

FINANCEIRIZAÇÃO E ESTUDOS URBANOS:

OLHARES CRUZADOS
EUROPA E AMÉRICA LATINA

Vacância como base para rentabilidade do Complexo Imobiliário-Financeiro em São Paulo

**Vacant Buildings as territories for profit in São Paulo's Real Estate-
Financial Complex**

Isabel Martin Pereira, graduanda da Faculdade de Arquitetura e Urbanismo da
Universidade de São Paulo, pesquisadora do LabCidade FAUUSP,
bolsista CAPES 2017, isabel.pereira@usp.br

Pedro Henrique Rezende Mendonça, graduando da Faculdade de Arquitetura e
Urbanismo da Universidade de São Paulo, pesquisador do
LabCidade FAUUSP, bolsista FAPESP, pedro.hrm@live.com

Paula Freire Santoro, Profa. Faculdade de Arquitetura e Urbanismo da
Universidade de São Paulo (FAUUSP), coordenadora do observaSP
LabCidade FAUUSP, apoio à Pesquisa Regular FAPESP,
paulasantoro@usp.br, paulasantoro@usp.br

Raquel Rolnik, Profa. Faculdade de Arquitetura e Urbanismo da Universidade de
São Paulo (FAUUSP), coordenadora do observaSP LabCidade
FAUUSP, raquelrolnik@usp.br.

Resumo

A investigação sobre a participação de agentes globais no complexo imobiliário-financeiro em São Paulo – compreendidos como fundos de investimento e empresas transnacionais especializadas no setor imobiliário que adentram mercados financeiros para diversificar ativos e mitigar riscos, e também como forma de acessar localizações geográficas, criando frentes de expansão – mostrou a persistência da concentração dos investimentos desses atores nas frentes de expansão “tradicionais”, baseadas em tipologias reconhecidas pelo capital internacional, como torres corporativas, shopping centers e hotéis (Santoro et al., 2017).

O aprofundamento desta investigação sobre os edifícios corporativos levou à hipótese de que a vacância em edifícios com alta tecnologia (triple A) pode estar servindo como alavanca para obtenção de rentabilidades altas e rápidas, que podem ser captadas através da estruturação de novos mecanismos de titularização, como os “Fund of Funds” Imobiliários (FOFIs). Estes, por exemplo, compram cotas baratas de um FII que enfrenta um período ruim e capta rendimentos a partir de sua valorização quando o crescimento da economia for retomado.

Este artigo pretende aprofundar a compreensão sobre as estratégias ligadas a estes eixos de expansão imobiliário-financeiros – sobre imóveis corporativos vacantes – observando as transformações urbanas e imobiliárias que são a base para estas novas operações: através do mapeamento da vacância imobiliária nos edifícios corporativos versus rentabilidades dos fundos.

Palavras Chave: Agentes Globais, Fundos Imobiliários, Vacância, Lajes Corporativas, Titularização

Abstract

The investigation about the participation of global players– defined as investment funds and transnational companies specialized in real estate that enter financial markets not only to diversify assets and mitigate risks, but also to enable their action in geographic locations, creating vector of expansion (Aalbers, 2014; Rolnik, 2016) – in the Real Estate-Financial Complex in São Paulo, Brazil showed the persistence of this capital concentrated in a "traditional" real estate frontier, characterized by corporate towers, shopping centers and hotels, assets well known and recognized by international capital (Santoro et al., 2016; Martin & Rezende, 2016).

Advancing in this investigation on corporate buildings, the research led to the hypothesis that high vacancy on triple A buildings could be seen as a lever for high and rapid returns by structuring a new kind of Real Estate Investment Trusts (REITs), known as “Trust of trusts” (in Portuguese, Fund of Real Estate Investment Funds - FOFIs), a new modality of real estate

funds that operates in a logic of equity funds. These, for example, buy cheap assets of an REIT that owns triple A buildings that faces a bad period (for instance, are vacant), and captures returns from it when economic growth returns.

This paper aims to deepen the comprehension of these Trust of trust's strategies and the territory where their assets develop through mapping the real estate vacancy in corporate buildings. The hypothesis is that vacant buildings and its territories are the basis for these new operations, putting the vacant city in the focus of the new real estate frontier.

Keywords/Palabras Clave: Global Players, Real Estate Funds, Vacancy, Securitization, Corporate Assets

1. Introdução

Entre os anos de 2016 e 2017, a equipe de pesquisa do Labcidade FAUUSP se debruçou sobre um projeto que tinha como enfoque o monitoramento dos mecanismos de financiamento do desenvolvimento e transformação do espaço urbano em São Paulo, abarcando também os agentes e contextos em que esses processos estão apoiados. Como parte desse projeto, uma das frentes de investigação do laboratório se propôs a explorar os territórios do Complexo Imobiliário-Financeiro, estrutura de relações que compreende atores e práticas do universo das finanças globalizadas, mercado imobiliário e o Estado (AALBERS, 2014). Este último funcionando como agente propulsor, o qual, através de intervenções urbanísticas e medidas regulatórias, fornece condições para que os capitais imobiliário e financeiro aterrissem sobre o espaço criando frentes de expansão.

Com esse desafio em mãos, foram observados o conjunto de instrumentos e agentes financeiros que atuavam sobre o mercado imobiliário em São Paulo e traçou-se, a partir daí, alguns caminhos a partir dos quais seria possível mapear ativos imobiliários ligados a eles, no intuito de compreender seus padrões tipológicos, isto é, quais as características desses produtos, assim como a forma como eles se organizam no espaço e as disputas socioterritoriais desencadeadas por eles, processo metodológico narrado mais detalhadamente em artigos e pesquisas anteriores (ROLNIK et. al., 2017; SANTORO et. al. 2017; PEREIRA, 2017; MARTIN et al., 2018). O fim desse ciclo de pesquisa apontou para a existência de duas frentes principais de expansão do capital imobiliário-financeiro em São Paulo, cujas particularidades refletem nitidamente o “triângulo” de relações descrito por Aalbers de que se falava no último parágrafo.

A primeira dessas frentes trata-se de um novo polo de ativos imobiliários utilizados para logística ligados a fundos de investimento e companhias imobiliárias transnacionais, como galpões de estoque e distribuição de alta tecnologia direcionados a grandes empresas, com destaque para os esquemas “built-to-suit”, ou seja, aqueles em que a os espaços são construídos sob medida para se adaptar às necessidades das companhias ocupantes. Esse tipo de produto logístico, que já há algum tempo se coloca como objeto de interesse do mercado financeiro global, uma vez que os galpões são relativamente baratos e rápidos de se construir e trazem bons retornos, encontrou espaço na região metropolitana de São Paulo com a construção do Rodoanel Mario Covas, obra viária promovida pelo Governo do Estado por meio de uma Parceria Público-Privada sob a justificativa da necessidade de deslocar o fluxo de cargas que cruzam o município de São Paulo para “desafogar” suas vias internas. O que se vê, portanto, é um movimento em que o Estado, através da efetivação de uma grande obra, cria a infraestrutura e a valorização do solo necessárias para que o capital financeiro se fixe em forma de ativos imobiliário. Mais que isso, o processo de construir a estrutura viária já é por si uma fixação do capital das empreiteiras envolvidas na PPP do rodoanel.

Situações como a do Rodoanel onde ocorre uma fixação espacial, o *spatial fix*, do capital em várias dimensões – isto é, tanto quando *fix* tem o sentido de fixar-se para extrair renda, quanto quando pode ser entendido como “adaptar” para desenvolver uma atividade capitalista – vem ocorrendo historicamente, posto que o espaço é elemento crucial para o equacionamento das crises de sobrecumulação do capitalismo (HARVEY, 2001). O que há de novo, contudo, é que com o recente desenvolvimento de tecnologias e processamento de dados, somado a uma reestruturação do Estado caminhando no sentido de produzir marcos

regulatórios que possibilitam a transformação de objetos imóveis em títulos, como as cotas de fundos de investimento e os certificados de recebíveis da securitização de hipotecas, os objetos arquitetônicos se “desmaterializam” e circulam livremente, transfigurados em ativos financeiros, através dos fluxos de informação (ROLNIK, 2017).

Sendo assim, importa cada vez menos se o espaço ocupado por um ativo imobiliário-financeiro está sendo utilizado, contanto que ele atenda às premissas e atributos desejados para que ele possa apurar ganhos de rentabilidade conforme se dá a transformação ou os ciclos das finanças. A partir desse ponto começam a se formar *spatial fixes* que se descolam do compromisso com o desenvolvimento de atividades produtivas, e passam a refletir puramente as lógicas de reprodução abstratas do capital financeiro. Um edifício vazio que esteja de acordo com as demandas do agente financeiro que o controla quanto à localização e à tipologia, por exemplo, pode ser tão – ou mais – atrativo que um outro que esteja inteiramente ocupado. É dessa suposição que o presente artigo se ocupa.

A segunda frente de expansão territorial identificada no mapeamento do complexo financeiro imobiliário corresponde a um eixo “tradicional” corporativo que se estende nas proximidades de grande parte da extensão da Marginal do Rio Pinheiros, em São Paulo, abrangendo as avenidas Brigadeiro Faria Lima e Luís Carlos Berrini. Ao longo das últimas três décadas, essa área se desenvolveu como um polo de concentração de torres corporativas AAA (em inglês conhecidas como *triple A*), shopping centers e hotéis de bandeira internacional, ativos tradicionalmente ligados a grandes fundos de investimento e empresas imobiliárias internacionais. Apesar de tratar-se de uma região muito bem atendida por estruturas de transporte e serviços onde se encontram os produtos de mais alto padrão, atualmente suas taxas de vacância são mais altas que as de outras áreas. Tal fato não necessariamente seria espantoso, levando em consideração a crise econômica que o país enfrenta atualmente. No entanto, observando as taxas de crescimento dos instrumentos financeiros que se aproveitam desse tipo de ativo – particularmente o caso dos Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) –, entretanto, é possível notar que, em contraposição à expectativa de que se encontrasse uma retração em decorrência da vacância, o período atual representa recordes de capitalização de mercado, negociações e números de investidores (Anuário de Fundos de Investimento Imobiliário Uqbar, 2018).

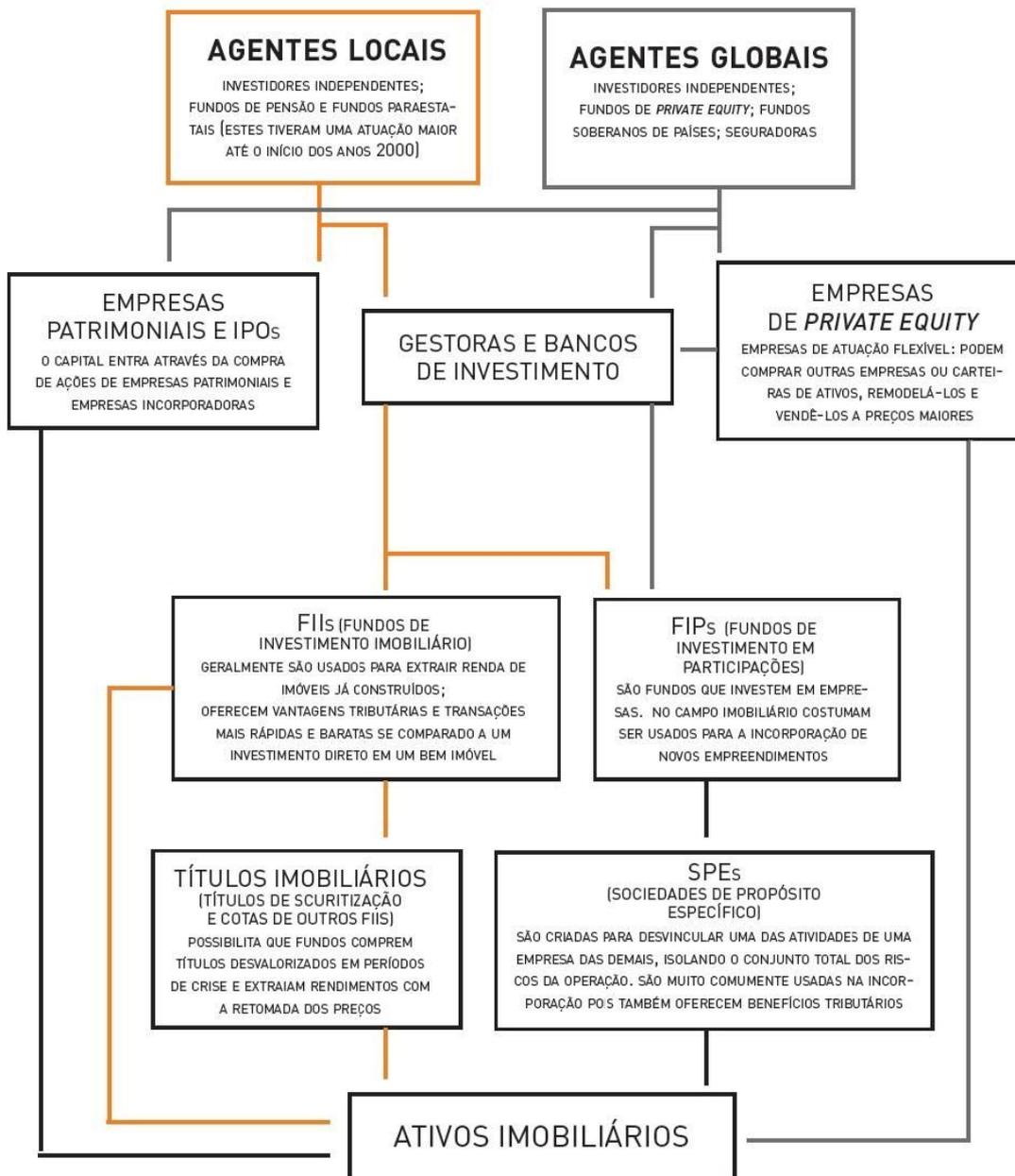
Nas seções a seguir, serão relatadas as hipóteses iniciais do grupo de pesquisa no que diz respeito à relação entre a vacância e a obtenção de rentabilidade por parte do complexo imobiliário-financeiro em São Paulo, e as implicações socioterritoriais que podem resultar dessas novas tendências. Para isso, será abordado primeiramente o instrumento dos FIIs, cujas características abrem a possibilidade para que se extraia ganhos sobre os espaços vazios, e, depois, serão apresentadas algumas leituras territoriais quanto à vacância no eixo corporativo Berrini-Faria Lima. Finalmente, serão colocadas as discussões e desafios encontrados para a continuação desse processo de investigação.

2. A trajetória dos Fundos de Investimento Imobiliário

Uma das principais dificuldades encontradas quando se tem como objeto de pesquisa o Complexo Imobiliário-Financeiro é compreender o caminho do capital desde o investidor até o momento em que ele aterrissa sobre o espaço na forma de ativo. Como as transações envolvendo o capital financeiro se estruturam através de múltiplas camadas de instrumentos, as quais muitas vezes são protegidas pela chamada “chinese wall” do sigilo bancário (SANTORO et. al., 2016), muitas vezes é impossível distinguir qual parte de um

grande volume de capital investido por uma empresa transnacional é aplicada em produtos imobiliários, e mais difícil ainda é descobrir quais são e onde estão esses produtos precisamente. O esquema a seguir ilustra algumas das possíveis relações que foram encontradas no decorrer desses dois últimos anos de pesquisa.

Figura 1: Esquema sobre os possíveis caminhos do capital ao ativo imobiliário



Elaboração equipe ObservaSP, 2017.

A escolha dos FIIs para discutir nesse momento a conexão entre financeirização e a vacância nos produtos reconhecidos pelo capital imobiliário transnacional não está pautada

no fato dele ser o único que intermedia transações envolvendo esse tipo ativos atualmente, mas sim decorre do fato da leitura de seus dados ser mais clara. Por serem controlados pela bolsa de valores há uma série de parâmetros de avaliação que são aplicados periodicamente, bem como instituições especializadas em medir resultados e avaliar tendências. Há outros instrumentos, como os FIPs (Fundos de Investimento em Participações, os equivalentes aos *private equities* estadunidenses) que também são listados em bolsa, mas, ao contrário dos FIs, seu universo não é exclusivamente ligado a ativos imobiliários, o que impede que se discrimine se uma variação no seu crescimento decorre de transformações que recaem sobre o território ou não, e, portanto, seu uso não faria sentido no âmbito da pesquisa.

1.1 Sobre os FIs

Criados pela Lei Federal no. 8.663 em 1993, e regulamentados pela Instrução 205 da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) no ano seguinte, os Fundos de Investimento Imobiliário foram lançados como um equivalente aos REITs (Real Estate Investment Trusts), que surgiram na década de 1960 e se configuram como um dos mais tradicionais instrumentos financeiros utilizados para operações do mercado imobiliário estadunidense, chegando a uma capitalização de mercado que ultrapassava os 670 bilhões de dólares no ano de 2013 (HIRAYAMA, 2014)¹.

O modelo dos FII brasileiros consiste basicamente num condomínio fechado de investimentos focado no mercado imobiliário, que, de acordo com a conceituação da Bovespa, funciona da seguinte maneira: o administrador, que é uma instituição financeira especializada, constitui o fundo e realiza a captação de recursos por meio da venda de cotas para investidores. Os recursos angariados com a venda de cotas são empregados na compra de bens ligados ao mercado imobiliário, e os rendimentos obtidos são distribuídos mensalmente pela administradora aos cotistas (há uma obrigatoriedade na legislação dos FIs de distribuir ao menos 95% dos rendimentos semestralmente). Por tratar-se de um condomínio fechado, os cotistas não podem resgatar o capital de suas cotas antes do fim do período de duração do fundo, que muitas vezes tem prazo indeterminado, ou seja, caso o cotista esteja interessado em sair do FII, ele deve vender as cotas no mercado secundário.

O investidor de um FII, ao contrário de um investidor direto do mercado imobiliário, isto é, aquele que compra imóveis para alugá-los ou vendê-los posteriormente a preços mais altos, não responde pessoalmente por obrigações legais ou contratuais referentes aos ativos contidos no fundo, o que é tarefa da entidade administradora. Outra diferença essencial entre o FII e os investimentos diretos é a maior liquidez nas suas operações: Enquanto um processo de venda comum leva cerca de 60 a 90 dias e consome entre 7 e 10% do valor do imóvel, no modelo do fundo segue a alta velocidade do mercado de ações e consome apenas 0,5% do valor do imóvel, graças a isenções nos impostos e economias nos processos burocráticos de transferência (ROCHA LIMA jr., 2016). Esse pacote de vantagens faz com que os FIs, ainda que com uma trajetória incipiente se comparada aos equivalentes dos países do capitalismo central, se solidifiquem como ferramenta importante para entrada

¹ Santoro et al. (2017) comenta que os FIs têm aspectos semelhantes aos REITs, no entanto, estes são mais flexíveis que os FIs e os FIs, por sua vez, não fomentam a formação de grandes imóveis comerciais (são mais uma partilha de investimento em imóveis) e são um instrumento de funding do próprio investimento (o que não ocorre com os REITs). Ver também Rocha Lima (2008).

do capital financeiro no setor imobiliário, com especial destaque para o mercado não-residencial.

1.2. A titularização dos FIs e a vacância

Quando criados, em 1993, os Fundos de Investimento Imobiliário foram, acima de tudo, um meio para que os Fundos de Pensão, que, naquele momento, se colocavam como os principal fonte de financiamento para a produção de edifícios não-residenciais no Brasil, pudessem investir no setor imobiliário sem que fosse necessário ter a propriedade dos bens (SHIMBO, 2012; FIX, 2007). Devido a isso, durante um longo período, os FIs foram monoativos (tinham em suas carteiras apenas um imóvel), visto que se tratavam essencialmente de um artifício para contornar uma barreira jurídica.

Leva mais de uma década até que, com a saída dos fundos de pensão devido às medidas do governo federal para que seus recursos migrassem do setor imobiliário para as grandes obras de infraestrutura, fossem tomadas medidas para atrair outros perfis de investidor, que até então tinham participações mais tímidas: Em 2005 a foi promulgada a Lei 11.196/05, que estabelece a isenção do imposto de renda sobre os rendimentos de fundos de investimento para pessoas físicas, benefício que é tradicionalmente encontrado nas regulações de fundos imobiliários no mundo todo (ROCHA LIMA, 2016). É desse período em diante que começam a surgir os primeiros “fundos de portfólio”, aqueles que agregam carteiras maiores de imóveis, de modo a diminuir os riscos ao investidor, já que, com uma variedade de ativos, caso um deles perca valor, o restante do conjunto evita que a cota do fundo se desvalorize.

No entanto, a mudança na modelagem jurídica dos Fundos de Investimento Imobiliário que faz com que eles sejam um instrumento relevante para compreender como o mercado financeiro pode se aproveitar da vacância para captar ganhos de rendimento só ocorre alguns anos depois, em 2009, quando são editadas a Instrução 472 da CVM e a Lei 12024/09, possibilitando que os FIs invistam não só em bens imóveis, mas também em títulos de valores mobiliários, como CRIs (Certificados de Recebíveis Imobiliários), LCIs (Letras de Crédito Imobiliário) e até cotas de outros fundos.

Esses “fundos imobiliários de papéis” não são comuns em outros países, mas, especialmente no contexto brasileiro, eles acabaram se tornando muito convenientes aos investidores. Isso porque no cenário internacional há um sistema de alavancagem da produção imobiliária apoiado do mercado secundário que é muito consolidado. Se por um lado a indústria internacional atinge grandes dimensões devido a isso, por outro, os riscos assumidos pelo setor privado são muito maiores. Num período de depressão, é comum que o desenvolvedor estrangeiro faça o “*stop loss*”, ou seja, abaixe consideravelmente o preço do imóvel para vendê-lo rapidamente e interromper as perdas, evitando a falência. No Brasil, onde o mercado secundário é menos relevante, o desenvolvimento imobiliário está menos sujeito às oscilações do mercado de ações. Quando a taxa de juros está alta, fica mais caro manter as dívidas, a vacância faz com que essa condição se acentue, e, mesmo assim, é muito comum que o desenvolvedor brasileiro continue sem vender o imóvel, aguardando o momento em que os preços voltem a subir. Se esse imóvel está contido num FI, porém, ocorre uma diminuição do preço das cotas, que é muito mais sensível às inconstâncias da economia se comparado ao mercado de escrituras. (MARTIN, 2017 apud DAHRUJ E MACHADO, 2017).

Com essa flexibilização dos FIs no final dos anos 2000 que instituiu os “fundos de papéis”, surge a possibilidade de criar o “FOFI” - o “Fund of Funds” Imobiliário, que faz com que o FI possa comprar no mercado secundário cotas baratas de outro FI que enfrenta um período ruim, e captar rendimentos a partir de sua valorização quando o crescimento da economia for retomado. Durante a pesquisa, entrevistamos Alexandre Machado e Mauro Dahruj, consultores da corretora de títulos Hedge Investments (empresa que dissidiu da Credit-Suisse Hedging Griffon), que narraram um caso típico do uso do uso de FIs para investir em outros FIs.

Segundo eles, havia sido lançado na Barra da Tijuca em prédio Triple A pela Cyrela que foi “envelopado” num fundo de investimento imobiliário com renda garantida e uma perspectiva de aluguel bastante alta. Quando a renda garantida acabou, e as lajes corporativas não foram alugadas, a cota do fundo que tinha sido lançada a R\$100 mil acabou chegando a R\$32 mil, mesmo estando em um prédio considerado de “excepcional qualidade”. Em resposta a isso, surgiu uma janela para criar o “Fund of Funds”. Para entender a oportunidade bastaria comparar a uma situação de venda comum do imóvel. Caso ele fosse vendido na época do lançamento, o empreendimento custaria R\$14mil o metro quadrado. Aplicando o mesmo desconto que ocorreu na cota do fundo que o continha, isto é, um desconto de quase 70%, o metro quadrado sairia a três ou quatro mil reais, um valor muito baixo se considerados os atributos da edificação. A diferença é que seria muito improvável que o valor de venda abaxasse tanto assim, e esse desconto estrondoso só pode ser encontrado dentro da lógica financeira do fundo (DAHARUJ E MACHADO, 2017)

Ou seja, ocorreu que, após um período de renda garantida² do fundo de investimento imobiliário em questão, o edifício permaneceu vazio, e a cota caiu para um valor muito abaixo do do valor patrimonial do imóvel, que tinha atributos amplamente favoráveis a um ganho de rentabilidade futuro. Com a possibilidade de se criar um novo fundo para comprar essas cotas a um preço baixo, foi possível transformar a situação que a princípio seria vista como uma adversidade para os agentes financeiros em uma oportunidade importante de valorização a longo prazo. As mudanças na regulação estabelecidas, portanto, fazem com que os FIs fiquem “blindados” em situações de crise, visto que mesmo quando as cotas de um imóvel se desvalorizam, elas se tornam objeto de interesse de novos fundos que se alimentam do “insucesso” dos primeiros.

1.3. Contexto atual: Onda de Crescimento

A trajetória dos fundos de investimento imobiliários no Brasil a partir de então seguiu um padrão bastante coerente, dadas as condições estabelecidas. No início da década de 2010, ocorreu um “boom” de crescimento da indústria graças à ampliação da produção imobiliária que se deu nos anos anteriores³, somada a um contexto macroeconômico de baixa da taxa de juros SELIC, o que significa que o mercado secundário começa a se tornar uma

² A renda garantida é uma forma de vender os títulos do fundo antes que o empreendimento fique pronto. A gestora do fundo faz uma previsão do rendimento que o imóvel trará quando estiver plenamente ocupado e a distribui para os cotistas por um certo período de tempo, de modo que se possa “envelopar” o fundo sem depender da ocupação dos imóveis contidos neles.

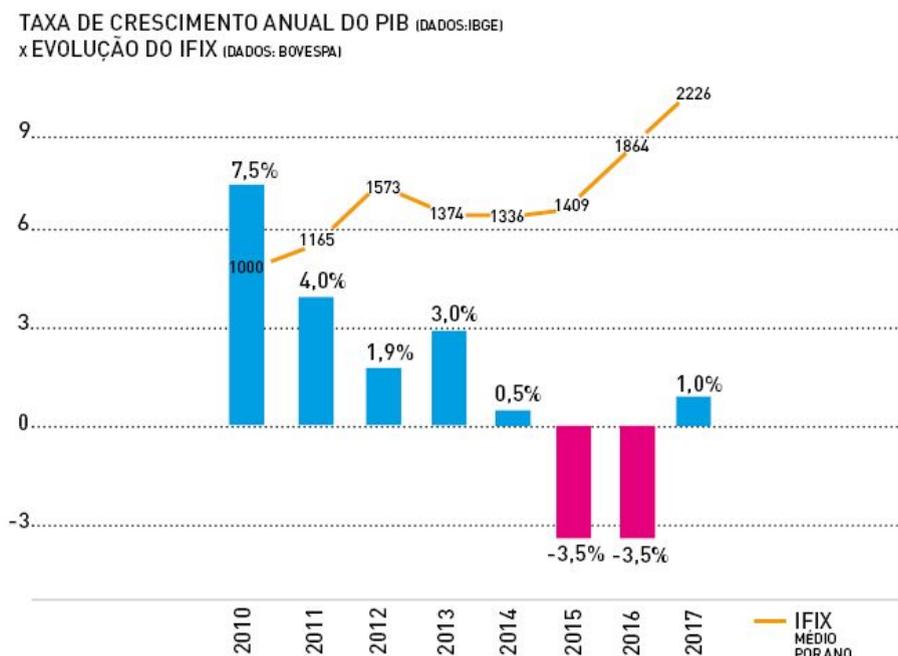
³ O aumento da produção imobiliária na segunda metade da década de 2000 se dá pela entrada de um grande volume de capital internacional para *funding*, seja através das IPOs (Ofertas Públicas Iniciais das ações das incorporadoras na bolsa de valores, seja pelo esquema dos Fundos de Investimento em Participações.

oportunidade melhor de investimento, levando em consideração que quando os juros são altos costuma ser mais vantajoso e seguro ao investidor de pequeno e médio porte aplicar em categorias como os títulos da dívida pública. Isso fez com que a indústria dobrasse de tamanho entre 2010 e 2012, com máximas passando da ordem dos R\$ 4,5 bilhões aos R\$ 10,8 bilhões, segundo dados do IFIX (Índice da Bovespa que avalia o desempenho dos FIIs).

Entre 2013 e 2014 ocorreu uma retração, que em alguma parte foi resposta a uma ameaça por parte do governo federal de retirar o benefício tributário sobre os rendimentos dos fundos para pessoas físicas, mas se relaciona principalmente com o fim da renda garantida que foi oferecida por muitos fundos durante a alta de crescimento (ROCHA LIMA JR., 2016). Como a produção imobiliária nesse momento estava muito acima da demanda real por uma série de razões que serão discutidas mais adiante, muitos dos imóveis não foram ocupados, e os rendimentos sofreram uma queda, já que não seguiram as projeções traçadas pela renda garantida.

A retomada do crescimento dos fundos a partir de 2015, ano em que o PIB brasileiro encontrava-se na maior baixa desde 1980 (Segundo dados do Banco Mundial) leva à dedução de que a indústria dos FIIs de fato venha se aproveitando das quedas nos valores dos imóveis em que há vacância e de suas cotas para pautar seus ganhos. Outra evidência que pode ser destacada é o fato de pela primeira vez, em 2017, um fundo de fundos imobiliários ter conquistado uma entre as dez maiores posições no volume negociado no mercado secundário: o *BTG Pactual Fundo de Fundos* (BCF11) ocupa o 9º lugar no ranking da Uqbar, com um volume negociado de 176 milhões de reais e um crescimento de 8 posições em relação ao ano anterior (Dados do Anuário Uqbar 2018). Chegando ao ano de 2018, quando as políticas estabelecidas pelo governo federal fazem a taxa de juros atingir o piso histórico de 6,5% ao ano (FREIRE, 2018), os FIIs se encontram num momento de plena ampliação do mercado, mesmo com as taxas de vacância permanecendo altas, como será demonstrado na próxima seção, atestando que os ciclos de crescimento inseridos na lógica financeiro-imobiliária pouco tem a ver com o uso ou não do espaço para o desenvolvimento de atividades produtivas.

Gráfico 1 - Taxa de crescimento anual do PIB e evolução do IFIX



Fonte: IBGE e IFIX nos anos. Tabulação própria.

Gráfico 2 - Evolução da indústria dos FIs 2010 a 2017

Fonte:



Fonte: anuário Uqbar de Fundos de Investimento Imobiliário, 2018.p.34

3. Vacância no eixo Berrini-Faria lima

Conforme já exposto na introdução deste artigo, a frente de expansão Berrini-Faria Lima é um polo de concentração de ativos focados no universo corporativo: lajes de escritórios de alta tecnologia, hotéis e shoppings centers de luxo para atender ao público que frequenta a região formam uma paisagem predominantemente composta por arranha-céus espelhados, os quais, embora pareçam inapropriados para as altas temperaturas dos verões brasileiros, correspondem à imagem do que um investidor internacional reconheceria como um ativo de

retornos altos e seguros, uma vez que têm um comportamento semelhante e previsível independentemente de sua localização (ROCHA LIMA, 2016).

Para entender porque esse espaço se consolida como a maior frente de atuação do Complexo Imobiliário-Financeiro de São Paulo, e como, ainda que com altos níveis de vacância, ele permanece sendo o principal alvo dos grandes investidores, é necessário compreender a sua formação, no começo da década de 1990.

Naquele momento, no Brasil, não havia mecanismos de financiamento específicos para o desenvolvimento de produtos imobiliários não-residenciais, o que levava as incorporadoras a uma busca por novas fontes de funding para ampliar suas atividades produtivas. Essas incorporadoras encontraram nos fundos de pensão dos trabalhadores uma oportunidade de captar investimentos, pois eram fontes de grandes volumes de recursos que, por terem um propósito diferente do de instituições de financiamento tradicionais, como os bancos, podiam manter investimentos por prazos de duração mais longos, se adaptando mais facilmente a mercados de baixa liquidez como o imobiliário (BARZI; WEINTRAUB, 2014). Entretanto, para que o investimento no setor imobiliário fosse proveitoso aos fundos de pensão, era determinante que houvesse uma promessa de valorização dos ativos desenvolvidos, atingindo rentabilidades altas a médio e longo prazo.

É aí que a ação do Estado na implementação de instrumentos urbanísticos entra como elemento equacionador: São criadas, na década de 1990, as operações urbanas Faria Lima e Águas Espraiadas, prevendo uma série de intervenções viárias que seriam financiadas a partir do desenvolvimento imobiliário na região, e provocariam uma dinâmica de valorização do solo, gerando uma nova frente de expansão de uma centralidade já estabelecida na cidade. Em outras palavras, o poder público, em parceria com as empreiteiras que se encarregaram da implementação das obras viárias, cria um *spatial fix* para o capital através das Operações Urbanas Faria Lima e Águas Espraiadas, que vão incorporando também os excedentes do capital imobiliário das empreendedoras e o capital financeiro dos fundos de pensão.

Uma série de autores dentro do campo do urbanismo discute a explosão de produtos imobiliários corporativos que decorre dessa conjuntura. Segundo Eduardo Nobre (2000, pp.144), por exemplo, até o ano de 1999 haviam sido lançados mais de 800 mil metros quadrados de lajes corporativas com a participação de grandes fundos de pensão, como o Previ, o Funcef e o Sistel. Entretanto, para “abrir espaço” para abrigar as novas estruturas viárias e ativos do mercado imobiliário que formariam essa frente do Complexo Imobiliário-Financeiro, as formas de ocupação preexistentes na região foram sendo substituídas, passando pela saída de uma população de classe média provocada pela pressão do mercado imobiliário, e a remoção violenta de vários assentamentos precários, principalmente no perímetro da Operação Urbana Águas Espraiadas, conforme é relatado por Mariana Fix (2001).

Como já colocado anteriormente, na década de 2000, a participação dos fundos de pensão em investimentos no mercado imobiliário foi sendo limitada pelo governo federal, e uma série de mudanças no cenário macroeconômico brasileiro, envolvendo a criação e aprimoramento de marcos regulatórios que introduzem novos instrumentos financeiros, bem como uma queda na taxa de juros a partir da segunda metade da década de 2000, fez com

que outros agentes, como algumas empresas imobiliárias transnacionais e as diversas escalas de investidores dos FIPs e dos FIIs passassem a pautar a transformação na região.

Uma suposição importante no que tange à consolidação da Marginal Pinheiros como vetor para a instalação de ativos imobiliário-financeiros é que eles tenham sido impulsionados por uma mudança de estratégia das empresas, que começaram a optar por grandes contratos de locação em detrimento de manter um capital imobilizado na propriedade de suas sedes. Isso não era somente um modo de reorganizar a destinação de seus recursos, mas também de se obter mais flexibilidade na escolha dos espaços, tendo em vista que quando um contrato de locação acaba há a possibilidade de se escolher um novo imóvel que se adapte às necessidades imediatas da empresa. A lógica da intermediação dos imóveis através de instrumentos financeiros, a exemplo dos próprios Fundos de Investimento Imobiliário, é bastante oportuna nesse sentido, pois, em contraste ao sistema de propriedade tradicional, permite que as transações envolvendo bens imobiliários sejam mais rápidas, além de garantirem uma série de vantagens tributárias.

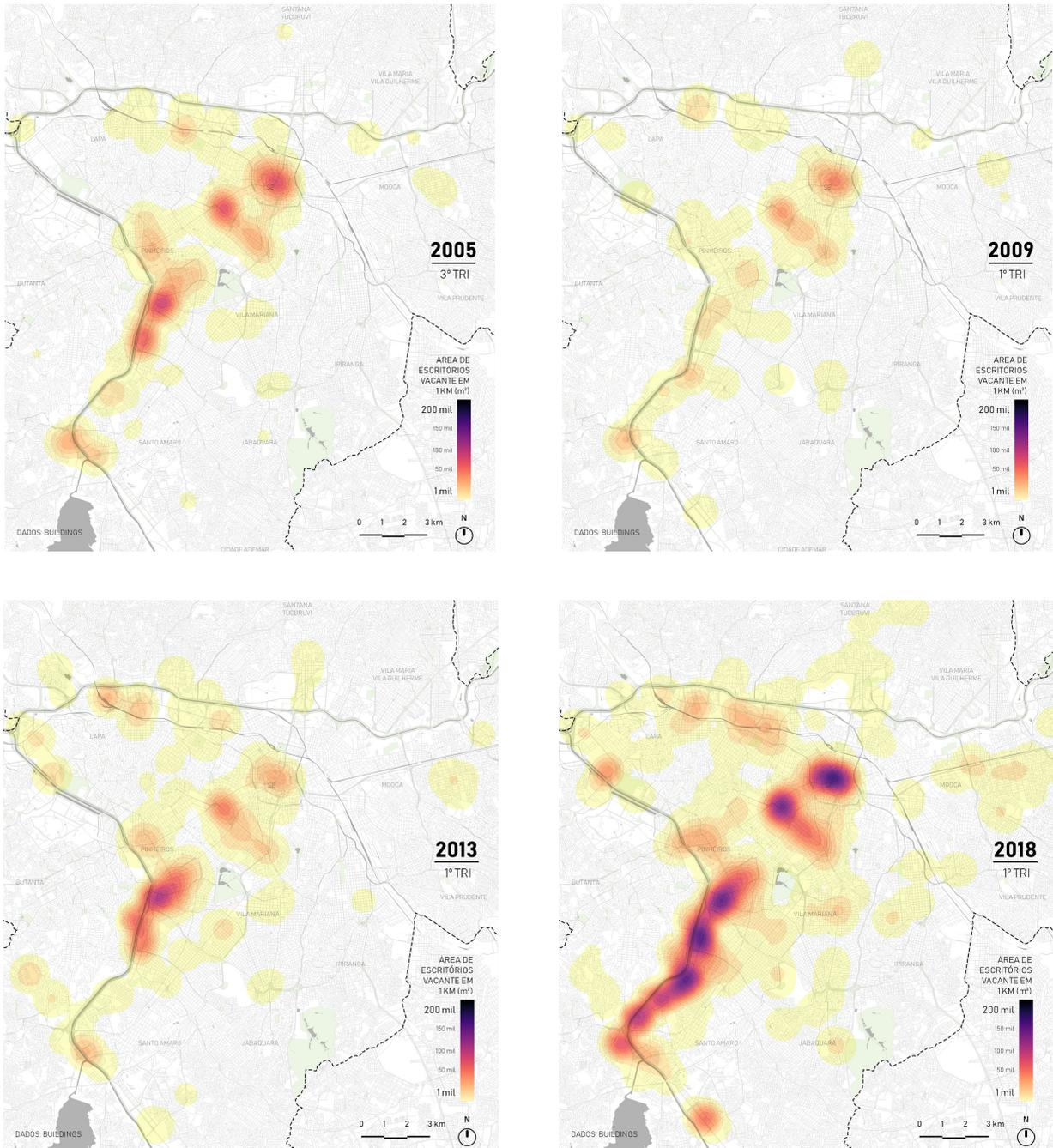
Contudo, como as companhias que alugam esses espaços não estão presas a eles, como o que acontecia quando elas tinham a propriedade de suas sedes, há um acirramento da competição entre produtos, o que faz com que o empreendedor deste ramo busque constantemente por soluções e serviços inovadores. Cria-se, desta maneira, um ciclo interminável de produção de novos ativos imobiliários que não responde necessariamente a um aumento da demanda, mas sim à pressão pela troca de produtos que, inseridos na lógica de flexibilização dos espaços promovida pela financeirização, se tornam “obsoletos” e são substituídos, conforme é narrado por Rachel Weber (2015), ao observar a bolha especulativa que se formou na cidade de Chicago com a superprodução de ativos corporativos ao longo dos anos 2000 mediada pela utilização de instrumentos financeiros complexos.

Com base nisso, formou-se a hipótese de que o movimento de obsolescência e criação de novos produtos vem ocorrendo no polo corporativo Berrini-Faria Lima: mesmo já agregando uma imensa área voltada a esses ativos, a produção de novos prédios permanece em alta, e, com o esgotamento de terrenos onde essa transformação possa continuar ocorrendo, novas localizações estão sendo anexadas à sua lógica de valorização através de propostas de intervenções urbanísticas em áreas adjacentes, como pode ser visto com o lançamento de propostas para os Arcos Jurubatuba e Pinheiros (FREITAS et. al., 2017). Entrevistas realizadas com agentes imobiliários mostraram que houve uma superprodução de imóveis corporativos, o que também colaborou com o aumento da vacância.

Através da plataforma *Buildings-CRE tool*, uma ferramenta especializada nos mercados imobiliários corporativo e logístico no Brasil, foi possível confirmar, examinando os dados do ano de 2017 sobre a ocupação de edifícios corporativos, que, de fato, grande parte dos imóveis construídos no setor, e especialmente aqueles que se encaixam nos padrões geralmente escolhidos para investimento pelos agentes do Complexo Imobiliário Financeiro encontram-se vazios. Nos escritórios de padrão AAA da cidade de São Paulo listados na plataforma, 37,1% da área construída encontra-se disponível para locação, enquanto apenas 14,7% da área está disponível nos imóveis de padrão C. Na região da avenida Luís Carlos Berrini, 81% dos imóveis corporativos apresentam alguma disponibilidade para locação, contra 58,5% no centro de São Paulo.

Analisando a concentração da vacância no espaço ao longo do tempo, também a partir de dados extraídos da *CRE Tool* é possível perceber que trata-se de um fenômeno que vem se expandindo ao longo dos anos em São Paulo, e a primeira região a ser afetada com esse crescimento é justamente o eixo Berrini-Faria Lima, onde se concentram os ativos mais buscados por agentes como os FIIs, que podem estar prosperando a partir desse aumento de vacância.

Figura 3 - Área de escritórios vacantes em 2005, 2009, 2013 e 2018



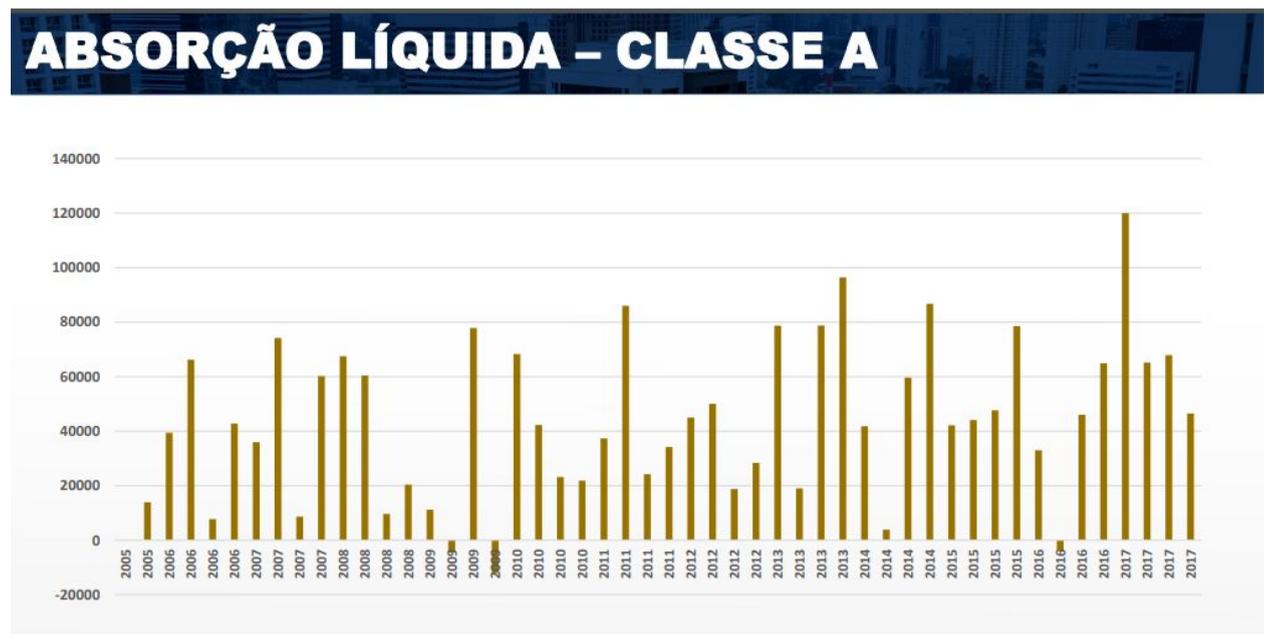
Fonte: Equipe ObservaSP sobre base concedida pela plataforma Buildings/ CRE Tool

4. Discussões Finais

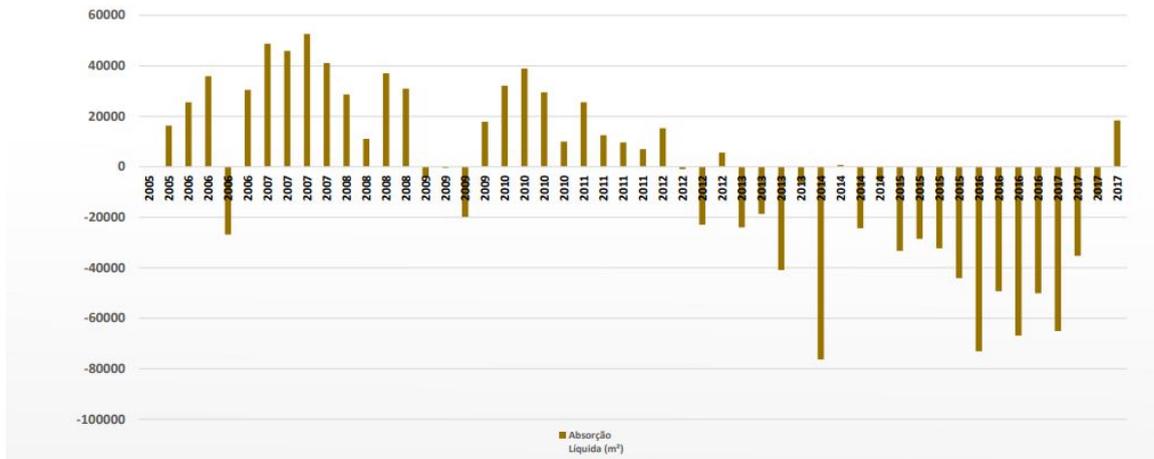
Com esses primeiros ensaios, chegou-se à conclusão, ainda que num caráter preliminar, de que a vacância imobiliária é de fato ser um aspecto fundamental a ser analisado quando se se tem em mente a estrutura de funcionamento dos instrumentos financeiros-imobiliários, mostrando o quão complexa se torna a relação entre espaço, capital e produção num cenário em que os edifícios passam a assumir a dualidade entre o material e o abstrato do universo dos títulos. Contudo, é difícil, dadas as dificuldades de “seguir o capital” citadas no início deste artigo, dimensionar as reverberações da apropriação da vacância por instrumentos financeiros, e prever se existe uma tendência de que ela se amplie cada vez mais ao longo dos anos.

Há o argumento por parte de alguns agentes do mercado imobiliário de que essa vacância seja cíclica: conforme a vacância em determinado setor cresce, como é o caso dos imóveis corporativos AAA, o preço do aluguel abaixa, atraindo ocupantes que se encontravam em imóveis de padrões inferiores para o chamado “*fight to quality*”, isto é, uma migração para imóveis de padrões mais altos. Os imóveis de padrões mais baixos, por sua vez, seriam redirecionados a outros usos, ou passariam por readaptações para que pudessem voltar a ocupar os padrões melhores, e a vacância voltaria a cair. Essa narrativa se faz possível através da análise dos preços dos imóveis por classe, que tendem a achatar-se quando as taxas de vacância aumentam. Os gráficos de absorção de estoque por classe mostram como a absorção dos imóveis de classes maiores aumenta concomitantemente com a queda da absorção nos imóveis de classes mais baixas.

Gráficos 3 e 4 - Absorção líquida do estoque de imóveis corporativos nas classes A,B, e C entre 2005 e 2017

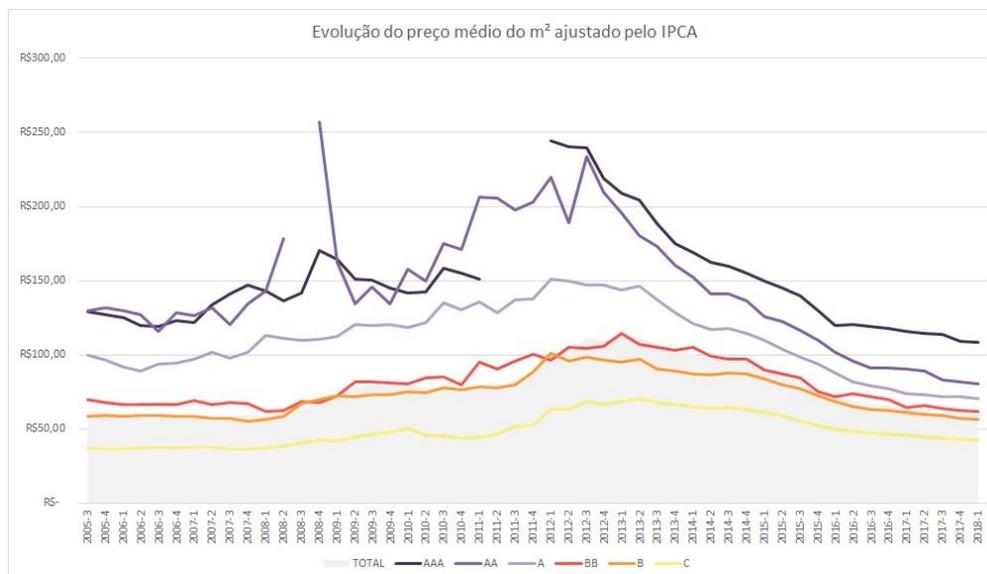


ABSORÇÃO LÍQUIDA – CLASSE B e C



Fonte: DIDZIAKAS, F. 2018. Apresentação da equipe Buildings - CRETOOL

Gráfico 5 - Preço médio do metro quadrado corporativo por classe

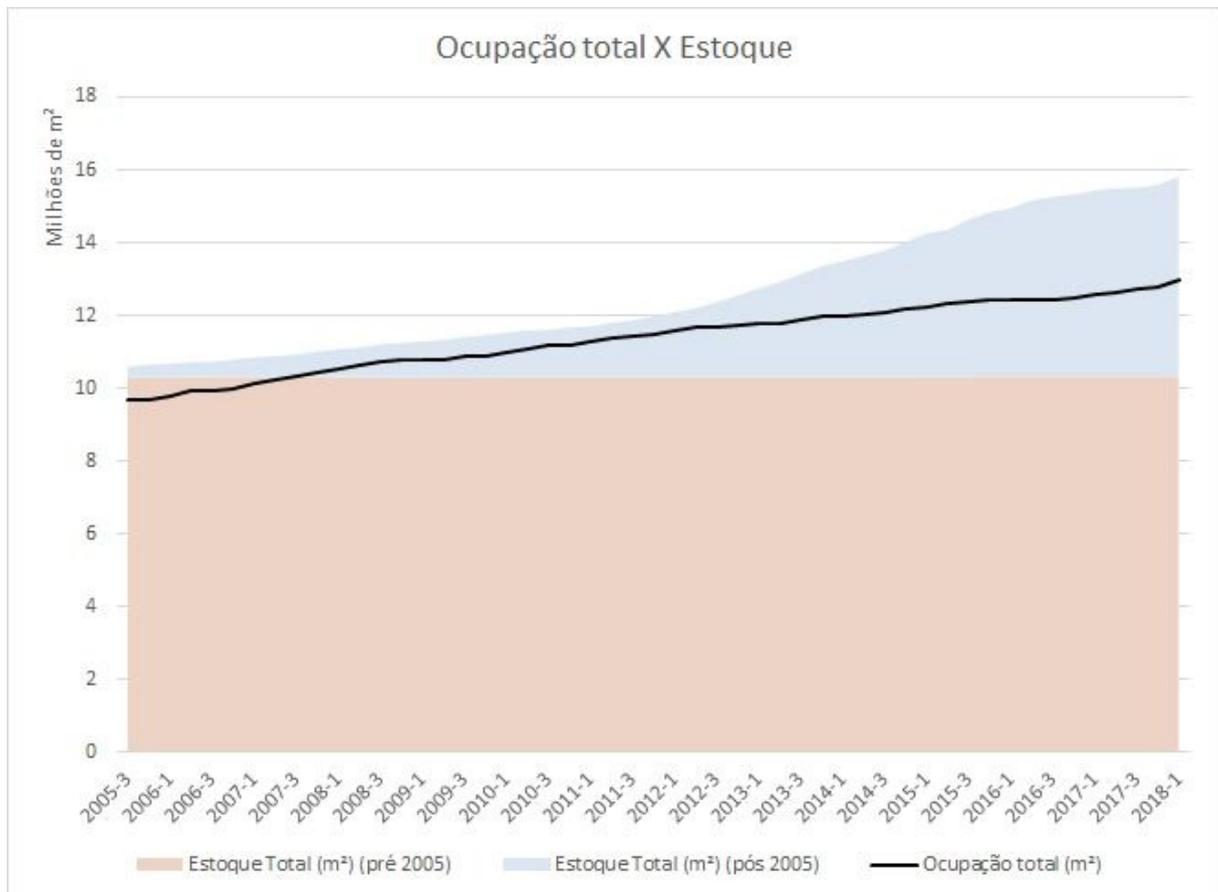


Elaboração: Equipe ObservaSP sobre base concedida pela plataforma Buildings- CRE Tool

Entretanto, quando se observa a curva de aumento do estoque imobiliário corporativo em contraposição com a de ocupação, parece claro que o ritmo de produção de novos ativos de qualquer maneira ficou muito acima da demanda, e mesmo que ocorresse um *fight to quality* constante, ou que surgisse uma grande quantidade de novas empresas

determinadas a ocupar os espaços produzidos, a vacância permaneceria, ainda que sempre tendendo a migrar para padrões mais baixos, reforçando a tese de que constantemente há uma obsolescência acompanhada da substituição de estoque.

Gráfico 6 - Ocupação total x estoque (m²) de imóveis corporativos



Fonte: Equipe ObservaSP sobre base concedida pela plataforma Buildings- CRE Tool

Independentemente de uma acentuação maior ou menor dessa conjuntura no futuro, todavia, é necessário nesse momento entender o que ela representa: há um grupo de atores conectados ao universo das finanças, representados por entidades em diversas escalas - indo desde a gestora de investimentos local até as grandes empresas transnacionais de *private equity* - que têm se apropriado de territórios no espaço urbano para fixar seus capitais, os quais são mobilizados ali por um certo período de tempo até que se atinja um certo ganho, e desmobilizados em seguida para se fixar em um novo território - tudo isso sem que nenhuma atividade tenha se consumado naquele lugar.

Cabe aqui recuperar as discussões conceituais do início do artigo: toda essa operação de tomada de localizações geográficas para a obtenção de renda só ocorre pois

há um agenciamento por parte do Estado, que numa relação simbiótica com o Capital em suas diversas faces (a das grandes empreiteiras, a das incorporadoras, a dos agentes financeiros...) ajuda a estruturar frentes de expansão onde ocorre uma valorização da terra ao longo do tempo. Partindo da perspectiva da efetivação do interesse público, é imprescindível que essas leituras se aprofundem para que se possa incidir sobre os debates públicos, atuando na resistência a este sistema de reprodução de paisagens que, para além de excludentes - como tudo aquilo que se classifica como padrão "AAA"- não servem às pessoas e sim à renda.

5. Referências Bibliográficas

AALBERS, M. B. 'Corporate Financialization'. In Castree, N. (ed) The International Encyclopedia of Geography: People, the Earth, Environment, and Technology, Oxford, Wiley, 2014.

AALBERS, M. B.; FERNANDEZ, R. . Financialization and Housing: between globalization and varieties of capitalism. In: Competition and Change 20 (2). (mimeo), 2016.

BARZI, L. WEINTRAUB, D. Os Fundos De Pensão E Os Investimentos Imobiliários: Uma Convergência Necessária. *Revista Brasileira de Previdência*. Vol 3, 2014. Disponível em: <<http://revbprev.unifesp.br/index.php/edicoes-antiores/vol-3-novembro-de-2014/40-fundos>> Acesso em julho de 2017.

DIDZIAKAS, F. Apresentação de Mercado para o lançamento do empreendimento HD873. Arquivo cedido em entrevista concedida à equipe do ObservaSP. 26 de março de 2018. (mimeo)

FIX, M. *Parceiros da Exclusão: duas histórias da construção de uma "nova cidade" em São Paulo: Faria Lima e Água Espraiada*. São Paulo, Boitempo, 2001.

FREIRE, V. Taxa básica despenca, mas juros do crédito segue alto. Artigo Jornalístico Publicado na Folha De São Paulo Digital, 15 de Abril de 2018. Disponível em <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/04/taxa-basica-despenca-mas-juro-do-credito-segue-alto.shtml>>. Acesso em Abril de 2018.

FREITAS, D. M.; LEMOS, L. L.; MENDONÇA, P.; HOLANDA, P.; PEQUENO, L. R. B.. Processos de Reestruturação territorial relacionados a novas formas de agenciamento do Estado-Capital: In: ROLNIK, R.; SANTORO, P.F.; MORADO, D.; MEDEIROS, D.; RENA, N.; PEQUENO, L. R. B. (orgs.). Cidade Estado capital: reestruturação urbana e resistências em Belo Horizonte, Fortaleza e São Paulo. São Paulo: LabCidade FAUUSP, Fundação Ford, 2018, pp. 172-213.

HARVEY, D."Globalization and the spatial fix". 2001. Disponível em: <<http://geographische-revue.de/gr2-01.htm>> Acesso em agosto de 2017

HARVEY, D. *Condição pós-moderna: uma pesquisa sobre as origens da mudança cultural*. São Paulo, Loyola. 2008.

HIRAYAMA, M. S. *Análise de Persistência de Desempenho de Fundos de Investimento Imobiliário no Mercado Brasileiro*. Tese de Mestrado. São Paulo, Insper - Instituto de pesquisa e economia, 2014.

HARVEY, D. *Seventeen Contradictions and the End of Capitalism*. Oxford, Oxford University Press, 2014.

MARTIN, I.; SANTORO, P. F.; MENDONÇA, P.; ROLNIK, R. São Paulo e os territórios do Complexo Imobiliário-financeiro. *In*: ROLNIK, R.; SANTORO, P.F.; MORADO, D.; MEDEIROS, D.; RENA, N.; PEQUENO, L. R. B. (orgs.). *Cidade Estado capital: reestruturação urbana e resistências em Belo Horizonte, Fortaleza e São Paulo*. São Paulo: LabCidade FAUUSP, Fundação Ford, 2018, pp. 214-229.

MACHADO, A. DAHRUJ, M. Entrevista concedida para o núcleo de pesquisa do Complexo Imobiliário-Financeiro do ObservaSP. 13 de junho de 2017. MACHADO, A. Hedge Investments. Fundos Imobiliários e CRIs. mesa "Novas Fontes de Financiamento para o setor imobiliário" no 9º Congresso Anbima de Fundos de Investimento. São Paulo, 11 de maio de 2017. (mimeo)

MENDONÇA, P. H. R. *Três contradições das PPPs Paulistas: da provisão habitacional aos negócios imobiliário-financeiros*. Anais da XVII *Enanpur*. São Paulo, ANPUR, 2016.

NOBRE, E. A. C. *Reestruturação econômica e território: expansão recente do terciário na Marginal do Rio Pinheiros*. Tese de Doutorado. São Paulo, FAUUSP, 2000.

MARTIN, I.. *Complexo Imobiliário-Financeiro em São Paulo: produtos e territórios*. Relatório final de pesquisa de iniciação científica. São Paulo: FAUUSP, 2017.

ROCHA LIMA JR., J. da. Entrevista concedida para o núcleo de pesquisa do Complexo Imobiliário-Financeiro do ObservaSP. 28 de outubro de 2016.

ROCHA LIMA JR, J. da; DE

ALENCAR, C. T.. Foreign investment and the Brazilian real estate market. *International Journal of Strategic Property Management*, v. 12, n. 2, p. 109-123, 2008.

ROLNIK, R. *Guerra dos lugares: a colonização da terra e da moradia na era das finanças*. São Paulo, Boitempo, 2015.

ROLNIK, R. Dissertação Pública para a Obtenção do Título de Professor Titular. Faculdade de Arquitetura e Urbanismo da Universidade de São Paulo. Agosto de 2017.

ROLNIK, R; SANTORO, P. F. Novas frentes de expansão do Complexo Imobiliário Financeiro Em São Paulo. *Cadernos MetrÓpole* [online]. 2017, vol.19, n.39, pp.407-431. ISSN 1517-2422. <http://dx.doi.org/10.1590/2236-9996.2017-3903>.

ROSTÁS, R. . BR Properties vende imóveis ao grupo GLP por R\$3,18 bilhões. Valor digital. 2014. Disponível em: <http://www.valor.com.br/empresas/3450778/br-properties-vende-imoveis-ao-grupo-glp-por-r-318-bilhoes>. Acesso em: Maio de 2016

SANTORO, P. F.; ROLNIK, R.; PEREIRA, I. M.; MENDONÇA, P. H. R.. Faces of global players in São Paulo real state financial complex. In: *7th Annual Conference in Political Economy*, 2016, Lisboa, Portugal. 7th Annual Conference in Political Economy. Lisboa: 7th Annual Conference in Political Economy, 2016. v. 1. p. 1-5.

SHIMBO, L. Z. *Habitação social de Mercado*. Editora Arte, Belo Horizonte, 2012.

SPERRY, I. *A evolução da produção dos condomínios, sua regulação e sua relação com a capitalização da terra: o caso do Condomínio Cidade Jardim em São Paulo*. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Arquitetura e Urbanismo da Cidade de São Paulo. São Paulo: USP, 2018.

WEBER, R. *From Boom to bubble: How finance built the new Chicago*. Chicago: The Chicago Univeristy Press, 2015.

UQBAR. Anuário de Fundos de Investimento Imobiliário 2018- 11a Edição. Versão Digital disponível em: <http://www.uqbar.com.br/download/UqbarAnuarioFII2018.pdf>. Acesso em Março de 2018.