do contrato ao pagamento total do valor estipulado no momento da contratação. Sendo assim, caso a empresa não tenha intenção de permanecer muito tempo no imóvel ou esteja passando por algum momento de instabilidade, o contrato de locação seria mais tolerante com essa necessidade.

Apesar da flexibilidade permitida por esse contrato muitas vezes é estipulada uma multa no momento da contratação, acordada entre as duas partes e proporcional ao período do contrato, sendo preciso neste caso que a locatária primeiro planeje qual será o horizonte de utilização do imóvel para assim estabelecê-lo em contrato. Já nos contratos de prazo indeterminado, a empresa usuária não precisa pagar uma multa rescisória caso avise ao proprietário sobre a intenção de desocupar o imóvel com um prazo de trinta dias de antecedência. Semelhante ao DRS, o contrato de locação também permite a sublocação do imóvel, todavia com o consentimento do proprietário, e o valor da sublocação não pode ser maior que o valor estipulado no contrato original. Essa

---

<sup>1</sup> *Built to suit* é uma operação na qual um investidor adquire o terreno indicado pela contratante (ou compra o direito de superfície) e realiza projeto e obra conforme exigências determinadas pela mesma. Após término da obra o investidor cede a contratante o uso do imóvel, por determinado período de tempo, tendo como contrapartida o recebimento dos aluguéis pelo prazo estabelecido em contrato.



possibilidade é mais atrativa para empresas que fazem parte da mesma corporação e precisam então sublocar o imóvel para outras subsidiárias.

No caso de venda do imóvel a locatária teria preferência na opção de compra, porém, teria as mesmas condições caso a venda fosse a terceiros. Para MIRANDA (2008), caso a empresa não queira adquirir o imóvel pois prefere utilizar o capital nas atividades do negócio, mas ainda assim precisa utilizar o espaço alugado é possível que seja feita uma renovação do contrato uma vez que este tenha duração superior a cinco anos. Portanto, ao realizar uma contratação de longo prazo (cinco anos ou mais) e, caso a usuária cumpra com os requisitos do contrato nesse período, esta teria o direito de uma renovação compulsória do contrato, podendo o proprietário negar esta renovação na hipótese comprovada de uso próprio, reforma do imóvel ou se o valor do aluguel estiver abaixo do praticado no mercado.

De acordo com GREGÓRIO (2010), tendo em vista os critérios de renovação de contrato, quando uma empresa está ocupando um imóvel que tenha vínculo com a operação, por exemplo, está em uma boa localização com vias de acesso em rodovias conhecidas essencial para a operação logística da corporação, o ideal é firmar contratos com prazos de dez anos ou mais, uma vez que nesse ínterim o locador não poderá reaver o imóvel.

Diferente do DRS, o contrato de locação não permite que a usuária realize benfeitorias no imóvel durante a operação, sendo obrigado a notificar o proprietário caso tenha intenção de modificar algo no imóvel. Portanto, é importante que a usuária esteja confortável com as características do espaço e que estas sejam adequadas para operação de suas atividades. Já as reformas voltadas para conservação do imóvel, como vazamentos de água, são necessárias para que o bem não seja deteriorado, podendo a usuária ser ressarcida pelos gastos com essas reformas.

Antes da atualização da lei não haviam tantas garantias, por exemplo, o proprietário pode despejar a usuária caso haja falta de pagamento, uma das únicas exceções que permitem a rescisão do contrato por parte do proprietário. Outra mudança importante, no que tange ao fiador, que a partir do momento que não quiser mais permanecer como garantidor, poderá renunciar desde que informe o locador, ficando desobrigado do compromisso após 120 dias.

## **4. ESTRUTURAS DE SALE-LEASEBACK**

Dado que SLB pode ser suportado por mais de uma estrutura de contrato e mesmo que ambas cumpram com o critério de desmobilização de capital de giro, estas possuem diferenças entre si. Serão detalhadas neste capítulo a operação de SLB com base em um Contrato de Locação e em um Contrato de DRS, assim como suas particularidades.

### **4.1 Elementos Contratuais**

Alguns elementos jurídicos são essenciais para a caracterização do SLB, como os agentes envolvidos, o bem que será vendido, o prazo do contrato, a renovação da operação, revisão dos valores das parcelas e as obrigações. A definição destes itens é fundamental para que todos os envolvidos consigam desenvolver um contrato que atenda as partes da melhor forma possível.

#### **4.1.1 Agentes Envolvidos**

O SLB envolve no mínimo dois agentes, dependendo da estrutura do negócio, podendo ser flexibilizado de acordo com a demanda da operação.

- (i) Proprietária: empresa que irá comprar e disponibilizar o bem de que a usuária precisa. De acordo com a Resolução nº 2.309/96, são permitidos agentes jurídicos que tenham como objeto principal de sua atividade a prática de operações de *leasing*. Também é admitido que bancos com carteira de investimento, de desenvolvimento e/ou de crédito imobiliário, bancos de investimento e bancos de desenvolvimento sejam arrendadores.
- (ii) Usuária: figura idealizadora da operação, dela nasce a iniciativa resultante da necessidade de capital junto a chance de desmobilização do ativo.

#### **4.1.2 Obrigações**

No contrato de SLB, a usuária, ao fazer uso do bem disponibilizado pelo proprietário, possui uma obrigação para com o proprietário, a qual poderá ser paga na forma de contraprestações ou aluguel, dependendo do tipo de contrato firmado entre as partes. Em resumo, contraprestações são pagamentos feitos com objetivo de ressarcir o investidor pelo investimento feito ao adquirir o bem, o que difere do pagamento de aluguéis, que são pagamentos feitos em troca do uso do bem.

Segundo FRANCIOZI (2013), a contraprestação, vigente nos casos de uso do Direito Real de Superfície, é o valor que deve ser pago pelo usuário no decorrer do contrato de concessão de

uso do imóvel. Este valor amortiza o valor original do bem, além dos passivos financeiros, como os juros. O cálculo desse valor é fundamentado no comprovante de venda expedido no momento da venda do bem para o proprietário e aplicado um coeficiente que contemple o custo de aquisição. O valor das contraprestações é variável e depende do tipo de tratamento fiscal do bem, prazo do contrato, impostos, taxa de depreciação e da capacidade de crédito do arrendatário. Como os contratos podem ser firmados por períodos longos, oscilações na economia podem ocorrer e logo as contraprestações podem ser revisadas.

Conforme GREGÓRIO (2010), no caso do pagamento da obrigação a partir de um fluxo de aluguéis, visto em contratos de locação, a usuária estará vinculada legalmente ao proprietário do imóvel. Os contratos de locação podem ser de curto ou longo prazo e independem do valor original do imóvel, possibilitando maior flexibilidade a usuária, a qual não precisa manter-se no imóvel por um longo espaço de tempo e pode optar por um prazo que se adeque melhor a sua estratégia. Para o usuário a precificação do aluguel é importante por questões tributárias, visto que os aluguéis poderão ser lançados como despesas operacionais, dedutível para fins de imposto de renda.

#### **4.1.3 Prazo**

Os contratos de SLB, suportados pelo DRS obrigatoriamente possuem prazo determinado, não sendo possível a contratação por tempo indeterminado. A exigência legal decorre da própria natureza das obrigações, visto que até o final do contrato os valores pagos pela arrendatária devem ser suficientes para que a arrendadora recupere o valor investido e ainda tenha lucro, fazendo com que o prazo seja dependente do valor pago pelo bem.

O prazo deve ser contado no intervalo de tempo entre a data de entrega dos bens à usuária, e a data de vencimento da última parcela da obrigação. Ademais, o contrato deixa de fornecer seus efeitos normais somente após o término do período em que a proprietária tiver o dever de conceder o uso do bem, independente do vencimento da última parcela da obrigação. Já nos contratos de locação o SLB pode ter prazo muito variável, podendo até ter prazo indeterminado com base na lei, o que o torna mais flexível e atrativo para empresas que estão em transição.

#### **4.1.4 Rescisão do Contrato**

Visto que ao usar o DRS o prazo do contrato estará vinculado ao valor do imóvel, pois o usuário precisar ressarcir o proprietário por todos os gastos de aquisição, a rescisão contratual neste caso é extremamente improvável. Segundo a Lei nº 8.245, de 18 de outubro de 1991, no caso das

locações, durante o prazo estipulado para a duração do contrato, não poderá o proprietário reaver o imóvel alugado, porém, o usuário poderá devolvê-lo, pagando uma multa proporcional ao período de cumprimento do contrato. O usuário fica dispensado da multa apenas se a devolução decorresse de transferência, pelo seu empregador, para prestar serviços em localidades diversas daquela do início do contrato, e se notificar o locador com prazo de, no mínimo, trinta dias de antecedência.

Excluindo-se a opção de rescisão do contrato por parte do usuário, o contrato de locação também poderá ser rescindido quando houver correspondente acordo entre as partes, inadimplência por parte do usuário, não cumprimento das disposições contratuais ou motivos externos provenientes de órgãos públicos.

Visto que a rescisão do contrato está vinculada a uma multa é necessário que antes do desenvolvimento do contrato ambas partes reflitam se as cláusulas envolvidas fazem sentido para a estratégia da organização. Por exemplo, caso uma empresa tenha planos de mudar sua localização ou até de comprimir as operações atuais no curto prazo, é válida a análise de uma hipótese de contrato com prazo mais reduzido ou até de um contrato de locação típica que não amarre os pagamentos das obrigações ao uso do bem.

#### **4.1.5 Revisão Contratual**

Após três anos de pagamento de aluguéis, as partes têm direito de atualizar o aluguel conforme os preços de mercado, independente da realização de ajustes anuais. Como cada parte buscará um acordo que lhe traga mais vantagens, se não houver consenso qualquer uma das partes poderá demandar judicialmente essa revisão. Essa ação é importante pois busca identificar o valor de mercado do aluguel que deverá prevalecer, tornando a transação mais equilibrada, visto que com o passar do tempo o setor imobiliário pode sofrer variação de demanda e oferta, fazendo com que o preço dos aluguéis seja dinâmico.

Dessa maneira, a ação revisional de aluguel busca reequilibrar econômica e financeiramente o contrato de locação em razão da instabilidade do mercado, impossibilitando que este seja excessivamente oneroso, ou demasiadamente vantajoso para uma das partes envolvidas.

#### **4.1.6 Destino do Imóvel ao Final do Contrato**

Na operação de SLB a usuária do imóvel possui três opções ao término do contrato: (i) devolver o bem; (ii) renovar o contrato ou firmar um novo contrato no caso do DRS; ou (iii) adquirir o imóvel, sendo as duas últimas opções de comum acordo com a proprietária.

Para a renovação do contrato no caso do DRS, como já mencionado, a proprietária tende a fazer um novo cálculo das obrigações, desta vez considerando apenas o valor necessário para o uso do bem, e não o montante para ressarcir o investimento inicial. No caso do uso do contrato de locação a renovação depende da confirmação do proprietário, quando o período do contrato é inferior a cinco anos, quando o contrato ultrapassa esse período o locatário tem direito de renovação compulsória.

Já a opção de compra é formada entre por uma nova relação jurídica, independente das contraprestações pagas e do contrato firmado anteriormente. Salvo ser habitual afirmar que a opção de compra somente pode ser apresentada ao final do contrato, na prática essa afirmação nem sempre é respeitada. O problema deste cenário é que as partes envolvidas precisam estar atentas para que a operação de SLB não se caracterize como uma compra e venda a prestações, trazendo implicações legais para ambas partes.

Desta forma é usual de mercado estabelecer um período para que a opção de compra seja exercida, fazendo com que a operação seja descaracterizada apenas se opção for exercida antes dos prazos mínimos estabelecidos na Resolução nº 2.309/96 (prazo mínimo de dois anos entre a compra do bem pela proprietária e a data de vencimento da última obrigação).

## **4.2 Estruturas de Sale-leaseback**

Com base nos elementos contratuais descritos, ao optar por cada um dos instrumentos jurídicos abordados a estrutura de SLB terá impactos diferentes sobre a usuário, portanto, detalha-se nesta etapa as principais características do SLB amparada por cada uma das alternativas.

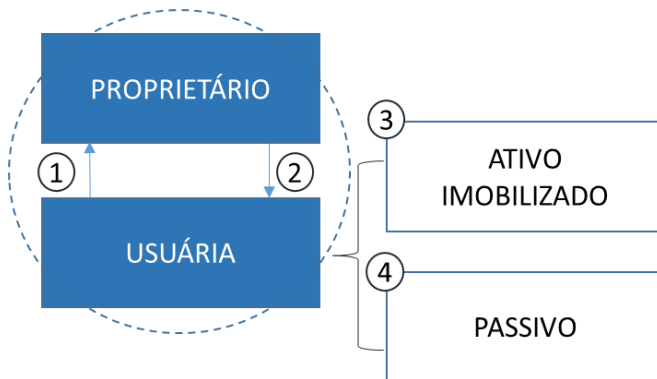
### **4.2.1 SLB com Contrato de DRS**

Segundo, AKIYAMA e MONETTI (2007) através do contrato de direito real de superfície, o proprietário de um terreno concede a um terceiro o direito de superfície do seu terreno, por tempo determinado ou não, mediante uma escritura pública. O direito de superfície permite a utilização do solo, o subsolo e até o espaço aéreo referente ao terreno. Ao final da concessão do uso do terreno, o proprietário passará a ter a propriedade total do seu terreno e o que foi construído no mesmo.

Portanto, é de extrema importância que no SLB as partes busquem condições contratuais capazes de resguardar o valor do DRS em um patamar aceitável durante o prazo da concessão visando proteger os investimentos feitos no terreno. Do ponto de vista do proprietário do terreno,

ao estipular um valor pelo uso do mesmo a possibilidade de rescisão antes do término do contrato é muito menor, visto a necessidade de pagamento integral do preço negociado entre as partes. Esse fator garante ao investidor, maior segurança quanto a realização dos termos contratuais por parte do usuário, que deve também cumprir com o pagamento do preço da outorga de uso.

Caso ao final do contrato, esse não seja renovado, a usuária precisa devolver o terreno com todas as benfeitorias feitas neste, a não ser que tenha sido estipulada uma indenização no momento da contratação. No SLB, visto que a empresa ainda precisa utilizar o imóvel, caso contrário teria simplesmente colocado a propriedade a venda, é essencial que a empresa tenha ciência dos riscos na renovação do contrato. O instrumento DRS não estipula uma renovatória compulsória, independentemente do período do contrato, havendo incertezas sobre o uso futuro do imóvel após término do contrato.



1	Usuária vende o imóvel ao futuro proprietário
2	Proprietário cede a usuária o uso do terreno a partir do pagamento de uma outorga
3	Outorga passa a fazer parte do ativo imobilizado
4	Obrigações são alocadas no passivo

*Figura 1: Fluxograma do SLB no contrato de DRS*

*Fonte: Elaboração própria do autor.*

Conforme GREGÓRIO (2010) no caso de financiamentos tradicionais junto a instituições financeiras, um dos indicadores de maior importância é o *rating* da companhia, usado para medir a capacidade da empresa em arcar com seus compromissos. No uso do DRS este indicador não possui tanta importância, uma vez que a usuária do terreno é obrigada a cumprir todas as exigências do contrato. Outra vantagem é que a usuária, por ter total direito de uso do terreno, pode realizar

reformas e melhorias como achar melhor, não ficando restrita às diretrizes impostas pela proprietária, a qual, no caso de um contrato de locação, dificilmente permite grandes alterações no imóvel pois precisa garantir que este seja o mais atrativo possível para poder competir no mercado.

Porém, apesar de garantir maior segurança para os envolvidos algumas desvantagens financeiras fazem com que esse instrumento ainda não seja usado na totalidade das transações. De acordo com GREGÓRIO (2010), por exemplo, a outorga paga pelo uso do terreno é alocada contabilmente no ativo imobilizado e as contraprestações no passivo circulante e não circulante, no entanto, uma das vantagens mais atrativas do SLB é justamente a desoneração do balanço, ou seja, a remoção do valor do bem do ativo imobilizado. Em contrapartida o valor da outorga poderá ser amortizado no espaço de tempo do contrato, gerando uma despesa operacional que irá no resultado da empresa e, conseqüentemente será excluída da base tributável, diminuindo o impacto tributário. Esta vantagem é permitida pois, de acordo com o Regulamento do Imposto de Renda, a outorga se encaixa como um capital aplicado na aquisição de direitos cuja existência ou exercício tenha duração limitada (prazo do contrato).

<b>Conta</b>	<b>Movimentação</b>
<b>Passivo Circulante</b>	Acréscimo referente as obrigações do período
<b>Passivo Não Circulante</b>	Acréscimo no valor do preço da outorga Redução no valor das amortizações do período
<b>Ativo imobilizado</b>	Acréscimo no valor do preço da outorga Redução no valor das amortizações do período
<b>Patrimônio Líquido</b>	Redução referente as obrigações do período

*Tabela 2: Contabilização das Movimentações com o DRS*

*Fonte: Elaboração do autor*

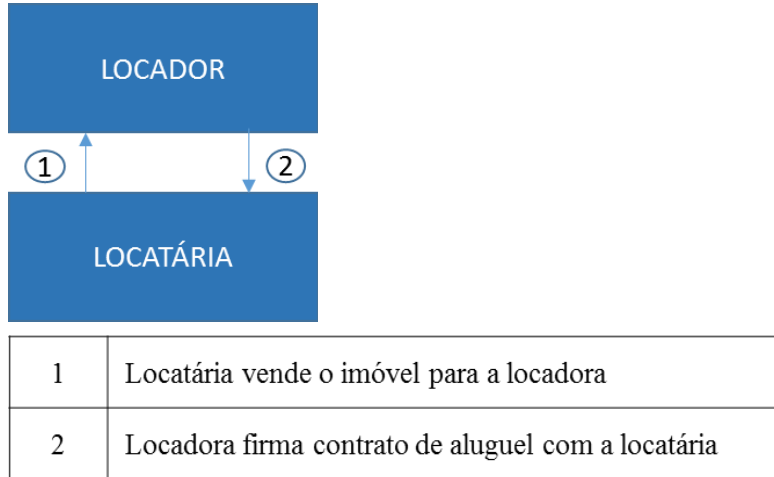
Sabendo-se que uma das principais razões pela escolha do SLB é justamente a desoneração do balanço, ao vincular o preço da outorga a uma conta não circulante a empresa perde esse benefício, como mostra a figura 1, mesmo esse ativo sendo amortizado e reduzindo a base de impacto tributário.

#### **4.2.2 SLB com Contrato de Locação**

No caso do contrato de locação simples, este é regido pela Lei 8.245 de 1991, conhecida como a Lei do Inquilinato, específica para locações de imóveis urbanos e não residenciais, como galpões, prédios de escritórios, entre outros. A estrutura de SLB com contrato de locação também

permite que o locatário utilize o capital no seu negócio principal, só que diferente do DRS, concede mais liberdade para que a empresa mude sua localização caso acredite ser necessário.

Como visto na figura a seguir, no contrato de locação para o SLB, a locatária, que antes era proprietária do imóvel, vende o imóvel ao futuro locador e este firma um contrato de aluguel permitindo o uso do imóvel.



*Figura 2: Fluxograma de SLB com contrato de locação*

*Fonte: Elaboração própria do autor.*

Todavia, essa flexibilidade só é permitida quando o contrato é feito baseado na estratégia de longo ou curto prazo da empresa. A Lei do Inquilinato, em seu formato original, permitia que o locatário devolvesse o imóvel perante uma multa de três aluguéis proporcionais ao período que faltava para acabar o contrato. Porém, com a modificação desta lei a cláusula de rescisão atualmente afirma que o locador não poderá reaver o imóvel, e o locatário poderá devolvê-lo pagando uma multa previamente estabelecida no contrato e que seja proporcional ao período de cumprimento do contrato. Esse fator mais atenção quanto ao prazo de uso do imóvel para que os problemas judiciais sejam minimizados. Segundo PANUCCI (2014), outro ponto de atenção ao estipular o prazo do contrato é o direito de renovação. O locatário possui o direito de renovação caso o contrato tenha um mínimo de cinco anos de duração, sendo esta uma vantagem legal caso o imóvel seja importante para as operações do negócio. Ao mesmo tempo, o locador pode recusar o pedido de renovação de contrato no caso de reformas ou até de venda do imóvel.

A Lei do Inquilinato não permite que o locatário modifique o imóvel, interna ou externamente sem consentimento prévio do locador. Visto isso, de acordo com GREGÓRIO



(2010), na opção da locação há um controle operacional do espaço, sendo necessário consentimento do locador para realizar as reformas necessárias.

Um caso de SLB que envolveu essa estrutura foi o da Plascar empresa de autopeças junto a imobiliária Savoy, em 2011. Nesta transação foram vendidas três unidades industriais que compunham o ativo imobilizado da empresa, sendo estas localizadas em Minas Gerais e em São Paulo. De acordo com o comunicado liberado pela locatária, o preço total ajustado para a operação de venda foi de R\$ 125 milhões. Esta operação fez parte da estratégia de desmobilização da companhia e redução de seu endividamento de curto, médio e longo prazo, sendo que o capital desmobilizado será alocado para investimentos em máquinas e equipamentos durante modernização do parque industrial da locatária, além de pesquisas de desenvolvimento e inovação tecnológica.

A contabilização do contrato de aluguel não interfere no Balanço Patrimonial da empresa, sendo apenas adicionada no resultado como uma despesa operacional, podendo ser deduzida da base tributável, conseqüentemente gerando economia tributária. Contrário ao DRS, para empresas que buscam desonerar o balanço e melhorar os indicadores de liquidez o uso do contrato de locação atenderia esses requisitos.

<b>Critério</b>	<b>Locação</b>	<b>DRS</b>
<b>Rescisão Contratual</b>	A locatária pode anular o contrato estando sujeita a uma multa proporcional ao período contratado	Estipulado um valor fixo pelo período de uso do imóvel, em caso de anulação do contrato esse valor precisa ser pago ao proprietário
<b>Renovação Contratual</b>	Renovação compulsória quando o contrato é acima de cinco anos. Caso contrário fica sujeito a aprovação da proprietária	Não existe renovatória compulsória. O proprietário precisa confirmar a renovação do contrato.
<b>Impacto no Balanço</b>	Não possui impacto no Balanço	O preço da outorga é adicionado ao ativo imobilizado
<b>Reformas</b>	Qualquer tipo de ajuste esta sujeito a aprovação do proprietário	Pode realizar reformas e construções

*Tabela 3: Comparação do DRS e Contrato de Locação*

*Fonte: Elaboração do autor*

## **5. ESTUDO DE CASO: A OPERAÇÃO DE SALE-LEASEBACK – CENTRO DE DISTRIBUIÇÃO DE SOROCABA**

Após entendimento da operação de *Sale-leaseback* e suas principais características, este capítulo aborda o estudo de caso em si, e tem como intuito colocar em prática as discussões feitas anteriormente. Vale destacar que as informações referentes a empresa usuária – General Motors são aproximações, dado que foram obtidas em relatórios oficiais e confidenciais da empresa, deste modo sendo uma fonte confiável e completa. Além disso, como já mencionado, o estudo de caso é desenvolvido com base na metodologia elaborada na tese de GREGÓRIO (2010).

### **5.1 Instrumento Jurídico do Transação**

Em 2014 a empresa Savoy adquiriu o Centro de Distribuição de Sorocaba da General Motors, sendo esta transação amparada por um contrato de longo prazo de *Sale-leaseback* com pagamento de aluguéis. O preço do aluguel por metro quadrado foi feito com base em uma pesquisa de mercado comparando imóveis similares da região e ponderando o preço médio dos últimos anos e a liquidez do ativo, ou seja, a facilidade que o proprietário teria em arranjar outro inquilino.

O principal motivo que fez com que a empresa optasse pelo uso do contrato de locação ao invés do DRS foi a flexibilidade de mudança conferida pelo pagamento de aluguel. Como o setor em que a empresa atua não sofre com variações bruscas de demanda, isto é, historicamente a demanda encontra-se mais concentrada em uma única região, não foi considerada uma mudança de localização de curto prazo. Ao mesmo tempo a empresa vislumbrava a longo prazo uma possível necessidade de unificar as operações do CD junto a um dos complexos industriais, incitando uma potencial mudança do ponto.

No contrato de longo prazo, apesar da empresa não ter tanta flexibilidade quanto em um contrato de locação de curto prazo, ainda assim seria um instrumento mais maleável que o DRS, uma vez que a duração dos contratos de DRS estão vinculadas ao valor da transação e a necessidade de ressarcir o proprietário pelo investimento feito na aquisição do ativo. Diante do tamanho da transação, ao optar por ressarcir a proprietária em um horizonte de 10 anos os valores das contraprestações teriam de ser bem mais altos, comprometendo as atividades da companhia. É por este motivo que os contratos de SLB feitos por DRS possuem usualmente um período de 20 anos, minimizando o impacto das parcelas mensais nas disponibilidades da empresa.

Ao firmar um contrato de longo prazo a empresa também obtém o direito de renovatória compulsória, o qual concede maior segurança caso seja necessário utilizar o imóvel por mais que 10 anos. Porém, adiciona-se que a renovatória compulsória, apesar de ser um direito da usuária ainda assim não consegue garantir sem nenhum risco que o contrato será realmente renovado, uma vez que, por lei, existem algumas exceções neste caso (por exemplo, caso a proprietária queira fazer uso próprio do imóvel). Apesar do imóvel ter grande importância nas operações da empresa o maior problema caso o contrato não fosse renovado seria o custo de mudança imediata de local, visto que seria necessário o transporte de muitos equipamentos e peças, mas não afetaria diretamente as operações diárias.

O imóvel, inaugurado em 1996, foi reformado em 2010, não havendo então nenhuma outra modificação a ser feita futuramente prevista pela usuária, com exceção de possíveis manutenções para evitar o deterioramento do bem, como vazamentos de água. Além disso o imóvel não necessitava de modificações frequentes relacionadas a atualização ou modernização tecnológica, fazendo com que a perda de controle no espaço não fosse um obstáculo para a contratação da locação.

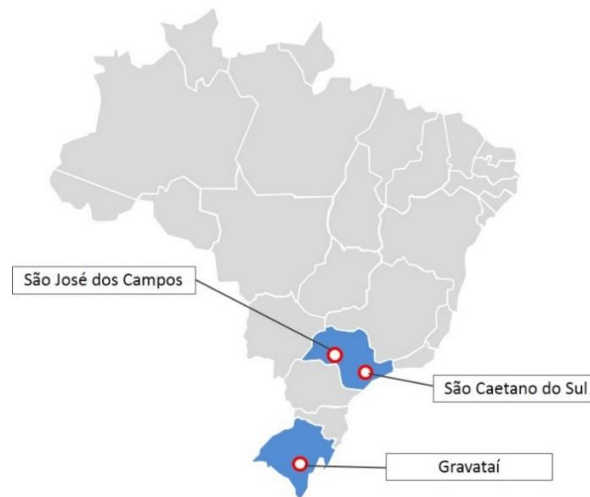
O contrato de locação também permitiu que a empresa tivesse economia tributária, uma vez que os aluguéis são considerados despesas operacionais dedutíveis da base tributável. Para uma empresa situada em um setor da economia que possui uma alta carga de impostos, como o automobilístico, a redução da carga tributária impacta diretamente na margem de lucro da empresa e até no preço de venda de produto, tornando-o mais atrativo. A competição dentro do setor automobilístico é bem acirrada, com concorrentes estabelecidos no mercado por quase um século, ou seja, que conhecem muito bem a dinâmica do setor, por isso a possibilidade de redução do preço de venda atrairia novos clientes e seria um diferencial frente aos outros concorrentes. Ao mesmo tempo, como a venda do imóvel permite a desoneração do balanço e, conseqüentemente, uma melhora nos indicadores de liquidez a empresa poderia ter mais facilidade para conseguir financiamentos no futuro.

## **5.2 A Usuária - General Motors**

A General Motors é uma multinacional com sede em Detroit, nos Estados Unidos, cuja principal área de negócios é a produção de automóveis. A empresa possui várias marcas no seu portfólio, entre as quais: Buick, Cadillac e Chevrolet, e além da GMC, que fabrica exclusivamente

caminhões, vans e caminhonetes (Site da GMB, 2015). A General Motors do Brasil - GMB, é a maior subsidiária da companhia na América do Sul e a segunda maior operação fora dos Estados Unidos. No Brasil a empresa conta com 4 complexos industriais automotivos: São Caetano do Sul, São José dos Campos, Mogi das Cruzes e Gravataí, além de um campo de provas em Indaiatuba e um Centro de Distribuição de peças em Sorocaba (Site da GMB, 2015).

Atualmente a GMB possui três fábricas no país:



*Figura 3: Localização das fábricas da General Motors*

*Fonte: Elaboração do autor*

A fábrica de São Caetano do Sul encontra-se no meio de um grande polo da indústria automobilística, que é a região chamada de “ABC”, onde estão localizadas as fábricas de outras montadoras, como Volkswagen, Ford, Toyota e Mercedes-Benz. Esta é a segunda maior fábrica da companhia no país e encontra-se entre os acessos para a Rodovia Anchieta e Rodoanel as quais ligam as operações com o litoral de São Paulo. A ligação com o litoral é de extrema importância devido às atividades de exportação e importação de veículos e peças com os fornecedores e filiais. A maior fábrica está localizada em Gravataí, próxima ao porto de Porto Alegre, um grande canal para escoamento de produtos e recebimento de matérias-primas. Essa fábrica é conhecida por ser um complexo industrial, pois engloba cerca de 30 fornecedores diretos que estão localizados ao redor da fábrica, o que facilita o transporte das peças e melhora a eficiência produtiva.

Além das unidades fabris a GMB possui galpões, pátio de carros, centros de distribuição e armazéns que fazem parte da estrutura logística localizados da seguinte forma:

- i. 2 (dois) centros de distribuição: Gravataí (RS) e Sorocaba (SP);
- ii. 4 (quatro) armazéns de peças e veículos: Guarulhos (SP), São Caetano do Sul (SP), Diadema (SP) e Suzano (SP);
- iii. 2 (dois) pátios de veículos: São José dos Campos (SP) e Gravataí (RS).



*Figura 4: Localização dos empreendimentos da GMB*

*Fonte: Elaboração do autor*

Em 2012 a empresa iniciou o planejamento de expansão das atividades com a chegada de novos veículos. Essa expansão contava com o desenvolvimento de novas peças, escolha de fornecedores e unificação do Centro de Distribuição – CD, junto a um dos complexos industriais, permitindo uma diminuição dos gastos logísticos. Visto que essa expansão exigia capital disponível para investir no desenvolvimento de produtos e pagar fornecedores, combinado a uma possível mudança da localização do CD, foi considerada então a venda do ativo imobilizado seguida do aluguel do mesmo até que houvesse uma decisão sobre o local definitivo. Para análise dos benefícios desta transação, foi feito um sumário de algumas principais informações financeiras da empresa que serão usadas durante a avaliação:

<b>Dados da Empresa (R\$ milhões)</b>			
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<i>Patrimônio Líquido</i>	2,404	1,904	1,295
<i>Lucro Líquido</i>	549	441	309
<i>ROE (% mensal)</i>	1.7%	1.8%	1.8%
<i>ROE (% anual)</i>	23%	23%	24%
<i>Alíquota de IR e CS</i>	34%	34%	34%

*Tabela 4: Dados da empresa*

*Fonte: Elaboração do autor*

Os dados acima, referentes aos anos de 2012, 2013 e 2014 são relacionados ao desempenho financeiro da empresa, lembrando que por não ser uma empresa de capital aberto esses dados são aproximados. Visto que a transação ocorreu em final de 2014, foram usados os dados históricos mais recentes. O indicador ROE (traduzido para Retorno sobre Patrimônio Líquido) mensura a rentabilidade da empresa ao apresentar uma taxa de retorno do investimento feito na companhia, sendo calculado tomando-se o Resultado Líquido, valor após a redução de impostos, custos, despesas e receitas não operacionais, e dividindo-o pelo Patrimônio Líquido declarado no Balanço Patrimonial.

### **5.3 A Proprietária – Savoy**

A Savoy atua como imobiliária e construtora, fundada no início da década de 1950 com presença em projetos de loteamentos residenciais no litoral e na região metropolitana de São Paulo. Em 1960 começou a investir em propriedades comerciais e industriais, além de incorporar edifícios residenciais. Além de ser a proprietária de quase dez edifícios na Avenida Paulista a empresa desenvolveu ao longo do tempo investimentos voltados para Shopping Centers, como os shoppings Aricanduva, Central Plaza e Interlagos.

No início dos anos 1980, dirigiu suas atividades para investimentos em imóveis comerciais e industriais para locação, sendo hoje uma das empresas com maior portfólio de imóveis não residenciais em São Paulo. O negócio principal da empresa é a locação dessas instalações comerciais e industriais, muitas vezes a partir de contratos firmados a longo prazo com renovatória

compulsória. Diante disto dificilmente a empresa vende seus ativos, o que poderia ser um obstáculo no caso de o usuário querer exercer a opção de compra ao final do contrato.

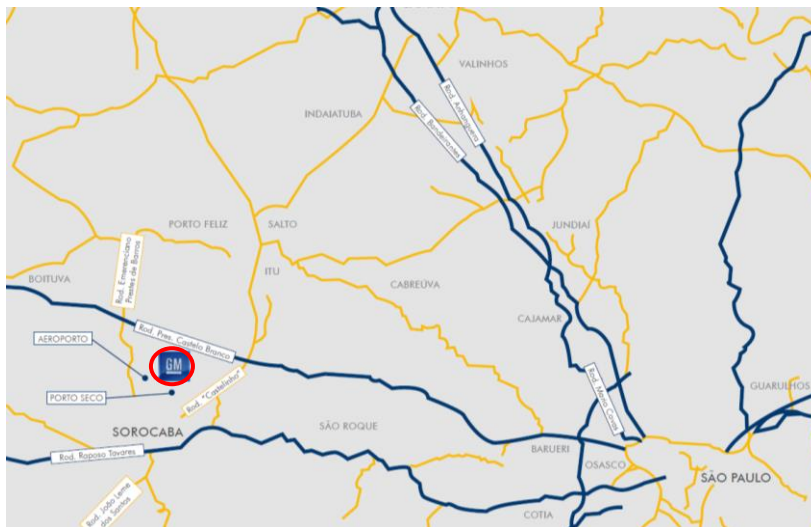
Os serviços de construção sob encomenda e *Sale-leaseback* foram iniciados pela empresa em 1990, e cerca de 80% das operações realizadas são voltadas para centros de logística ou outro tipo de imóvel industrial. Neste ramo de atividade o grande cliente são empresas que estão passando por algum período de instabilidade financeira, como visto na estrutura de SLB com contrato de locação feito entre a Plascar (usuária) e a Savoy (proprietária). Uma das últimas transações de SLB feita pela empresa envolveu o setor de energia eólica no polo industrial de Camaçari. O contrato foi firmado com a Superintendência de Desenvolvimento Industrial e Comercial – SUDIC, no intuito de viabilizar e garantir mais segurança durante a implantação de uma unidade industrial para a produção de pás e acessórios para geradores eólicos.

#### **5.4 Escolha do Ativo**

O Centro de Distribuição de Peças de Sorocaba foi escolhido para a operação de SLB diante da possibilidade de a empresa precisar unificá-lo junto a um dos complexos industriais. Ou seja, além da necessidade de capital de giro a empresa também precisava considerar a chance de ter que se desfazer do CD em Sorocaba, visando diminuir os custos logísticos e gerar maior eficiência no transporte das peças. Caso o único objetivo da empresa fosse a geração de capital poderia ter sido feita uma análise dos imóveis do portfólio para avaliar qual geraria mais capital ou qual teria um custo de aluguel menor, porém, como a estratégia considerava uma possível mudança de localização do próprio CD a companhia não ponderou o uso de nenhum outro imóvel na operação de SLB.

De qualquer forma a escolha do imóvel de Sorocaba gerou benefícios específicos para a transação. Como o imóvel já estava totalmente depreciado, pois foi adquirido em 1989, o valor contábil era mais baixo do que um imóvel recém adquirido. Adiciona-se que mesmo após a reforma feita em 2010, como mencionado anteriormente, esta não aumentou de forma significativa a vida útil do ativo, permanecendo depreciado em sua totalidade no ano da transação. Portanto, ao vender o CD em 2014 a empresa conseguiu maximizar o seu ganho, dado que o valor da transação foi mais alto que o valor contábil registrado do ativo. Essa diferença entre o valor contábil e o valor de venda é adicionada ao patrimônio líquido, ao mesmo tempo que o montante de impostos incidentes neste ganho é reduzido da mesma conta.

O CD é localizado na cidade de Sorocaba a qual pertence a região sudoeste do Estado de São Paulo, formando um triângulo com São Paulo e Campinas. A cidade atende requisitos importantes para o desenvolvimento econômico do negócio, ou seja, situa-se perto o bastante para se beneficiar do mercado consumidor da Grande São Paulo e longe o suficiente para obter preços melhores.



*Figura 5: Localização do Centro de Distribuição.*

*Fonte: General Motors - Relatório de divulgação do imóvel, 2013.*

Como previsto em contrato foi necessária a execução de uma auditoria no local para contabilização e descrição da propriedade. Além disso, não se faz requisito no SLB a inclusão de todo o imóvel no contrato, sendo preciso elencar e descrever o que será envolvido. Essa opção pode variar de acordo com as intenções da empresa, porém, adiciona-se que um imóvel vendido em sua totalidade é muito mais atrativo ao investidor. Os itens presentes no contrato incluem a área do galpão (221.322 metros quadrados, sendo a Área Total Construída de 89.039 metros quadrados), estação de esgoto, reservatório de água e área administrativas, como descritos abaixo. O galpão é dividido em 3 armazéns além de possuir uma própria estação de tratamento de esgoto, área administrativa e reservatório de água (Tabela 5).



Descrição	Metragem (m2)
<b>Armazém I</b>	<b>21,749</b>
Administrativo	5,051
Salas de utilidades	443
Oficina	225
Portaria	109
Depósito	63
Cabina Primária	45
Caixa de água	18
Depósito de inflamáveis	183
<b>Armazém II</b>	<b>49,069</b>
Estação de Tratamento de Esgoto	36
Reservatório de água para incêndio	225
Casa de bombas	108
Caixa eletrônico	13
Maquise e Docas	2,063
<b>Armazém III</b>	<b>9,293</b>
Escritório Operacional	197
Estoque de resíduos	88
Nova portaria	50
<b>Área total construída</b>	<b>89,039</b>
<b>Potencial construtivo</b>	<b>10,000</b>
<b>Área terreno</b>	<b>221,322</b>

*Tabela 5: Descrição das Áreas do Ativo*

*Fonte: Elaboração do autor*

## 5.5 Prazo e Renovação do Contrato

O contrato assinado entre as partes vigorará pelo prazo de 10 anos, tendo como início a data de 13 de novembro de 2014 e a término em 13 de novembro de 2024, data a qual, segundo o contrato “o imóvel arrendado e seus acessórios serão devolvidos ao arrendador ou a quem for por este indicado, independentemente de qualquer aviso ou notificação judicial ou extrajudicial”.

A cláusula de renovação do contrato afirma que “Findo o prazo de locação, poderão as partes acordar, previamente, se haverá prorrogação do prazo de vigências do contrato ou renovação dele, fixando o novo prazo e condições outras que acordarem. Não havendo acordo expresso para prorrogação ou renovação o usuário fará a devolução do imóvel com todos os seus acessórios, do que se lavrará termo circunstanciado que será subscrito por ambas as partes”.

## 5.6 Rescisão do Contrato

A cláusula do contrato relacionada a rescisão antes do prazo apresenta que o acordo poderá ser rescindido pela locatária, mediante notificação por escrito, no prazo mínimo de noventa dias,

pagando uma multa proporcional ao período de cumprimento do contrato ou o que for judicialmente estipulado. Durante o prazo estipulado para a duração do contrato, não poderá o locador reaver o imóvel alugado.

Porém, a mesma Lei do Inquilinato estipula que o locatário “ficará dispensado da multa se a devolução do imóvel decorrer de transferência, pelo seu empregador, privado ou público, para prestar serviços em localidades diversas daquela do início do contrato” e se notificar, por escrito, o locador com prazo estabelecido no contrato.

O contrato estipulou um coeficiente para o cálculo da multa de 4 vezes o valor do aluguel mensal, sendo proporcional a duração remanescente do contrato. No intuito de exemplificar qual a representatividade da multa, caso o contrato fosse rescindido em dezembro de 2021, o cálculo da multa poderia ser equacionado da seguinte forma:

Prazo do contrato (anos)	10
Coeficiente da multa	4x
Data da Rescisão Contratual	dez/21
Valor do Aluguel/mês/R\$ milhões	1.5

$$1.5 * 4x = R\$ 6 \text{ milhões}$$

$$R\$ 6 \text{ milhões} / 120 \text{ meses} = R\$ 0.05 \text{ milhões}$$

$$R\$ 0.05 \text{ milhões} * 36 \text{ meses a vencer} = R\$ 1.8 \text{ milhões}$$

*Tabela 6: Simulação do Cálculo da Multa Rescisória*

*Fonte: Elaboração do Autor*

## 5.7 Despesas e Obrigações

É de responsabilidade da usuária, além do pagamento do aluguel, “o pagamento pelo consumo de energia elétrica, água e demais taxas a elas incorporadas por força de lei no período de vigência deste contrato ou enquanto permanecer a locação do imóvel pelo locatário”. Soma-se que a usuária também deve:

- (i) manter o objeto da locação no perfeito estado de conservação e limpeza, para assim retribuir ao locador, no término do contrato, correndo por sua conta exclusiva as despesas

necessárias para esta finalidade, notadamente, as que se referem a pinturas, portas comuns, fechaduras, instalações elétricas, entre outros;

- (ii) não realizar nenhum tipo de instalação, adaptação, obra ou benfeitoria, inclusive colocação de luminosos, placa e letreiros sem a prévia autorização do locador ou seu representante legal;
- (iii) não sublocar o imóvel sem prévio assentimento do locador;
- (iv) encaminhar ao locador todas as notificações, avisos ou intimações dos poderes públicos que forem entregues no imóvel, sob pena de responder pelas multas, juros, correção monetária e demais penalidades decorrentes no atraso do pagamento ou em atender o cumprimento das determinações pedidas;
- (v) facultar ao locador ou a seus representantes legais, examinar ou vistoriar o imóvel sempre que for para tanto solicitado, bem como no caso do imóvel ser colocado à venda, permitir que os interessados o visitem;

Adicionalmente ao tópico (ii), “toda e qualquer melhoria ou obra realizada no imóvel, que tenha prévia autorização do locador, ficará automaticamente incorporada ao imóvel, não podendo a locatária apresentar qualquer indenização ou ressarcimento, bem como argumentar direito de retenção pelas mesmas”.

## **5.8 Leis aplicáveis**

Como já mencionado em outras etapas deste trabalho, a presente locação está sujeita ao regime do Código Civil Brasileiro e a Lei nº 8.245 (Lei do Inquilinato) de 1991, ficando assegurado ao locador e ao locatário todos os direitos e vantagens conferidas pela legislação que vier a ser publicado durante a locação.

Com relação a ocupação o solo, a lei que rege a utilização do terreno na cidade de Sorocaba é a Lei nº 8.181, de 05 de junho de 2007, que estipula a Revisão da Lei nº 7.122 de 04/6/2004, que instituiu o novo Plano Diretor de Desenvolvimento Físico Territorial do Município de Sorocaba, e dá outras providências. O terreno está em uma localização cujo Macrozoneamento Ambiental o classifica como uma Zona com Pequenas Restrições à Urbanização - Áreas Pertencentes a Bacias de Drenagem pouco Extensas - Tipo a. Em relação ao Zoneamento Municipal, o terreno está na seguinte zona: Zona Industrial – ZI/Corredores de Comércio e Indústria – CCI.

## 5.9 Valor do Imóvel

O valor de transação do imóvel é um valor dado pactuado no contrato, influenciado pelos interesses e condições do investidor e do vendedor do ativo. Como a transação já foi efetuada admite-se que o valor da transação foi considerado atrativo ao investidor, porém, não determina se esse valor pode ser considerado como o valor justo da operação. A intenção desta parte do trabalho não é admitir se o valor concordado é ou não um valor justo, mas sim em discutir os possíveis motivos que fizeram com que o valor da transação se aproximasse ou se distanciasse do valor justo. Segundo o Pronunciamento Técnico CPC 12 - Ajuste a Valor Presente, o valor justo, conhecido também como *fair value*, é:

o valor pelo qual um ativo pode ser negociado, ou um passivo liquidado, entre partes interessadas, conhecedoras do negócio e independentes entre si, com a ausência de fatores que pressionem para a liquidação da transação ou que caracterizem uma transação compulsória.

Nota-se, portanto que o valor da transação não esteve livre de fatores que pressionassem a venda do ativo, uma vez que ambos participantes possuem interesses divergentes, cabendo a estes negociarem um montante que atenda da melhor forma os envolvidos. ERNST & YOUNG e FIPECAFI (2009) afirmam que uma possível metodologia para encontrar o valor justo do imóvel seria a abordagem de mercado, a qual utiliza o valor que seria pago para adquirir um ativo ou recebido para se assumir um passivo, considerando os preços relevantes gerados por transações de mercado envolvendo ativos ou passivos comparáveis.

Conforme menciona o CPC 12, o valor justo tem como primeiro objetivo demonstrar o valor de mercado de um ativo, e na ausência deste valor recorre-se ao provável valor que seria o de mercado por comparação com outros ativos ou passivos que tenham valor de mercado, ou seja, que já foram transacionados anteriormente. Para DAMODARAN (2002), o valor de um ativo é determinado pelos fluxos de caixa gerados, isto é, pela estimativa de lucro futuro e pelo risco associado a esses fluxos. Segundo ROCHA LIMA (1998) usa-se a avaliação de mercado para aqueles bens que sejam transacionados regularmente no mercado, ou o suficiente para que se construa uma amostra comparativa. Porém, o autor afirma que para o contexto dos imóveis corporativos essa metodologia não seria válida pois os empreendimentos imobiliários são únicos, sendo difícil encontrar semelhanças entre eles e, também para desenvolver uma amostra de transações significativa.

Como a transação de SLB em questão já foi pactuada e as informações referentes aos fluxos de caixa e geração futura de capital não estão disponíveis, será feita uma comparação entre os imóveis semelhantes que foram transacionados em um período histórico próximo ao período da transação na intenção de estimar um possível valor justo para o imóvel. Ao encontrar esse valor seria viável esclarecer discrepâncias entre o valor da transação e o considerado justo.

Muitos fatores são responsáveis pelo valor em que um imóvel é transacionado no mercado, como a inflação, demanda, estoque de ativos, vacância, vias de acesso, entre outros. A demanda por galpões logísticos para locação segue crescente além das grandes capitais, impulsionada principalmente por causa de dois fatores: (i) a falta de infraestrutura logística adequada no País, como a escassez de conexões entre os diferentes modais (ferroviário, rodoviário, navegação por cabotagem e até transporte aéreo), fazendo com que a necessidade de as empresas estarem estrategicamente bem localizadas seja ainda maior em termos de ganhos em competitividade. Soma-se a isso (ii) o crescente aumento de renda da população aliado ao aumento do consumo os quais impulsionam toda a cadeia produtiva, e também de logística e distribuição, até impactar na demanda por galpões para armazenagem e distribuição de produtos (JLL, 2015).

O Sudeste do Brasil continua a concentrar o maior volume de galpões logísticos do país, seguido pelas regiões Nordeste e Sul, porém São Paulo destaca-se em crescimento absoluto, com mais de 1 milhão m<sup>2</sup> a serem lançados até 2017. O município de Sorocaba conta com infraestrutura de estradas (como as Rodovias Castello Branco e Raposo Tavares), transportes públicos, rede de energia elétrica, telecomunicações, disposição de lixo, água potável, abrigando mais de 1.700 indústrias. As principais atividades econômicas são: indústrias de máquinas, siderurgia e metalurgia pesada, autopeças, indústrias têxteis, equipamentos agrícolas, químicas, petroquímicas, farmacêuticas, papel e celulose, entre outras. Dentre esses setores as empresas de destaque são: Pirelli, Coca-Cola, TECSIS, Case New Holland, Flextronics, Johnson Controls, ZF do Brasil, Pepsico do Brasil, Alcoa e Toyota.

Com o aceleramento da industrialização em 1970, principalmente devido a inauguração da Rodovia Castello Branco ligando Sorocaba diretamente com a capital de São Paulo, a procura por galpões e estruturas industriais começou a crescer fazendo com que o total de estoque do município neste segmento chegasse a aproximadamente 3 milhões de metros quadrados em 2015. Esse crescimento representa 6% do total de estoque de imóveis industriais do Estado de São Paulo (gráfico 1).

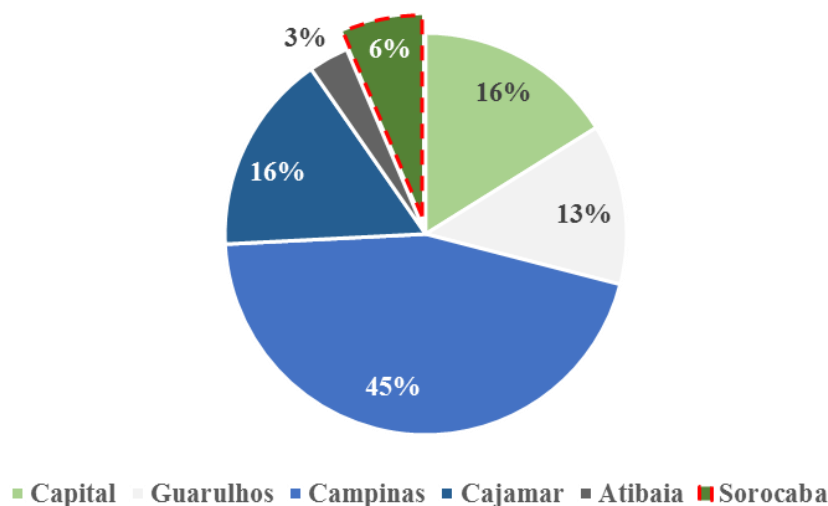


Gráfico 1: Estoque Industrial de São Paulo

Fonte: CBRE, 2016.

Com relação a precificação dos imóveis da região desde 2012 os preços cresceram cerca de 10% em Sorocaba, acompanhando o crescimento do estado. O aumento do preço da região e a localização privilegiada devido as vias de acesso são fatores que influenciam diretamente na transação de SLB, visto que o investidor terá certa garantia da locação futura do ativo. Adiciona-se que para esta pesquisa foram selecionados imóveis caracterizados como galpões industriais de classificação A.

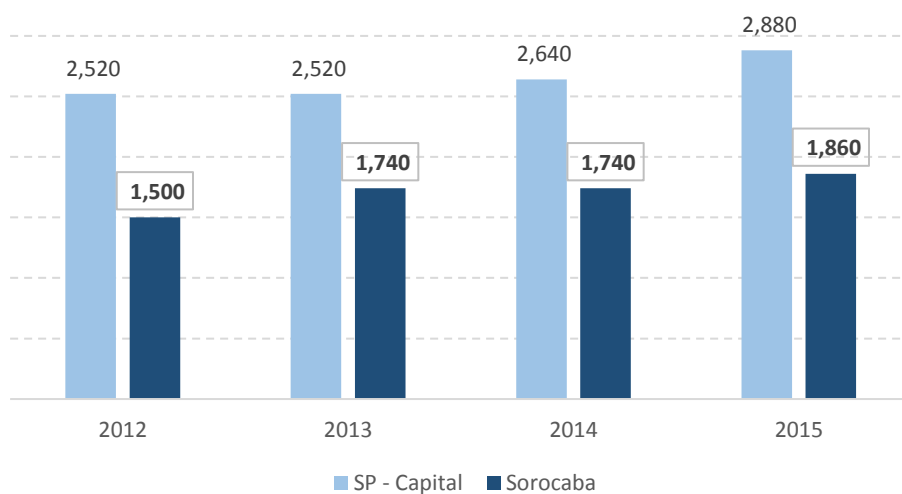


Gráfico 2: Preço de venda médio por m<sup>2</sup> de área construída – SP vs. Sorocaba (R\$ mil por m<sup>2</sup>).

Fonte: JLL (2015).

De acordo com o gráfico acima o preço de venda do CD em 2014 seria de R\$ 1,7 mil por metro quadrado, com uma área construída de aproximadamente 90 mil metros quadrados, geraria um preço total de venda de R\$ 155 milhões. Visto que o valor da transação é de R\$ 182 milhões, alguns fatores foram responsáveis por esse descolamento entre preços e valorização da transação. Um destes motivos é a liquidez e padronização do imóvel, dado que não se realizava no CD a fabricação de produtos ou nenhuma atividade muito específica, como no caso de frigorífico que precisam de câmaras de resfriamento, sendo mais fácil ao proprietário locar o imóvel após finalização do contrato.

Apesar de não ter sido pactuado um contrato de DRS, o contrato de locação era de 10 anos, ou seja, longo prazo, garantindo maior estabilidade da operação. Mesmo que o inquilino decida sair do imóvel a multa definida no momento da contratação é proporcional aos 10 anos do período contratual, permitindo que o proprietário minimize suas perdas. Ao mesmo tempo, caso tivesse optado pelo DRS o valor de transação poderia ser maior ainda, posto que nesta modalidade o usuário precisa ressarcir o proprietário por todo o investimento feito na aquisição do imóvel, tornando a operação ainda mais estável e segura ao investidor. De qualquer forma, em ambos instrumentos jurídicos o usuário irá ocupar 100% do imóvel logo no primeiro ano, proporcionando lucro máximo ao proprietário logo no início da operação.

## 6. IMPACTOS DA TRANSAÇÃO

Este capítulo tem como objetivo mensurar os impactos do SLB para a empresa, principalmente no que tange ao potencial de geração de capital ao investir o valor da transação no negócio principal da empresa. Desta forma esta etapa será dividida em três partes: (i) geração de capital; (ii) desoneração do balanço e análise dos índices de liquidez e endividamento; e (iii) economia tributária.

### 6.1 Geração de Capital pela Desmobilização Patrimonial

Ao desmobilizar o ativo a empresa é vinculada a obrigação de pagamento do aluguel para que possa utilizar o imóvel, desta forma a adequação do SLB como método de geração de capital precisa ser validada não só pelo gasto com aluguel, mas também pela possibilidade de geração de capital a partir do investimento do valor da transação no negócio da empresa. Esta validação ocorrerá quando o montante do capital desmobilizado for maior que o custo pago por este capital (aluguel) e quando o risco de investir nas atividades da empresa é menor que o risco de investir no ativo imobilizado.

Como a empresa possuía intenção de mudar o CD para outra região e necessitava de capital para realizar as atividades relacionadas ao *core-business*, o risco de investir no negócio foi avaliado menor que o risco de investir no imóvel, tendo em vista que sem esse capital a empresa poderia perder fornecedores devido a inadimplência e não concluir operações fundamentais para a sobrevivência do negócio (como a própria fabricação de veículos).

Uma vez que o valor da transação e o aluguel pago já são conhecidos e definidos entre as partes, a única incógnita seria o potencial de geração de capital de giro da transação. Como o capital liberado com a desmobilização será usado nas atividades do negócio principal da empresa na intenção de se obter um melhor resultado, GREGÓRIO (2010) sugere o uso do ROE– *Return on Equity*, traduzido para Retorno sobre o Patrimônio Líquido, que mede a eficiência da empresa em gerar lucro a partir do uso dos seus ativos. Com base nos três anos anteriores a transação, o ROE médio do período foi de 23,5% ao ano, equivalente a 1,7% ao mês. Ao utilizar o ROE como parâmetro de desempenho e indicador de rentabilidade, generalizam-se as práticas da empresa no que se refere aos seus investimentos e retornos, assim como as políticas de distribuição de dividendos e as estratégias de aumento do capital social.



<b>Premissas para a Geração de Renda - R\$ Milhões</b>			
	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<i>Patrimônio Líquido</i>	2,404	1,904	1,295
<i>Lucro Líquido</i>	549	441	309
<i>ROE (% mensal)</i>	1.7%	1.8%	1.8%
<i>ROE (% anual)</i>	23%	23%	24%
<b>Valor de Transação</b>	182,000		
<b>Aluguel/Mês</b>	1.50		

<b>ROE</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
<i>ROE (% mensal)</i>	1.7%	1.8%	1.8%
<i>ROE (% anual)</i>	22.9%	23.1%	23.9%

*Tabela 7: Premissas para Cálculo da Geração de Capital*

*Fonte: Elaboração do autor*

Uma vez que, ao final da transação, tanto o Patrimônio Líquido quanto o Lucro Líquido serão afetados pela movimentação de contas, pode-se calcular um novo ROE com base nos recentes resultados da empresa após investimento do capital desmobilizado no negócio principal. Visto que o valor da transação será remunerado pelo ROE para que se chegue ao capital liberado após o SLB, usa-se a seguinte equação:

$$\text{Renda Gerada} = \text{Valor da Transação} * \text{ROE} * \text{Impostos}$$

*Fonte: Elaboração do autor*

Considerando que o valor da transação é de R\$ 182 milhões e o valor de médio de ROE nos três anos é de 23,5% o capital líquido de impostos gerado ao final de 10 anos da duração do contrato seria de R\$ 276 milhões. Em contrapartida, o aluguel mensal de R\$ 1,5 milhões pagos também até o final do contrato origina um total de custo de R\$ 180 milhões. Para que se tenha o saldo dessas duas contas subtrai-se do capital gerado o aluguel estimado, o que resulta em um saldo de R\$ 96 milhões. Para cálculo do montante de aluguel não foi considerado após primeiro ano do

contrato o reajuste dos pagamentos pela inflação, além de ter como premissa que nenhuma medida revisional foi tomada durante os 10 anos. Esses critérios foram considerados pois a intenção é apenas validar a possibilidade de geração de capital de giro e não de apresentar quais seriam os valores ótimos de renda ou de aluguel.

	Antes	Depois
<b>Patrimônio Líquido (PL)</b>	<b>1,295</b>	<b>1,354</b>
<b>Lucro Líquido</b>	<b>309</b>	<b>368</b>
<b>ROE</b>	<b>23.9%</b>	<b>27.20%</b>

*Tabela 8: Comparação do ROE – Antes e Depois da Transação.*

*Fonte: Elaboração do autor*

No próximo subcapítulo são detalhadas as movimentações de conta, esclarecendo o comportamento do PL e do Lucro Líquido antes e depois da transação. De qualquer forma, nota-se pelo exposto na tabela que o ROE teve um incremento de 3,33 pontos percentuais. Isso quer dizer que ao investir o capital desmobilizado nas atividades da empresa foi possível aumentar a rentabilidade da companhia além de trazer outros benefícios, como maior competitividade dentro do mercado.

## **6.2 Impacto no Balanço Patrimonial**

De acordo com GREGÓRIO (2010), o balanço patrimonial é uma demonstração contábil que mostra, em uma determinada data, quais os ativos em posseção pela companhia e as origens dos recursos, como fornecedores, bancos e outros empréstimos. A relação entre o ativo e passivo oferece uma visão da capacidade da organização em transformar seus bens em recursos mais líquidos e em cumprir com as obrigações de terceiros. Portanto, muitas vezes, para avaliar o equilíbrio financeiro de uma empresa são usadas as informações do Balanço Patrimonial, as quais, ao serem analisadas pelos indicadores financeiros apresentam os níveis de liquidez e de endividamento. Como este estudo de caso tem o objetivo de avaliar e mensurar os impactos na desoneração do balanço antes e depois da transação, se faz essencial o entendimento deste demonstrativo.

O ativo imobilizado é um dos itens do balanço que está entre os mais custosos para as empresas que apenas o adquirem para abrigar as operações vitais da companhia, pois este não é

responsável pela geração de caixa da empresa e afeta diretamente os seus indicadores financeiros. A apresentação de indicadores saudáveis é muito importante para qualquer empresa, pois pode influenciar na liberação de financiamentos por bancos, atratividade frente aos investidores e até mesmo na própria venda da empresa. Desta forma a desoneração do balanço implica em uma melhora nos índices de endividamento e liquidez. Para análise destes indicadores são avaliadas as dívidas da empresa e o prazo das mesmas, podendo ser curto ou longo, uma vez que os prazos influenciam diretamente no caixa da companhia.

O SLB impacta o ativo circulante, ativo imobilizado, passivo circulante e o Patrimônio Líquido. Por ser um mecanismo de desmobilização de capital de giro, ao vender o imóvel o valor da transação é adicionado ao ativo circulante e o valor contábil da propriedade é subtraída do ativo imobilizado. O ganho entre o valor da transação e o valor contábil da propriedade, após descontado de impostos, é adicionado ao Patrimônio Líquido, onde também é deduzido as despesas com aluguéis. Já no passivo circulante adicionam-se as despesas com aluguéis e a parcela de impostos sobre o saldo da transação.

Item	Conta	Impacto
Valor de transação do ativo	Ativo circulante	Acréscimo do valor da transação do ativo
Valor contábil do ativo	Imobilizado	Redução no valor contábil do ativo
Ganho com a venda	Patrimônio líquido	Acréscimo do ganho com a venda - sem impostos
Impostos	Passivo circulante	No caso de ganho na venda inclui-se a provisão dos impostos
Aluguel mensal	Passivo circulante/PL	Redução na conta de lucros e prejuízos acumulados

*Tabela 9: Movimentações no Balanço Patrimonial*

*Fonte: Elaboração do autor*

Para análise do Balanço Patrimonial a movimentação entre contas foi feita com base nos dados da transação. Além das garantias contratuais no caso de rescisão contratual que transmitem maior segurança ao investidor, como o ativo pertence a empresa desde 1989, época a qual a região ainda não era valorizada, o valor contábil do mesmo é quase três vezes menor que o valor obtido na transação, gerando um ganho para a empresa com a venda do Centro de Distribuição.

### Dados da Transação

Atividade	Centro de distribuição
Ano de aquisição	1989
Área Construída- m <sup>2</sup>	89,039
Valor de Transação - R\$ Mil	182,000
Valor Contábil - R\$ Mil	65,000
Depreciação	Total

*Tabela 10: Dados da Transação*

*Fonte: Elaboração do autor*

A partir dos dados da transação e do conhecimento de quais contas serão impactadas pela transação foi construído um novo balanço patrimonial para verificar então uma possível desoneração deste demonstrativo. Lembra-se que como a empresa do estudo não possui capital aberto no mercado brasileiro as informações do BP são aproximações dos valores reais, mantendo-se a confidencialidade das informações.

Balanço Patrimonial - R\$ Milhões	Antes	Depois
<b>Ativo Circulante</b>	2,445	2,627
Disponibilidades	837	1,019
<b>Ativo não circulante</b>	1,769	1,769
Imobilizado	776	711
<b>Total do Ativo</b>	4,990	5,107
<b>Passivo Circulante</b>	1,872	1,930
<b>Passivo não circulante</b>	1,823	1,823
Total do Passivo	3,695	3,753
<b>Patrimônio Líquido (PL)</b>	1,295	1,354
<b>Total do Passivo + PL</b>	4,990	5,107

*Tabela 11: Balanço Patrimonial – Antes e Depois do SLB*

*Fonte: Elaboração do autor*

Após movimentações das contas do balanço foram aplicados os indicadores de liquidez, endividamento e imobilização nos cenários antes e após a transação, para assim medir qual o real impacto da transação na desoneração do balanço, a equação de cálculo de cada um dos indicadores

está descrita no Apêndice I. De acordo MARION (2007), os índices de liquidez são utilizados para estudar a capacidade de pagamento, isto é, formam um julgamento sobre se a empresa tem capacidade para saldar seus compromissos, podendo ser estes de longo prazo, curto prazo ou até prazo imediato. MATARAZZO (1998) complementa que os índices de liquidez expõem a situação financeira da empresa e procuram medir quão robusta e sólida é a base financeira da companhia.

O primeiro indicador analisado Liquidez Corrente indica quanto existe em dinheiro, bens e realizáveis a curto prazo, comparado com suas obrigações a serem pagas no mesmo período, de acordo com ASSAF NETO (2006). Desta forma, quanto maior for este índice mais alta é sua capacidade de cumprir com suas obrigações de curto prazo. No SLB, um dos lançamentos contábeis é o acréscimo do valor da transação no ativo circulante, fazendo com que o ativo circulante aumente de forma mais significativa que o passivo circulante (impactado pelo fluxo de aluguéis e pelos impostos da transação), fazendo com que esse índice crescesse 6% ao comparar a situação do balanço antes e depois da operação. Para este estudo a opção da empresa foi de utilizar o valor da transação para reinvestir nas atividades do negócio principal, porém, ao aumentar o ativo circulante uma alternativa seria pagar as dívidas de curto prazo, captando novas dívidas de longo prazo, se possível com custos mais baixos. Essa estratégia permite que a empresa possua mais recursos de curto prazo, disponíveis para financiarem as necessidades do capital de giro.

O segundo indicador, Liquidez Imediata, é similar com o índice de Liquidez Seca. Neste caso o intuito é calcular a capacidade da empresa em cumprir com suas obrigações de forma imediata, portanto não inclui o valor do estoque, o qual nem sempre pode ser transformado em dinheiro rapidamente. Esse indicador é um dos que possui maior variação, pois com a venda do ativo a conta de disponibilidades passa a ser muito mais representativa quando comparada ao passivo circulante, indo de 0,45 para 0,54, aumento de 21%.

Para MATARAZZO (1998) os índices de endividamento possuem o intuito de mostrar o nível de comprometimento do capital próprio da empresa frente o capital de terceiros. Eles informam se a companhia utiliza mais recursos de terceiros ou os recursos próprios. O primeiro indicador de endividamento analisado, Participação de Terceiros sobre os Recursos Totais - PTRT relaciona o passivo total (Passivo total mais Patrimônio Líquido) com o passivo provenientes de terceiros, representando o quanto o endividamento equivale do total de recursos da empresa. O PTRT também revela qual o montante do ativo total é financiado com recursos de terceiros. Como já mencionado, visto que o intuito não era reorganizar o perfil da dívida os indicadores de

endividamento não tiveram grandes variações como os de liquidez, apresentando uma queda de apenas 1%.

Após conhecer o grau de endividamento da empresa é necessário compreender a qualidade desta dívida, ou seja, se é composta em sua maioria por obrigações de curto ou longo prazo. O mesmo expressa em porcentagem suas dívidas vencíveis a curto prazo. Para ASSAF NETO (2006), para que a empresa tenha certa folga para fomentar suas atividades diárias e assim gerar recursos para quitar seus compromissos o ideal seria que a composição da dívida apresentasse maior participação de dívidas a longo prazo. Caso a companhia tenha grande parte das dívidas com perfil de curto prazo qualquer mudança de mercado ou instabilidade econômica pode gerar dificuldades para que a empresa prossiga com suas atividades diárias e ainda cumpra suas obrigações, desta forma terá tempo hábil para planejar uma nova estratégia para a situação financeira. Ao aplicar este indicador no balanço da empresa nota-se que a composição praticamente manteve-se a mesma, porém, ainda assim o perfil de endividamento se divide igualmente entre dívidas de curto e longo prazo. Apesar de não utilizar o valor da transação para quitar suas dívidas a aplicação deste montante de volta na empresa permite que a própria gere mais recursos provenientes das atividades do negócio principal, podendo então liquidar as dívidas de curto prazo e estruturar um novo perfil de endividamento.

Visto que a empresa adquiriu o imóvel em questão apenas para abrigar as atividades ligadas ao negócio principal, isto é, o imóvel não gera nenhum tipo de rentabilidade para a empresa é importante que o valor do ativo imobilizado seja o menor possível. Ao vender a propriedade é subtraído do ativo imobilizado o valor contábil do ativo, neste caso R\$ 65 milhões, e adicionado ao circulante o valor da transação, assim a empresa consegue ao mesmo tempo melhorar sua liquidez e reduzir o custo do imobilizado. O indicador de Imobilização do Patrimônio Líquido calcula o quanto do Patrimônio Líquido está “congelado” no ativo imobilizado e, portanto, não está sendo usado na atividade principal da empresa. Após a transação este indicador cai 12%, ou seja, a imobilização da empresa cai permitindo que o capital, que agora está desmobilizado, seja usado imediatamente no negócio.

O último indicador, Capital de Giro Líquido, representando pelos itens de consumo rápido da empresa foi o mais impactado com a transação e é calculado pela subtração do passivo circulante no ativo circulante. Apesar o ativo circulante da empresa já ser maior que o passivo antes da transação, após o SLB esse indicador aumentou 22%, permitindo maior flexibilidade a companhia

no momento de quitar suas obrigações a curto prazo. Como o passivo circulante não foi impactado da mesma forma que o ativo circulante a variação deste indicador se deve muito mais ao aumento do ativo circulante que a diminuição do passivo.

<b>Tipo</b>	<b>Indicador</b>	<b>Antes</b>	<b>Depois</b>	<b>Var.</b>
L	Liquidez Corrente	1.31	1.36	4%
L	Liquidez Imediata	0.45	0.53	18%
E	Participação de Terceiros sobre os Recursos Totais	0.74	0.73	-1%
E	Participação de Terceiros sobre o Capital Próprio	2.85	2.77	-3%
E	Composição da Dívida	0.51	0.51	1%
I	Imobilização do Patrimônio Líquido	0.60	0.53	-12%
-	Capital de Giro Líquido	573	697	22%

*Tabela 12: Análise dos Indicadores Financeiros*

*Fonte: Elaboração do autor*

### **6.3 Impacto na Base Tributável**

Além do impacto na desoneração da Balanço Patrimonial e no aumento do Capital de Giro, outra vantagem do SLB é a redução dos impactos tributários, como mencionado no capítulo de *Sale-leaseback*, no caso do contrato de locação as despesas com aluguéis são dedutíveis da base tributária, gerando então uma economia. Por outro lado, essa economia só pode ser afirmada comparando a situação da empresa antes da transação, ou seja, enquanto é proprietária do imóvel. Neste caso a depreciação do ativo seria comparável ao pagamento de aluguéis, visto que ambos trariam redução da base tributária.

Como o imóvel já está totalmente depreciado, este item traz uma simulação do montante que seria economizado pelo impacto tributário do SLB. O cálculo da economia tributária causada pelo fluxo de aluguéis se baseia no aluguel mensal firmado em contrato de R\$ 1.5 milhões, sem revisões, porém atualizado pelo IGP-M anualmente, e na aplicação de uma alíquota de impostos de 34% composta por Imposto de renda e Contribuição Social de acordo com a Receita Federal, durante o período do contrato. De acordo com GREGÓRIO (2010), para cálculo da economia tributária em valores presentes é necessário descontar a inflação acumulada em todo fluxo, para depois trazer o montante pela taxa de desconto.

Para GREGÓRIO (2010), a taxa de desconto adequada para este caso seria o WACC (traduzido para Custo Médio Ponderado de Capital), uma vez que o cálculo da economia tributária indica quanto de recursos financeiros a empresa poupa para investir nas atividades ligadas ao

negócio da empresa. A taxa WACC é explicada por DAMODARAN (2002) como uma média ponderada dos custos dos diversos elementos de financiamento, como a dívida e o patrimônio líquido, utilizados pela empresa para financiar suas necessidades financeiras. Para cálculo do WACC são necessárias algumas informações da companhia, tais como: (i) os dados dos financiamentos e arrendamentos adquiridos, além dos juros pagos por estas obrigações, (ii) a remuneração dos sócios e (iii) a participação dos sócios e do capital de terceiros. Visto que se trata de uma empresa de capital fechado sem demonstrativos de resultado públicos, as informações para cálculo do WACC são confidenciais e, portanto, não foram acessadas.

Sendo assim arbitrou-se uma taxa variável para descontar os fluxos, a qual neste caso flutuou entre 11% e 14% ao ano. Já para o cálculo da depreciação é usado o valor contábil do ativo excluindo-se o valor terreno em um horizonte de tempo igual a vida útil do ativo.

<b>Premissas para Economia Tributária</b>	
<i>Ano de aquisição</i>	1989
<i>Uso (anos)</i>	20
<i>Valor Contábil - R\$ Mil</i>	65,000
<i>Valor do Terreno - R\$ Mil</i>	9,750
<i>Taxa de Depreciação</i>	5%
<i>Vida útil (anos)</i>	20
<i>IGP-M (% anual)</i>	0.29%
<i>IGP-M (% mensal)</i>	3.53%

*Tabela 13: Premissas para Cálculo da Economia Tributária*

*Fonte: Elaboração do autor*

Apesar do contrato ter duração de 10 anos, para comparação dos cenários utiliza-se o período de vida útil do imóvel, isto é, 20 anos. Com o uso das premissas foi construído o fluxo de aluguéis e de depreciação, sendo que ambos foram descontados da inflação e depois aplicada a alíquota de 34% de impostos. Uma vez que o intuito é comparar a economia tributária a partir da redução da base tributável pelas despesas de depreciação o método utilizado foi o linear<sup>2</sup>, o qual de acordo com IUDÍCIBUS e MARION (2003) contabiliza como despesa uma parcela constante do valor do bem em cada período.

<sup>2</sup> Apesar da existência de mais de um método de depreciação foi considerado neste caso o método linear, sendo também o mais usado entre as opções. Consiste na aplicação de uma taxa de depreciação sempre sobre o mesmo valor, dessa forma, o valor do encargo de depreciação será o mesmo em todos os períodos.



Ano	Fluxo Depreciação descontado	Fluxo Aluguéis descontado
0	610	-
1	907	6,120
2	876	6,457
3	846	6,685
4	818	6,922
5	790	7,167
6	763	7,420
7	737	7,682
8	712	7,954
9	687	8,235
10	664	8,527
11	641	8,828
12	619	9,140
13	598	9,463
14	578	9,798
15	558	10,144
16	539	10,503
17	521	10,875
18	503	12,215
19	486	12,684
20	165	10,087

*Tabela 14: Fluxo de Economia Tributária*

*Fonte: Elaboração do autor*

Por fim, para cálculo do montante final de economia tributária é necessário trazer a valor presente ambos os fluxos usando uma taxa de desconto com intervalo. Sendo assim, ao utilizar uma taxa de desconto de 11,2% a depreciação do imóvel gera uma economia de R\$ 5,7 milhões frente a um montante de R\$ 55,8 milhões provenientes do fluxo de aluguéis, ou seja, uma variação de R\$ 50 milhões entre os dois fluxos.

Taxa de desconto	11.2%	12.2%	13.2%	14.2%
Depreciação	5,783	5,453	5,154	4,881
Aluguel	55,809	51,443	47,562	44,102

*Tabela 15: Economia Tributária (Aluguéis vs. Depreciação)*

*Fonte: Elaboração do autor*

## 7. CONCLUSÃO

De forma resumida, o *Sale-leaseback* consiste na venda de um ativo a um terceiro seguida de um contrato de locação. Essa operação se mostrou cada vez mais importante pois permite que as empresas façam uso de um bem sem ter que desembolsar capital para adquiri-lo, principalmente nos casos em que o imóvel não é intrínseco para a operação das atividades da empresa. Apesar de que, inicialmente, o setor bancário foi um dos pioneiros a utilizar este instrumento para levantar capital e expandir seus negócios, atualmente outros setores já possuem interesse nas vantagens que o SLB pode trazer, como o setor varejista.

Como visto no início da monografia, no Brasil muitas empresas ainda optam por serem donas dos seus espaços corporativos, escritórios, galpões e outros, tendência que não é observada fora do país. Com a profissionalização e compreensão das estruturas de SLB esta tendência poderá ser ainda mais vista entre as empresas nacionais. Além disso, outro influenciador é a evolução da legislação que suporta as transações de SLB, uma vez que ainda são usadas as combinações entre diversas leis, trazendo insegurança para os agentes envolvidos.

O crescente uso desta desmobilização patrimonial é explicado pelos seguintes motivos: (i) a companhia tem a chance de liberar capital e investir no seu negócio principal, melhorando sua competitividade no mercado, (ii) possível desoneração do balanço ao mover capital imobilizado ao ativo circulante, favorecendo os indicadores de liquidez, (iii) despesas de aluguel e de amortização são dedutíveis da base tributária, (iv) caso as partes acordem não revisar o valor do aluguel a arrendatária não irá ser impactada com possível valorização do mercado e (v) possibilidade de moldar o contrato de acordo com a estratégia de mudança da empresa, garantindo flexibilidade e diminuindo o risco de multas por rescisão de contrato antecipada.

A lei precisa prover mais especificações para suportar o SLB, principalmente com relação ao Valor Residual Garantido, pois perante a necessidade da usuária em ressarcir o proprietário na totalidade de seus investimentos, muitas vezes o VRG já está incluso antecipadamente nas obrigações do arrendamento, independente da opção de compra. Sendo assim, caso não seja estabelecido um prazo mínimo para realizar a compra do ativo, o *Sale-leaseback* pode ser definido como uma transação de compra e venda de bens, trazendo empecilhos a transação. A estrutura do contrato também não é definida e clara, muitas vezes envolve um simples contrato de locação e em outras fica caracterizada como um acordo de *leasing*, além de que a aquisição do imóvel não chega a ser contemplada pela lei de *leasing*, sendo suportada por outros instrumentos.

O Direito Real de Superfície teve um papel importante para que o *Sale-leaseback* ganhasse mais espaço dentro do mercado imobiliário ao vincular o usuário a propriedade, sendo deste toda a responsabilidade com despesas, encargos e modificações no imóvel, garantindo mais segurança a operação. Por outro lado, como o proprietário concede o uso do ativo por meio de uma outorga, ou seja, um valor fixo, o usuário precisa realizar o pagamento integral deste valor mesmo caso não precise mais utilizar o imóvel.

No estudo de caso foi visto que a estrutura do SLB usada pela companhia baseava-se em um contrato de locação a longo prazo, com fluxo de aluguéis que representavam o pagamento das obrigações para uso do imóvel. Os principais fatores para a escolha desta estrutura foram: (i) necessidade de flexibilidade de mudança a médio prazo, uma vez que a empresa sabia da possibilidade de ter que mudar o local do CD antes do término do contrato, (ii) desoneração do balanço patrimonial pela diminuição do ativo imobilizado, (iii) mitigação de riscos frente a uma possível rescisão contratual antecipada, dado que a multa foi pactuada no momento da contratação (v) a empresa não vislumbrava nenhum tipo de modificação a ser feita no imóvel, a qual dificilmente seria permitida pelo contrato de locação.

O SLB se mostrou válido como um método de desmobilização de capital de giro, posto que, ao vender o CD e investir o valor recebido nas atividades da empresa o saldo de entradas e saídas da operação favoreceu o capital gerado pelo investimento na empresa. Além disso, o indicador ROE da companhia teve um acréscimo 3,3 pontos percentuais junto a uma melhoria dos indicadores de liquidez e de endividamento. O fluxo comparativo de aluguéis e depreciação também esclareceu que o impacto na economia tributária é bem maior quando proveniente dos aluguéis, dado que o imóvel já estava totalmente depreciado.

Desta forma foi analisado no presente trabalho que as estruturas e elementos contratuais de cada transação dependem da estratégia e dos objetivos da empresa, assim como quando ela pretende alcançá-los. Além disso, apesar de não ter sido o intuito da monografia, faz-se essencial que a empresa avalie as possíveis opções propostas pela desmobilização patrimonial e as considerações de cada uma.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

\_\_\_\_\_. CPC 12 – Ajuste a Valor Presente. Disponível em: [www.cpc.org.br](http://www.cpc.org.br). Acesso em 20 Junho 2016.

AKIYAMA, Yuko; MONETTI, Eliane. **Valor do direito de superfície: orientação para construção dos contratos de concessão**. Boletim Técnico, Departamento de Engenharia de Construção Civil. São Paulo, 2007.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços: Um Enfoque Econômico e Financeiro**. Oitava Edição. São Paulo: Editora Atlas, 2006.

BRASIL. Resolução n. 2.309 de 28 de agosto de 1996. Disciplina e consolida as normas relativas às operações de Arrendamento Mercantil. Disponível em: [http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1996/pdf/res\\_2309\\_v2\\_L.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1996/pdf/res_2309_v2_L.pdf) . Acesso em 15 de Julho 2016.

BRASIL. Lei nº 6.099 de 12 de setembro de 1974. Dispõe sobre o tratamento tributário das operações de arrendamento mercantil e dá outras providências. Brasília, 12 de setembro de 1974. Disponível em: [www.planalto.gov.br](http://www.planalto.gov.br). Acesso em 20 de Setembro de 2016.

BRASIL. Lei nº 12.744, de 19 de Dezembro de 2012. Dispõe sobre as locações dos imóveis urbanos e os procedimentos a elas pertinentes. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2011-2014/2012/Lei/L12744.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2012/Lei/L12744.htm). Acesso em Outubro de 2016.

BRASIL. Lei nº 8.245, de 18 de Outubro de 1991 (alterações conforme Lei 12.112 de 2009). Dispõe sobre as locações dos imóveis urbanos. Disponível em: [www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L8245.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8245.htm). Acesso em Outubro de 2016.

CAMARGO, André. **A Aplicabilidade da Lei N. 8.078/90 Sobre as Operações de Leasing Financeiro**. Monografia. Departamento de Ciências Sociais Jurídicas, Universidade do Vale do Itajaí. Itajaí, 2009.

CBRE. **U.S Sale/Leasebacks: Unlocking Value**, 2012.

COLLIERS. **The Market for Sale and Leasebacks**. 2013.

DASSO, J. and Kuhn, G. **Real Estate Finance**. Estados Unidos: Prentice Hall, 1983.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2002.

ERNST & YOUNG, FIPECAFI. **Manual de Normas Internacionais de Contabilidade: IFRS versus Normas Brasileiras**. São Paulo: Ed. Atlas, 2009.

E&Y. **Real Estate: The Local Global Economy**. Brazil Country profile, 2007.

FRANCIOZI, Luiz Henrique. **Operações Built To Suit Antes e Depois Da Lei Nº 12.744/12 - O Estudo de Caso do Hospital Infantil Sabará Método para análise da oportunidade de imobilização em imóveis corporativos**. Tese de Pós-Graduação. Departamento de Engenharia de Construção Civil, Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARION, José Carlos; PEREIRA, Elias. **Dicionário de Termos de Contabilidade**. Segunda Edição. São Paulo: Editora Atlas, 2003.

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

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. Harper & Row do Brasil, 7ª Edição, 1997.

GREGÓRIO, Carolina Andrea Garisto. **Método para análise da oportunidade de imobilização em imóveis corporativos**. Tese de Doutorado. Departamento de Engenharia de Construção Civil, Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

JLL - Jones Lang LaSalle. **On Point - Industrial São Paulo**. Disponível em: <http://www.jll.com.br/brazil/pt-br/relatorios/117/on-point-industrial-2-semester-2015>. Acesso em 13 de Julho de 2016.

MANCUSO, Rodolfo de Camargo. **Apontamentos sobre o contrato de leasing**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978.

MARION, José Carlos Marion. **Análise das Demonstrações Contábeis: Contabilidade Empresarial**. São Paulo: Editora Atlas, 2007.

MATARAZZO, Dante C. **Análise Financeira de Balanços: Abordagem Básica e Gerencial**. São Paulo: Editora Atlas, 2003.

OGASAVARA, Roberto Shoji. **Leasing no Brasil: aspectos de arrendamento mercantil**. Dissertação de Mestrado. Escola de pós-graduação em economia do Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro, 2000.

PANUCCI, Roberto Filho. **Lease-back**. Tese de mestrado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

RESENDE, Neide Aparecida de Fátima. **O Leasing Financeiro no Código de Defesa do Consumidor**. São Paulo: Saraiva, 2001.

RIZZARDO, Arnaldo. **Leasing – arrendamento mercantil no direito brasileiro**. 6 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

ROCHA LIMA, JOÃO. **Novos Produtos Financeiros e o Mercado Imobiliário - Investimentos Via Títulos de Securitização**. 1<sup>o</sup> Seminário LARES - Latin American Real Estate Society. São Paulo, Brasil, 16 a 18 de dezembro, 1999.

SCHONBLUM, Paulo Maximilian Wilhelm. **Contratos bancários**. Rio de Janeiro: Editora Freitas Bastos, 2004.

SPIRO, H. T. **Finance for the Nonfinancial Manager** (Finanças para o gerente de não-finanças). Quarta edição, Estados Unidos: John Wiley & Son, Inc, 1996.

## APÊNDICE I – INDICADORES DE LIQUIDEZ E ENDIVIDAMENTO

Indicador	Cálculo
Liquidez Corrente	Ativo Circulante/Passivo Circulante
Liquidez Imediata	Disponibilidades/Passivo Circulante
Participação de Terceiros sobre os Recursos Totais	Exigível total / (Exigível total + Patrimônio Líquido)
Participação de Terceiros sobre o Capital Próprio	Exigível total / Patrimônio Líquido
Composição da Dívida	Passivo Circulante/ Exigível Total
Imobilização do Patrimônio Líquido	Ativo Imobilizado/ Patrimônio Líquido
Capital de Giro Líquido	Ativo Circulante - Passivo Circulante

*Fonte: GREGÓRIO (2010) e ASSAF NETO (2006) – Elaboração do autor*



### Catálogo na publicação

Gomes, Fernanda Haddad

Análise dos impactos do uso do sale-leaseback para desmobilização de ativos: estudo de caso do centro de distribuição da general motors / F. H.

Gomes -- São Paulo, 2017.

72 p.

Monografia (MBA em Real Estate - Economia Setorial e Mercados) - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Poli-Integra.

1.Sale-leaseback 2.Desmobilização Patrimonial 3.Leasing 4.Geração de Capital.

Aos meus pais, Adriana e Sergio pelo apoio  
e incentivo de sempre.  
À minha irmã Mari, por estar sempre ao lado.

## **AGRADECIMENTOS**

Ao orientador Prof . Dr . Fernando Bontorim Amato, pela dedicação e orientação desde a primeira etapa desta monografia.

À Profa . Dra . Carolina Andréa Garisto Gregório, pela inspiração e orientação.

À Profa. Dra. Eliane Monetti, pelo aprendizado ao longo do curso e por ter participado da banca examinadora.

Aos meus colegas de curso, Jaqueline e Renato, pela ajuda nos momentos difíceis.

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Modalidades de Leasing.....	20
Tabela 2: Contabilização das Movimentações com o DRS.....	39
Tabela 3: Comparação do DRS e Contrato de Locação.....	41
Tabela 4: Dados da Empresa.....	46
Tabela 5: Descrição das Áreas do Ativo.....	49
Tabela 6: Cálculo da Multa Rescisória.....	50
Tabela 7: Premissas para Cálculo da Geração de Capital.....	57
Tabela 8: Comparação do ROE – Antes e Depois da Transação.....	58
Tabela 9: Movimentações no Balanço Patrimonial.....	59
Tabela 10: Dados da Transação.....	60
Tabela 11: Balanço Patrimonial – Antes e Depois do SLB.....	60
Tabela 12: Análise dos Indicadores Financeiros.....	63
Tabela 13: Premissas para Cálculo da Economia Tributária.....	64
Tabela 14: Fluxo de Economia Tributária.....	65
Tabela 15: Economia Tributária (Aluguéis vs. Depreciação).....	65

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>11</b>
<b>1.1 Contextualização do Tema.....</b>	<b>11</b>
<b>1.2 Objetivo e Premissas .....</b>	<b>12</b>
<b>1.3 Metodologia .....</b>	<b>13</b>
<b>2. DESMOBILIZAÇÃO PATRIMONIAL IMOBILIÁRIA .....</b>	<b>15</b>
<b>2.1 Conceituação do Leasing .....</b>	<b>16</b>
2.1.1 Leasing Operacional.....	15
2.1.2 Leasing Financeiro.....	17
2.1.3 Valor Residual Garantido.....	21
<b>3. O SALE-LEASEBACK .....</b>	<b>23</b>
<b>3.1 Vantagens e Desvantagens.....</b>	<b>25</b>
<b>3.2 Due dilligence.....</b>	<b>27</b>
<b>3.3 Instrumentos Jurídicos.....</b>	<b>30</b>
3.3.1 Direito Real de Superfície – DRS.....	31
3.3.2 Contrato de Locação.....	32
<b>4. ESTRUTURAS DE SALE-LEASEBACK.....</b>	<b>34</b>
<b>4.1 Elementos Contratuais.....</b>	<b>34</b>
4.1.1 Agentes Envolvidos.....	34
4.1.2 Obrigações.....	34
4.1.3 Prazos.....	35
4.1.4 Rescisão do Contrato.....	35
4.1.5 Revisão Contratual.....	36
4.1.6 Destino do Imóvel ao Final do Contrato.....	36
<b>4.2 Estruturas de Sale-leaseback.....</b>	<b>37</b>
4.2.1 SLB com Contrato de DRS.....	37
4.2.2 SLB com Contrato de Locação.....	39
<b>5. ESTUDO DE CASO: A OPERAÇÃO DE SALE-LEASEBACK – CENTRO DE DISTRIBUIÇÃO DE SOROCABA.....</b>	<b>42</b>
<b>5.1 Instrumento Jurídico do Transação.....</b>	<b>42</b>
<b>5.2 A Usuária - General Motors.....</b>	<b>43</b>
<b>5.3 A Proprietária – Savoy.....</b>	<b>46</b>
<b>5.4 Escolha do Ativo.....</b>	<b>47</b>

5.5 Prazo e Renovação do Contrato.....	49
5.6 Rescisão do Contrato.....	49
5.7 Despesas e Obrigações.....	50
5.8 Leis aplicáveis.....	51
5.9 Valor do Imóvel.....	52
<b>6. IMPACTOS DA TRANSAÇÃO.....</b>	<b>56</b>
6.1 Geração de Capital pela Desmobilização Patrimonial.....	56
6.2 Impacto no Balanço Patrimonial.....	58
6.3 Impacto na Base Tributável.....	63
<b>7. CONCLUSÃO.....</b>	<b>66</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>68</b>
<b>APÊNDICE I - INDICADORES DE LIQUIDEZ E ENDIVIDAMENTO.....</b>	<b>72</b>

## RESUMO

O mercado imobiliário brasileiro sofreu por muito tempo com a ausência de oferta de recursos para financiamentos e falta de opções para levantar capital, fazendo com que fossem exigidas novas estratégias para captação de recursos. O Sale-leaseback – SLB, por se tratar da venda de um imóvel seguida da locação do mesmo é considerado uma opção de redução de ativos imobilizados, sendo a única estratégia de geração de capital que não exige a entrada de novos recursos na empresa, mas sim uma permuta de ativos imobilizados por ativos circulantes. Perante este cenário o objetivo desta monografia é analisar, na visão do usuário do imóvel, o emprego do SLB como mecanismo de desmobilização de capital de giro para empresas. Para alcançar este objetivo serão explorados os tipos de instrumentos jurídicos que podem suportar a transação, uma vez que, cada instrumento possui características únicas com relação a garantias, rescisões contratuais, prazos e até nos impactos financeiros. Para mensurar estes impactos são estudados os possíveis ganhos de capital, as perturbações do balanço patrimonial comparando os indicadores de liquidez e de endividamento antes e depois da transação e a economia tributária permitida pela operação, sempre dentro do ambiente do estudo de caso. Após desenvolvimento do estudo de caso conclui-se que o SLB agiu como uma ferramenta de geração de capital de giro, melhorou os indicadores de

***Palavras-chave: Sale-leaseback; desmobilização patrimonial; leasing; geração de capital.***

## ABSTRACT

The Brazilian real estate market has been suffering with the lack of financial resources and options to raise capital; this issue increased the pressure for new strategies in fundraising activities. The reduction in fixed assets is the only option where positive cash flows into the company are not necessary; instead, it requires an exchange of fixed assets for current assets, in other terms, income. Given this scenario, the objective of this work is to validate, through the view of the real estate user, the use of the Sales-leaseback – SLB as a mean to release cash flow to the company. The SLB is a real estate transaction in which a property sold to a third party and is then, immediately leased to the seller, normally, with a long-term arrangement. One of the advantages of the SLB is that it allows the company to use the income generated from the asset sale back into their business, to pay debt amongst others. This transaction became a frequent transaction after the Central Bank demanded financial institutions, following the Basel agreement, to reduce its fixed asset/net asset ratio to 50% until December of 2002. This demand by the Central Bank created an urgency in the market for fixed asset divestiture. Since the SLB transactions do not have a specific legislation, they can have similarities to location, leasing and land rights legislation. In order to encourage the theoretical discussions around this subject it was used the case study from the “Sorocaba Distribution Center”, which it was executed with a long-term lease arrangement. With the point of view of the user of the asset, the details of the contractual arrangement and the context of the transaction are covered. In addition, it was measured the impacts of the SLB to the company, as well as the income generation (i), balance sheet relief (ii) and the tax savings (iii).

***Keywords: Sale-leaseback; equity demobilization; leasing contracts; raising capital.***