

Menos imobilizado, mais caixa



Com os CRIs, é possível aliviar o peso do ativo imobilizado no balanço, usufruir um imóvel construído sob medida e liberar recursos para investimentos no próprio negócio

Dispor de recursos para correr os riscos do próprio negócio, e não de um investimento imobiliário. Se esse for o objetivo de sua empresa, a securitização é um caminho. Por meio de um título denominado Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), regulamentado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), dá para transformar em dinheiro aquele imóvel que pesa no seu ativo sem precisar deixar de utilizá-lo. É possível também ter um imóvel novo, do jeito que a sua empresa precisa, sem comprometer um grande volume de recursos para comprar um. Como? Contratando os serviços de uma securitizadora, o agente autorizado pela CVM a emitir o CRI.

Funciona assim: a empresa transfere o imóvel em questão para a securitizadora, que terá a função de emitir CRIs no mercado e repassar a ela os recursos captados. Para continuar utilizando o imóvel dali em diante, a empresa pagará um aluguel à securitizadora durante determinado período. Este fluxo de recebíveis será o lastro para a remuneração do CRI adquirido pelos investidores.

Operação semelhante pode ser utilizada quando a empresa pretende ter uma sede nova, mas não está disposta a imobilizar capital. Ela pode fechar um contrato com uma securitizadora em que o imóvel desejado é encomendado sob medida para as suas necessidades, com a contrapartida do pagamento de um aluguel para o usufruto do imóvel durante um período determinado. Desta forma, a securitizadora pode lançar CRIs e captar os recursos necessários para erguer o imóvel com base na expectativa do fluxo futuro de receitas com o aluguel, num modelo conhecido como built-to-suit.

Tem-se, assim, um modelo em que o investidor faz uma aplicação imobiliária protegida por um risco corporativo, e a companhia troca um investimento imobiliário por recursos que serão utilizados no próprio negócio. Resta saber se a remuneração do investimento de um e o custo da captação do outro são atrativos. Se forem, negócio fechado.

Quais os principais lastros de um CRI corporativo?

Os contratos de built-to-suit, utilizados para imóveis novos, vêm ganhando espaço. Em São Paulo, o prédio da sede da Vivo, operadora de telefonia, é um exemplo desse modelo de CRI. Há também os contratos de locação de longo prazo, usados principalmente por empresas que já possuem imóveis, conhecidos como CRI sale lease back. Em 2005, a Companhia Brasileira de Distribuição, dona do Pão de Açúcar e do Extra, vendeu 60 imóveis para o fundo imobiliário Península, que passou a ser o locador das lojas por um período de 20 anos. O contrato do crédito do aluguel foi securitizado pela Brazilian Securities para a emissão de CRIs. “A desmobilização é uma decisão estratégica. A companhia pode se focar melhor em seu ramo de atuação, deixando seus imóveis para os investidores especializados nisso”, afirma Marcelo Michalua, diretor executivo da gestora Rio Bravo. Há ainda um terceiro tipo de

Raio-X

Saiba mais sobre a definição e a origem dos CRIs

Regulamentação aplicável

Lei 9.514/97 – Cria o SFI – Sistema Financeiro Imobiliário e os CRIs

Resolução 2.514/98 – Considera o CRI um valor mobiliário, atribuindo a sua normatização à CVM.

Instrução CVM 414/04 – Regulamenta as ofertas de CRIs para proteção dos investidores e do mercado. Dispõe sobre o registro de companhia aberta da securitizadora de créditos imobiliários e sobre o registro de ofertas públicas de CRIs.

Leis 11.033/04 e 11.196/05 – Concedem aos investidores pessoas físicas isenção de imposto de renda sobre a remuneração produzida por letras hipotecárias, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) e letras de crédito imobiliário.

O que é

O Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI) é um título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários. Constitui promessa de pagamento em dinheiro e é originado por meio da formalização de Termo de Securitização de Créditos. Pode ser emitido exclusivamente por companhias securitizadoras de créditos imobiliários.



CRI, criado a partir da concessão do direito real de superfície e do uso do solo e subsolo. “O preço da concessão da superfície corresponde ao crédito imobiliário passível de ser securitizado por meio da emissão de CRIs”, explica Alexandre Navarro, sócio do escritório Navarro Advogados.

Qual o tipo de CRI mais complexo?

O contrato de locação de um imóvel já existente é considerado o de maior risco, porque tem margens para ser contestado judicialmente, observa Navarro. Esses contratos precisam ser muito bem amarrados, estudados em cada detalhe. A garantia da operação é o imóvel, por meio de hipoteca ou alienação fiduciária.

Quais as principais vantagens e desvantagens do modelo built-to-suit?

Uma vantagem é que a empresa, num projeto de expansão, não precisa imobilizar o patrimônio ou fazer endividamentos para construir uma nova unidade. O desembolso será apenas para o aluguel. “Nos anos 70, as companhias investiam em imóveis como uma forma de proteger o patrimônio da inflação. Agora, com a estabilidade da economia, isso não se justifica mais. Elas podem desimobilizar seus balanços para aplicar no foco de seus negócios”, explica Michaluá. Nesse contrato, porém, a empresa se compromete a ficar no imóvel por um prazo longo, que varia entre 10 e 15 anos. “O plano de expansão precisa estar bem sólido. Caso a empresa resolva sair antes do período estipulado, terá de arcar com o custo do aluguel até o encerramento do contrato”, explica Navarro. Não existe, portanto, a multa proporcional como no contrato de locação.

Quais os riscos judiciais envolvidos na emissão de um CRI?

O contrato é a peça-chave da operação. Para originar créditos que serão lastro de uma emissão de CRI, é preciso estudar bem as questões legais das diversas formas do contrato de locação do imóvel. “O contrato é o espelho da operação”, afirma **Roberto Hage, presidente da Nova Securitização**. Nessa etapa, é preciso levantar qualquer pendência judicial, como causas trabalhistas e outras, que possa aumentar o risco da emissão e comprometer diretamente o sucesso do CRI no mercado. Além disso, o empreendedor não pode vacilar. “É fundamental projetar muito bem o desempenho da empresa no longo prazo. Você estará comprometido com um contrato de locação de longo prazo”, avisa Navarro.

Existe alguma vantagem fiscal?

Sim, o pagamento de aluguel pode ser abatido do imposto de renda da companhia, lembram os especialistas. Mas eles observam que o CRI é uma opção exclusiva para empresas consideradas excelentes pagadoras. “Vamos vender para o mercado o risco de crédito do inquilino”, ressalta Michaluá. Caso a empresa se credencie para o projeto, porém, todo o trabalho é compensado, garante o diretor. “O mercado imobiliário está bastante promissor. Há um potencial gigantesco para o crescimento do CRI”, afirma.

O volume de emissões de CRIs registrou uma queda de 19% no ano passado em relação a 2006. As previsões iniciais eram de nova alta expressiva dessas captações. O que ocorreu?

Um conjunto de fatores provocou a desaceleração das emissões de CRI. A maior parte das emissões do certificado não deriva dos contratos fechados com as empresas (o chamado CRI corporativo), mas, sim, das emissões geradas a partir dos recebíveis imobiliários de bancos e construtoras. Estes dois agentes, porém, optaram em 2007 por aproveitar o bom momento da bolsa e captar recursos por meio de ofertas públicas de ações. Ao mesmo tempo, houve uma expansão na oferta de crédito pelos grandes bancos, o que reduziu outras fontes de recursos imobiliários e, a partir daí, novos fluxos de recebíveis que poderiam gerar CRIs. No segmento de certificados corporativos, o volume praticamente se manteve estável. Uma das operações de destaque no ano passado foi o CRI da Rio Bravo Securitizadora garantido por



recebíveis da Petrobras, de R\$ 100 milhões, para a construção de um dique seco.

Quais as perspectivas para as emissões de CRI em 2008?

Marcelo Michalua, da Rio Bravo, espera que as construtoras, agora capitalizadas pelas ofertas de ações realizadas nos últimos anos, voltem a gerar fluxos de recebíveis para operações com CRIs. A expectativa também é positiva na visão do regulador. “O CRI ainda tem muito para caminhar”, opina Carlos Alberto Rebello, superintendente da CVM. De acordo com uma nova instrução da autarquia, os fundos imobiliários podem aplicar parte da carteira em CRIs, o que tende a gerar um novo canal de investimento para esse título. “O mercado está bem estruturado e já possibilita a realização de operações mais sofisticadas. As condições para o mercado deslançar estão dadas”, afirma. Para Carlos Lopes, sócio da empresa de educação financeira Uqbar, os empréstimos convencionais tendem a sofrer um esgotamento como canais de captação. “Em países desenvolvidos, os ativos securitizados representam mais de dois terços do mercado”, diz Lopes.

Quais os pré-requisitos para uma captação se viabilizar por meio de CRIs?

Um ponto a ser analisado é o volume da captação. Para as operações de grande porte, na faixa de R\$ 100 milhões, os CRIs são certamente competitivos, afirma Alexandre Navarro, sócio do escritório Navarro Advogados. Já para ativos imobiliários de valores mais baixos, vale uma detalhada comparação com os financiamentos tradicionais, porque uma operação de securitização é mais complexa. Mas há quem discorde. “Para ativos acima de R\$ 10 milhões já é possível estruturar uma operação”, diz Roberto Hage, da Nova Securitização. Nestes casos, explica Hage, para reduzir os custos com distribuição, é possível fazer uma emissão com lote único e indivisível, vendendo direto para a carteira de um banco. A operação é realizada por meio da chamada Cédula de Crédito Imobiliário (CCI), que dispensa o processo de oferta pública da CVM. As despesas para a estru-

O plano de expansão precisa estar bem sólido. Caso resolva sair do imóvel antes do período estipulado, sua empresa terá de arcar com o custo do aluguel até o fim

“O mercado está bem estruturado e possibilita a realização de operações mais sofisticadas. As condições para o CRI deslançar estão dadas”

turação de uma operação de R\$ 10 milhões — considerando advogados, securitização, distribuição, agência de rating, custodiante e empresas de service (emissão do boleto) — giram em torno de R\$ 75 mil.

Há a exigência de porte mínimo para uma empresa candidatar-se a uma captação com CRIs?

“A empresa precisa ter um porte considerável para conseguir que o pagamento do aluguel esteja em sintonia com o seu fluxo de caixa no longo prazo”, reforça Joaquim José Aceturi de Oliveira, sócio do escritório Souza, Cescon Avedissian, Barriou e Flesch. Tomando por base uma operação mínima de R\$ 10 milhões, é recomendável que a empresa cedente tenha um faturamento na casa de R\$ 1,5 milhão por mês, para que um aluguel de R\$ 75 mil não comprometa de forma significativa o orçamento. Isso porque as despesas com locação do imóvel, aconselham os especialistas, não devem passar de 5%. É preciso também ter um histórico de pagamento de crédito muito bom. Afinal, vale reforçar, o principal temor nessas operações é a inadimplência no pagamento do aluguel. Por isso, as operações ainda estão concentradas nas empresas de maior porte, já conhecidas no mercado de capitais. “No longo e

médio prazos, as companhias fechadas terão uma presença mais ativa”, acredita Michalua.

A Instrução 443 da CVM encareceu os custos administrativos da operação?

Por essa regra, desde o ano passado, os CRIs com valores acima de R\$ 30 milhões obrigatoriamente devem ser distribuídos por instituições financeiras, mesmo que a venda seja feita para apenas um investidor qualificado. Os CRIs também passaram a seguir todo o protocolo de uma emissão pública, com a divulgação de prospecto mencionando todos os riscos relacionados aos créditos envolvidos, por exemplo. “Houve, sim, um aumento de custo, mas também de transparência e segurança, o que atrai mais investidores”, afirma Joaquim Oliveira. A instrução permitiu ainda a aquisição de CRIs por investidores de varejo. ■