



SOBRE A DINÂMICA DE FUSÕES E AQUISIÇÕES NO SETOR IMOBILIÁRIO BRASILEIRO (2005-2023): INTERSEÇÕES ENTRE A EXPANSÃO PRODUTIVA E A LÓGICA RENTISTA (ST-1)¹

Vinicius Kuboyama Nakama

Universidade de São Paulo, Faculdade de Arquitetura e Urbanismo | vinicius.nakama@usp.br

Sessão Temática 1: Produção do Espaço Urbano e Regional

Resumo: O campo crítico dos estudos urbanos e regionais destacou de forma adequada como o processo de abertura de capital de construtoras e incorporadoras, desde 2006, transformou o setor imobiliário. Contudo, outras formas de interação entre capitais imobiliários e financeiros, também mediadas pelo mercado acionário, receberam menos atenção. Este estudo busca caracterizar o movimento de integração de capitais no setor imobiliário brasileiro por meio de Fusões e Aquisições. O trabalho analisa as operações realizadas por empresas de capital aberto dos setores industrial (da construção), financeiro e imobiliário entre 2005 e 2023. Os resultados indicam uma entrada crescente de capital financeiro no imobiliário por meio dessas operações. Além disso, observou-se que, enquanto inicialmente essas operações visavam à expansão produtiva e regional desses capitais imobiliários, atualmente segmentos voltados à gestão de propriedades, que priorizam a geração de renda, têm se fortalecido.

Palavras-chave: Imobiliário; Sociedade Anônima; Fusão e Aquisição; Capital Financeiro.

ON THE DYNAMICS OF MERGERS AND ACQUISITIONS IN THE BRAZILIAN REAL ESTATE SECTOR (2005-2023): INTERSECTIONS BETWEEN PRODUCTIVE EXPANSION AND THE LOGIC OF RENT-SEEKING

Abstract: *The critical field of urban and regional studies has aptly highlighted how the process of going public for construction and real estate development companies since 2006 has transformed the real estate sector. However, other forms of interaction between real estate and financial capital, also mediated by the stock market, have received less attention. This study aims to characterize the movement of capital integration in the Brazilian real estate sector through Mergers and Acquisitions (M&As). The study analyzes operations carried out by publicly traded companies in the industrial (construction), financial, and real estate sectors from 2005 to 2023. The findings indicate an increasing inflow of financial capital into real estate through these transactions. Moreover, it was observed that while these operations initially targeted the productive and regional expansion of real estate capital, segments focused on property management, prioritizing income generation, have recently gained strength.*

Keywords: *Real Estate; Stock Company; Merger & Acquisition; Finance Capital.*

SOBRE LA DINÁMICA DE FUSIONES Y AQUISICIONES EN EL SECTOR INMOBILIARIO BRASILEÑO (2005-2023): INTERSECCIONES ENTRE LA EXPANSIÓN PRODUCTIVA Y LA LÓGICA RENTISTA

Resumen: *El campo crítico de los estudios urbanos y regionales ha destacado adecuadamente cómo el proceso de apertura de capital de empresas constructoras e inmobiliarias desde 2006 transformó el sector inmobiliario. Sin embargo, otras formas de interacción entre capitales inmobiliarios y financieros, también mediadas por el mercado de valores, han recibido menos atención. Este estudio busca caracterizar el movimiento de integración de capitales en el sector inmobiliario brasileño a través de Fusiones y Adquisiciones (F&A). El trabajo analiza las operaciones realizadas por empresas de capital abierto en los sectores industrial (de la construcción), financiero e inmobiliario entre 2005 y 2023. Los resultados indican una creciente entrada de capital financiero en el sector inmobiliario a través de estas operaciones. Además, se observó que, mientras que inicialmente estas operaciones estaban orientadas a la expansión productiva y regional de estos capitales inmobiliarios, actualmente se han fortalecido los segmentos enfocados en la gestión de propiedades, priorizando la generación de renta.*

Palabras clave: *Bienes Raíces; Sociedad Anónima; Fusión y Adquisición; Capital Financiero.*

INTRODUÇÃO²

Entre 2006 e 2009, e mais recentemente, em 2020 e 2021, o setor imobiliário adquiriu uma renovada importância para os interesses do capital financeiro, à medida que inúmeras empresas de incorporação imobiliária abriram seu capital na bolsa de valores. Na literatura, diversos autores se debruçaram sobre esse processo (*Initial Public Offering*, IPO), destacando a transformação da racionalidade dos agentes imobiliários (Sanfelici, 2013), bem como processos significativos de reestruturação e expansão da produção imobiliária (Fix; Constantino; Prado, 2023; Shimbo, 2010) e seus condicionantes (Mito, 2022). No entanto, permanecem escassos os trabalhos no campo urbano e regional crítico que abordam a intersecção entre os setores imobiliário e financeiro através de outros processos de centralização de capitais, como as fusões e aquisições (F&As).

Globalmente, as F&As nos diferentes subsetores do mercado imobiliário³ ultrapassaram 66,3 mil transações, totalizando 5,97 trilhões de dólares entre 1985 e 2016 (IMAA, 2024). Essas operações permitem às empresas adentrarem em novos mercados ou consolidar sua presença nos mercados em que atuam, gerar *shareholder value* (Aglietta, 2000), suprimir a concorrência, adquirir novas tecnologias ou patentes e criar sinergias financeiras e operacionais (Rompotis, 2015). Além disso, há uma dimensão inerentemente geográfica sobre este processo que, embora pouco pesquisada (Keenan; Monteath; Wójcik, 2022), impacta as estruturas urbanas e regionais pela concentração da produção e das empresas (Green, 2018).

O objetivo do presente trabalho é caracterizar os movimentos de integração de capitais entre (e nos) setores imobiliário e financeiro a partir dos processos de F&A no mercado brasileiro. Através da noção de integração (Hilferding, 1981), a abordagem visa fornecer uma compreensão mais abrangente sobre os movimentos de concentração e centralização de capital nos referidos setores.

Em contraste com os ciclos de IPO, os quais requerem condições macroeconômicas favoráveis para se concretizarem, sustenta-se que as operações de F&As tendem a ser mais perenes, dado que também podem ocorrer em períodos de depressão econômica. Há, contudo, de se reconhecer que este último processo mantém uma correlação positiva com o desenvolvimento do mercado de capitais e acionário (Felton, 1971; Green, 2018).

A metodologia, de natureza quali-quantitativa, foca em dois períodos específicos das F&As no setor imobiliário. O primeiro, de 2004 a 2013, abrange o ciclo de IPOs das incorporadoras e construtoras, cujo ápice ocorreu entre 2006 e 2008. O segundo período, entre 2014 e 2023, cobre o ciclo subsequente de IPO no setor, entre 2020 e 2021. A análise empírica é sustentada pela discussão teórica que revisita a noção de integração de capitais e da forma corporativa (ou Sociedade Anônima, SA). Para o exame das F&As, empregou-se a base de dados privada Eikon da Refinitiv (agora LSEG), que fornece dados de mercado (data efetiva, valor negociado, nome da empresa adquirente e alvo e nacionalidade da empresa). Foram consideradas as F&As no setor imobiliário promovidas entre 2005 e 2023 pelos macro setores industrial (da

construção), imobiliário e financeiro, com recorte nas empresas de capital aberto, subsidiárias e *joint ventures*, totalizando 509 operações. Como limitação, aponta-se que os estudos de F&As dependem frequentemente de bases de dados privadas, as quais carecem de uniformização e padronização. Ademais, foram utilizados dados de IPOs da B3.

O trabalho se estrutura em duas seções, além da presente introdução e das considerações finais. Na primeira, a problematização teórica parte da revisão crítica e apresentação dos conceitos utilizados para debater a forma da Sociedade Anônima e sua influência nos processos de fusão e aquisição. A segunda seção introduz os principais elementos das F&As e analisa essas operações no setor imobiliário brasileiro a partir dos dois ciclos identificados.

SOBRE A FORMA DA SOCIEDADE ANÔNIMA: INTEGRAÇÃO, CENTRALIZAÇÃO E CONCENTRAÇÃO DE CAPITAIS

CONCENTRAÇÃO E CENTRALIZAÇÃO DE CAPITAIS

A concentração e centralização de capitais, movimentos que integram a totalidade do processo social capitalista (Lencioni, 2008), atuam como forças centrípetas (Harvey, 2013) que, dentre seus condicionantes, são “catalisadas pelo impulso imanente de expandir o controle sobre a produção, alcançar economias de escala e escopo, aumentar a massa de capital em circulação e concentrar o poder de mercado”⁴ (Alami; Dixon, 2022, p. 313, tradução nossa). Embora potencialmente complementares, a sua distinção é fundamental para uma correta compreensão desses processos na atualidade, principalmente na forma de F&As, e em uma era de dominação financeira.

A concentração diz respeito à acumulação, isto é, ao processo produtivo (Marx, 2017 [1984], v.3). *Grosso modo*, trata-se de um fenômeno quantitativo (Lencioni, 2008), pelo qual um capital individual reinveste seus excedentes produtivos em um novo ciclo de valorização, com o objetivo de alcançar volumes cada vez maiores de lucro. Assim, a concentração implica na “*ampliação da propriedade dentro de um processo de valorização*”⁵ (Aglietta, 1986, p. 193, tradução nossa) e, conseqüentemente, no aumento do capital social total. Em contraste, a centralização se constitui no cerne da luta concorrencial e consiste na “*redistribuição da propriedade e controle do capital existente em menos mãos*”⁶ (Alami; Dixon, 2022, p. 313, tradução nossa). Sendo um fenômeno qualitativo, a centralização não altera a composição do capital social total, dado que ocorre pela “*expropriação de capitalista por capitalista*” (Marx, 2013 [1867], v.1, p. 759). Portanto, trata-se de um processo “*que remodela a autonomia dos capitais e cria novas relações competitivas*”⁷ (Aglietta, 1986, p. 195, tradução nossa).

A despeito de a concentração e a centralização de capitais serem imprescindíveis para o desenvolvimento capitalista, este último movimento não foi tratado de forma minuciosa por Marx. Para ele, as “*leis dessa centralização dos capitais ou da atração do capital não podem ser desenvolvidas aqui [em O Capital]*” (Marx, 2013 [1867], v.1, p. 759). Visto que esse autor tinha em perspectiva sobretudo o capital produtivo (Sau, 1979), torna-se necessário avançar

no debate atual através da incorporação de outras formas de capital, como o financeiro, na análise do processo de centralização. Aglietta (1986, p. 232, tradução nossa), por exemplo, o considera “*a forma definitiva de centralização de capital*”, pois permite a reestruturação e ampliação do poder da propriedade, congregando-a nas mãos de um número reduzido de grandes capitais. Esse entendimento estende a compreensão dos mecanismos de controle e dominação econômica, os quais, atualmente, transcendem a esfera produtiva e operam diretamente por meio das F&As (Alami; Dixon, 2022).

Na metade dos anos 2000, diversos capitais imobiliários realizaram seus IPOs a fim de captar recursos para atender à crescente demanda de um mercado em expansão (Fix, 2011; Penha Filho, 2020; Rufino, 2012; Shimbo, 2010). Em comparação com outros setores econômicos, o imobiliário possui características bastante particulares, dadas pela condição *sui generis* da mercadoria imóvel – na qual a terra é simultaneamente condição e meio de produção (Lencioni, 2014; Smolka, 1987a) – e pelo extenso encadeamento de atividades (aquisição de terrenos, contratação de projetistas e construtoras, bancos e profissionais para a comercialização) (Smolka, 1984). O capital de incorporação (ou promoção⁸) emerge como um agente social responsável pela “gestão do capital imobiliário” (Topalov, 1974, p. 306).

Embora parte da literatura enfoque apropriadamente nas incorporadoras, outros capitais do imobiliário, especialmente aqueles identificados como *property companies*, podem ter sido obscurecidos em sua análise. Em geral, a entrada desses capitais imobiliários no mercado bursátil transformou sua estrutura de capital, favorecendo a centralização – visto que esse ambiente altera a composição do capital social (Marx, 2013 [1987]) –, e a aceleração dos processos de acumulação. Além disso, argumenta-se que a estrutura da Sociedade Anônima contribuiu para outras formas de centralização e integração, como através das F&As.

INTEGRAÇÃO DE CAPITAIS E A SOCIEDADE ANÔNIMA

A noção de *integração de capitais* (*Kombination*) foi inicialmente empregada por Hilferding, (1981 [1910]) para investigar as características que o capitalismo moderno manifestava em sua época, no fim do século XIX. Esse termo serviu para descrever o expressivo desenvolvimento das forças produtivas daquele período, o qual transformou a concorrência em monopólios e oligopólios, além de reconfigurar profundamente as relações entre o setor industrial e os bancos.

A integração tanto concentra quanto centraliza capitais, pois combina diversos segmentos da indústria, que exercem funções complementares, dentro de uma única empresa ou grupo (Lenin, 2011 [1916]). De acordo com Hilferding (1981 [1910]), esse esquema permitia a empresa integrada fortalecer a sua posição competitiva em momentos de depressão, garantindo maior estabilidade nas taxas de lucro ao longo dos ciclos econômicos, eliminar seus intermediários e adquirir sinergias técnicas e operacionais.

Em que pese a noção de integração ser basilar na discussão do autor para qualificar o que ele denominou de capital financeiro, este trabalho não tem por objetivo explorar as controversas

origens e a generalização dessa forma de capital. Observa-se, entretanto, que o “capital financeiro desenvolve-se com o desenvolvimento da sociedade anônima”⁹ (Hilferding, 1981, p. 225, tradução nossa) e que esta, por sua vez, retroalimenta os movimentos de integração, que agora podem ocorrer exclusivamente por meio do mercado acionário. Em outras palavras, a companhia aberta pode utilizar suas próprias ações para adquirir outras empresas ou, ainda, ser adquirida (de forma amigável ou hostil) através desse ambiente de negociação.

A forma da SA induz profundas mudanças na companhia. Ao mesmo tempo que o processo de capitalização fortalece o *entrepreneur*, essa nova estrutura de propriedade permite a associação de capitais alheios ao processo produtivo, que buscam nele valorização e renda. A abertura de capital opera uma divisão entre a propriedade dos meios de produção (capital produtivo) e a propriedade do capital (capital-propriedade) (Hilferding, 1981 [1910]). Enquanto os primeiros são as condições materiais da produção, o capital-propriedade é expresso na forma de títulos (ações) que circulam no mercado acionário sob a forma de capital fictício, e asseguram ao seu detentor o direito a uma parcela da produção futura.

É por meio da natureza do capital-propriedade que a SA se configura como uma forma associativa, mas também hierárquica do capital. Livre das limitações da propriedade individual, o *entrepreneur* consegue desmobilizar uma parte do capital total investido, mantendo o controle sobre a empresa e, simultaneamente, subordinando os demais capitais que se vinculam a ela (Hilferding, 1981 [1910]).

No desenvolvimento capitalista contemporâneo, a generalização da forma SA (além da indústria), alinhada à internacionalização, desregulação e liberalização dos mercados financeiros desde os anos 1980 (Chesnais, 1998), soergueu o capital fictício para uma posição central nos processos de acumulação contemporâneos (Durand, 2017). A partir da mundialização das finanças (Chesnais, 1998), as F&As vêm reforçando a hierarquia entre capitais de distintos setores ao impulsionar novos ciclos de centralização financeira e de integração de capitais.

A concepção de integração, empregada por Hilferding (1981 [1910]) para discutir a formação de um capitalismo monopolista (ou oligopolista) no fim do século XIX, revela uma forma mais avançada de organização dos capitais centralizados. Ademais, tal noção antecipou o que, na segunda metade do século XX, foi designado como conglomerado ou grupo econômico, isto é, “uma estrutura empresarial de grande porte e diversificada, formada geralmente por uma empresa *holding* que constitui seu núcleo” (Rocha, 2013, p. 4).

FUSÕES E AQUISIÇÕES NO SETOR IMOBILIÁRIO BRASILEIRO (2005-2023)

FUSÕES E AQUISIÇÕES: UMA BREVE INTRODUÇÃO

Rompotis (2015) enumera três formas frequentes de crescimento empresarial. A primeira, que ocorre de modo orgânico, se dá pelo investimento da firma em sua própria capacidade produtiva. A segunda envolve a formação de uma parceria estratégica, conhecida como *joint venture*, em que duas ou mais empresas se associam, compartilhando custos e riscos na criação de uma companhia compartilhada. E, inorganicamente, elas podem crescer por meio de fusões e aquisições.

Formalmente, a literatura econômica distingue F&As com base nas formas resultantes desses processos. Na fusão, duas empresas se unem para formar uma nova entidade, enquanto, na aquisição (seja total ou parcial), uma empresa assume o controle ou uma participação na outra sem que ela seja extinta. No debate da crítica da economia política, essas distinções são consideradas “não essenciais” (Lenin, 2011 [1916], p. 124), visto que o “conteúdo” desses movimentos não muda (Hilferding, 1981 [1910], p. 204). Segundo Marx (2013 [1867], v1. , p. 460), o percurso pelo qual esses capitais se centralizam, seja pela formação da SA ou por outros meios, é irrelevante, pois “o efeito econômico permanece o mesmo”. É de grande valia, contudo, classificar as F&As, uma vez que tal procedimento auxilia na análise da integração de capitais ao longo do tempo. Assim, torna-se essencial apresentar, mesmo que brevemente, os principais elementos, bem como as motivações, que caracterizam essas operações.

Em termos geográficos, as F&As podem ser classificadas como *domésticas* ou *transnacionais*. O primeiro tipo é o mais habitual (Green, 2018) e denota transações que ocorrem entre empresas estabelecidas em um mesmo país. As F&As transnacionais, por sua vez, envolvem operações entre companhias de países distintos, sendo muitas vezes uma forma de investimento estrangeiro direto.

Há, ainda, outras três classes distintas de F&As. As *horizontais* referem-se às operações entre duas firmas que operam no mesmo mercado e desempenham atividades semelhantes. As *verticais* dizem respeito às transações entre firmas que, apesar de atuarem no mesmo mercado, desempenham atividades distintas na cadeia produtiva (por exemplo, fornecedor, produtor, distribuidor, etc.). Por outro lado, quando firmas de diferentes setores se unem, são chamadas de F&As *intersectoriais* (Keenan; Wójcik, 2023) ou *conglomeradas* (Cano, 2002).

A *joint venture*, embora distinta das formas anteriormente apresentadas, corresponde a uma “aliança estratégica” (Rompotis, 2015) entre duas firmas com um objetivo em comum, que se associam para formar uma nova entidade, mantendo, contudo, o controle nas mãos das fundadoras (Cano, 2002). Esse tipo de acordo, cabe destacar, é particularmente comum no mercado imobiliário, como se verá na subseção a seguir.

As motivações para as F&As são variadas, com a maximização do *shareholder value* sendo um consenso entre os estudiosos de variados campos como um dos objetivos centrais dessas operações. Todavia, outros incentivos também são recorrentes, como a concentração de poder corporativo e econômico, diversificação dos investimentos, entrada ou expansão em novos mercados, benefícios fiscais e ganhos sinérgicos como aumento de escala, eficiência e liquidez (Green, 2018; Motis, 2007; Rompotis, 2015). Em contrapartida, essas operações também enfrentam inúmeros empecilhos, como a incorporação de passivos não previstos, os interesses gerenciais, o *valuation* das empresas¹⁰ e, também, o tipo de financiamento da transação (Rompotis, 2015).

Em virtude de a Sociedade Anônima ser uma forma associativa de capitais que circulam no mercado acionário, a integração via F&As é facilitada neste ambiente de negócios. Nesse contexto, capitais de diferentes origens podem se vincular a uma corporação em específico, conforme suas estratégias de investimento. Nas últimas décadas, o capital financeiro, descrito como “perpetuamente dinâmico e naturalmente expansionista”¹¹ (Weber, 2010, p. 252, tradução nossa), tem se inserido em uma ampla variedade de setores econômicos (produtivos ou não), incluindo o imobiliário. Nesse cenário, argumenta-se que, além dos IPOs, as F&As apresentam outras perspectivas de centralização de capital, sobretudo pela interseção entre capitais financeiros e imobiliários.

CICLOS DE F&A NO SETOR IMOBILIÁRIO: 2004-2013 E 2014-2023

Até meados dos anos 2000, a entrada de capital estrangeiro em setores industriais nacionais foi amplamente favorecida pelos programas de privatização, implementados na década de 1990. Esse movimento, consonante com a adoção de políticas neoliberais, foi consequência direta do esgotamento da capacidade do Estado em liderar os processos de acumulação (Pinheiro, 2000). Tendo em vista que a privatização é, para a contraparte, uma forma de aquisição, o Brasil vivenciou um notável processo de F&As nesse período. Apenas na década de 1990, o país privatizou 130 estatais, arrecadando US\$ 82,1 bilhões e transferiu US\$ 18,1 bilhões em dívidas para o setor privado (Pinheiro, 2000).

Na indústria imobiliária, contudo, os movimentos de desnacionalização foram inexpressivos. Fix (2011) atribui essa resistência ao caráter patrimonialista e à forte articulação desses capitais com o Estado, além das regras de negócios específicas do Brasil e da limitada integração do setor com o mercado mundial. De fato, conforme já apontado pela literatura, esses capitais construtores e incorporadores ocupam espaços políticos e econômicos expressivos desde a metade da década de 1950 (Camargos, 1993; Smolka, 1987b). O circuito imobiliário revela-se, então, uma órbita privilegiada de reprodução de capitais familiares e nacionais, em íntima conexão com o Estado (Lessa; Dain, 1998).

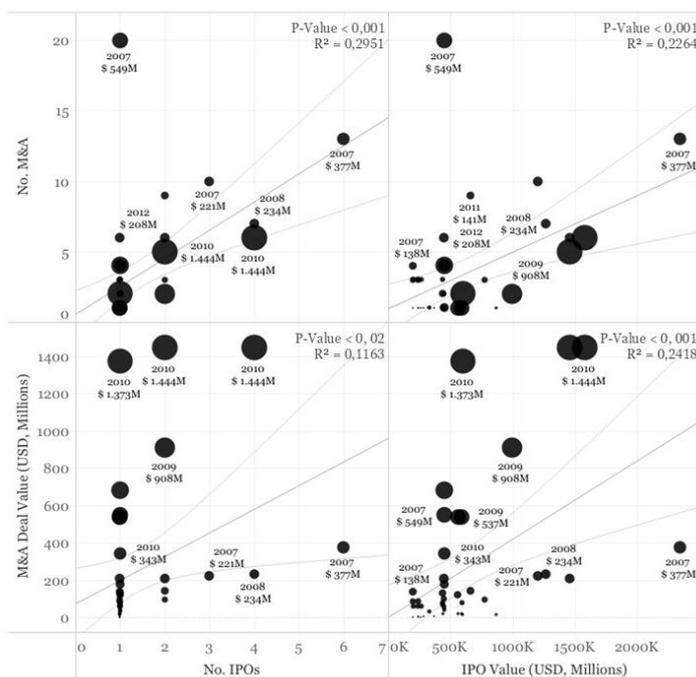
Nesse contexto, foi somente a partir do ciclo de abertura de capital das empresas de incorporação, entre 2006 e 2011, que as operações de F&As nesse setor se intensificaram. Antes desse período, destaca-se apenas o caso da Brazil Realty, uma *joint venture* formada

entre a Cyrela e a argentina IRSA, que abriu seu capital em 1996. A Cyrela, atualmente a maior incorporadora do país, exemplifica (brevemente) como a forma corporativa contribuiu para a centralização e concentração de capital, com vistas à integração produtiva e expansão regional. Em 2002, ela adquiriu a participação da IRSA na Brazil Realty, sendo, em 2005, incorporada, dando origem à Cyrela Brazil Realty SA. Neste mesmo ano, essa nova razão social abriu o seu capital.

A capitalização do setor de incorporação ampliou a sua capacidade produtiva e possibilitou novas perspectivas de crescimento, em especial por meio das F&As. A despeito do emprego desse recurso não ser exclusivo dos capitais de grande porte, as F&As são favorecidas pela estrutura de capital das SAs e/ou pelo novo alcance do seu poder econômico. Exemplos notáveis ilustram esse movimento: em 2006, a Gafisa adquiriu uma participação na marca Alphaville Urbanismo e, em 2008, visando expandir para o segmento de baixa renda, obteve o controle da Construtora Tenda. Em 2009, a Agre – resultado da fusão entre as SAs Abyara, Agra e Klabin Segall –, abriu capital na bolsa de valores. No ano seguinte, a PDG Realty, criada inicialmente como um braço de negócios do Banco Pactual, a adquiriu e tomou o posto de maior empresa do segmento no período.

Geograficamente, a expansão do capital imobiliário para outras regiões do país foi amplamente viabilizada por *joint ventures* com empresas locais de menor porte. A Cyrela é um caso exemplar desse crescimento acelerado por meio de alianças estratégicas. Em 2006, a empresa firmou uma *joint venture* com a Goldsztein AS, ampliando sua atuação na região Sul. Entre 2006 e 2007, no Sudeste, também estabeleceu parcerias com a Plano&Plano, MAC, Living, Cury e SK, e incorporou a RJZ SA. Até 2011, a Cyrela também havia adentrado nas regiões Centro-Oeste e Nordeste.

Figura 1: Relação entre IPO e F&As no setor imobiliário (2004-2013)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da B3 e Eikon.

A despeito desses exemplos ilustrarem a expansão produtiva e corporativa das principais incorporadoras do período, eles não permitem apreender plenamente o significado que o conjunto das operações de F&As exerceu sobre o imobiliário. Neste ponto, o leitor mais atento pode desconfiar que a aproximação entre os setores imobiliário e financeiro através dos IPOs, combinada pela pressão para atender às expectativas de crescimento deste último, impulsionou significativamente as F&As. A análise dos vínculos entre IPOs e F&As no setor imobiliário no ciclo de 2004 a 2013, conforme ilustrado na Figura 1, constata uma correlação positiva, ainda que não necessariamente causal, entre esses dois movimentos. Ou seja, para esse período analisado, há um incremento no número de F&As que se relaciona ao aumento da quantidade e volume captado pelos IPOs.

Esses vínculos podem ser traduzidos em uma dinâmica predominante de *market seeking*. Conforme a Tabela 1 demonstra, esse movimento é evidenciado pela integração tanto vertical quanto, sobretudo, horizontal nos principais subsetores da indústria imobiliária, como no da construção, incorporação (em *other real estate*), *property companies* e não-residencial. Em termos gerais, a estrutura corporativa desses capitais imobiliários favoreceu uma nova rodada de centralização, resultando, assim, na formação de capitais integrados (em alguns casos, regionalmente separados, mas sob uma *mesma estrutura de propriedade*), bem como na consolidação de grupos imobiliários. Ademais, desde 2008, outra expressão dessa tendência de centralização via “estruturas de propriedade” também se verifica pelo crescimento significativo na indústria de Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs/REITs), dado principalmente pela atualização da sua instrução regulatória (ICVM 472), entrada de grandes bancos nesse mercado e, também, queda da taxa básica de juros (Nakama, 2021).

Tabela 1: Matriz de F&As por macro e meso indústrias (2005-2013) (em milhões de USD)

| | Acquiror | | Target | | | | |
|-------------|-------------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|--------------|-------------|--------------|
| | Mid Ind. | Con./Eng. | Non Resid. | Other RE | RE M&D | REITs | Resid |
| Financials | Alt. Fin. Investments | \$123.52 (1) | \$85.32 (2) | \$136.46 (3) | - | - | - |
| | Asset Mgmt. | \$185.5 (3) | \$143.54 (2) | - | - | - | - |
| | Banks | \$375.22 (3) | - | - | - | \$539.37(1) | - |
| | Brokerage | - | - | - | - | \$8.57 (1) | - |
| | Other Fin. ³ | \$675.5 (8) | \$45.92 (1) | \$150.29 (3) | - | \$62.91 (4) | - |
| Industrial | Con./Eng. ¹ | \$341.08 (32) | - | \$38.95 (2) | - | - | - |
| | Non Resid. | - | \$1867.06 (68) | \$733.88 (5) | - | - | - |
| Real Estate | Other RE | \$68.01 (5) | \$10.3 (4) | \$4586.48 (49) | - | \$13.61 (2) | \$102.67 (1) |
| | RE M&D ² | - | \$371.68 (6) | \$681.06(20) | \$272.96(22) | \$266.05(4) | - |
| | REITs | - | \$1551.78 (16) | \$22.24 (1) | \$149.72 (2) | \$31.75 (1) | - |

Nota: (n) – número de operações; ¹ – Building/Construction & Engineering; ² – Real Estate Management & Development; ³ – Investimentos que não se encaixam nas demais categorias. Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Eikon (2024).

Em menor grau, e em contraste com as F&As do setor imobiliário, aquelas promovidas pelo capital financeiro apresentam claro caráter intersetorial, que reforça a natureza expansionista já apontada por Weber (2010). Em particular, chama a atenção os segmentos *alternative financial investments*, que se ocupam de ativos considerados “não tradicionais” e de menor liquidez, e a aparição ainda tímida das *asset managers*, responsáveis pela gestão de recursos de terceiros através de fundos mútuos.

O volume negociado nesse ciclo de F&As girou em torno de US\$ 14,51 bilhões. Desse montante, 87,54% referem-se a operações domésticas, enquanto o restante (12,46%) se originou em países do Norte Global. O ingresso do capital financeiro nessas corporações deu-se por meio de participações minoritárias, preservando o controle familiar (fundador) sobre as empresas (Penha Filho, 2020; Rufino, 2012; Shimbo, 2010).

Em 2014, a crise político-econômica arrefeceu o ciclo de F&As. Impactado pela escassez de crédito, alto volume de distratos e pelo comprometimento da sua capacidade de investimento (Miotto, 2022), o setor imobiliário colapsou. Muitas das empresas que buscaram crescer a qualquer custo precisaram se reestruturar. A Viver e a PDG Realty pediram recuperação judicial. A Gafisa, outro exemplo, precisou rever sua estratégia de atuação, renunciando ao crescimento para poder se reestruturar. Em parte, a sua situação delicada deveu-se pela aquisição da Tenda. Essa operação trouxe uma série de passivos e custos subestimados de obras em andamento que consumiram o caixa da empresa (Gazzoni, 2011). A sua forte desvalorização no mercado acionário permitiu que, em 2018, ela sofresse uma aquisição hostil (*hostile takeover*) da gestora de recursos estrangeira GWI (Penha Filho, 2020).

A crise no setor imobiliário foi parcialmente mitigada pela continuidade, ainda que reduzida, dos subsídios estatais fornecidos por meio do Programa Minha Casa, Minha Vida, que sustentaram algum nível de produção (Miotto, 2022). Empresas ligadas a essa política habitacional, situadas no segmento econômico, sofreram menos os impactos da crise, enquanto outras se reposicionaram para segmentos de alta renda nas regiões Sul e Sudeste (Penha Filho, 2020).

No ciclo seguinte de F&As, compreendido entre 2014 e 2023, verifica-se uma dinâmica distinta em relação ao período anterior. Como demonstrado na Tabela 2 a seguir, a centralização de capitais incorporadores no segmento “*other real estate*” foi limitada, enquanto outros setores ganharam destaque. Nota-se uma dinâmica maior no segmento de construção e não-residencial, e centralização nos de Flls e *property companies* comerciais. A natureza desses dois últimos segmentos e o grande volume negociado indicam para a emergência de um movimento de *rent seeking*.

Tabela 2: Matriz de F&As por macro e meso indústrias (2014-2023) (em milhões de USD)

| | Acquiror | Target | | | | | |
|-------------|------------------------|---------------|----------------------|---------------|--------------|-------------|-----------|
| | | Con./Eng. | Non Resid. | Other RE | RE M&D | REITs | Resid. |
| | Mid Industry | | | | | | |
| Financials | Alt. Fin. Investments | \$27.99 (3) | - | - | - | - | - |
| | Asset Mngt. Banks | - | \$1953.72 (9) | \$164.9 (2) | - | \$251.51(1) | - |
| | | \$18.88 (1) | \$298.68 (1) | - | - | - | - |
| | Other Fin. | \$171.42(15) | \$455.87 (14) | \$153.78 (6) | \$745.57 (9) | \$320.68(5) | - |
| Industrial | Con./Eng. ¹ | \$217.28 (18) | | | | | |
| | Non Resid. | \$73.25 (1) | \$947.65 (23) | \$179.92 (2) | - | - | - |
| Real Estate | Other RE | - | - | \$179.93 (14) | \$8.03 (3) | \$8.05 (1) | \$0.65(1) |
| | RE M&D ² | - | \$2929.27 (5) | \$1.44 (8) | \$12.77 (4) | \$14.99 (1) | - |
| | REITs | \$21.93 (1) | \$2828.3 (47) | \$11.86 (6) | \$19.73 (1) | \$121.17(9) | - |

Nota: (n) – número de operações; ¹ – Building/Construction & Engineering; ² – Real Estate Management & Development. Fonte: Elaboração própria a partir de dados da Eikon (2024).

Em ambos os segmentos, as propriedades imobiliárias são exploradas por meio de aluguéis, que geram fluxos de rendas. O caso dos FII, em particular os que investem em ativos reais (chamados de “fundos de tijolo”), são uma “forma exemplar na qual os capitais se centralizam pelo imbricamento entre o imobiliário e o financeiro” (Nakama, 2021, p. 209). Normalmente administrados e geridos por grandes bancos e *asset managers*, esses instrumentos captam recursos através do mercado de capitais para inversão no imobiliário, especialmente nas regiões mais valorizadas das cidades. As cotas dos fundos imobiliários representam frações do seu patrimônio total imobilizado que circulam no mercado acionário e, potencialmente, retornam sob a forma de renda. A estrutura de capital do FII, todavia, difere-se da forma corporativa *property companies*, que, no caso aqui abordado, atuam sobretudo no segmento comercial (shopping center). Os FII são obrigados, pela legislação, a distribuir 95% dos lucros contábeis auferidos por regime de caixa. Nesse sentido, eles não conseguem crescer organicamente, visto que só conseguem formar uma reserva de capital relevante a partir de novas emissões (subsequentes, ou *follow ons*). No caso das *property companies*, elas são mais capazes em equilibrar a remuneração dos seus acionistas com o desenvolvimento e gestão imobiliária, expandido a sua base de captação de rendas de forma mais fluída.

De qualquer forma, tem-se em perspectiva que a expansão do capital fictício, relativamente autônomo dos processos produtivos, promove a antecipação paulatina dos resultados da produção futura para o presente. Esse movimento ilumina o que Chesnais (2002) denomina de “regime de acumulação financeirizado”, sustentado pela propriedade do capital (capital-propriedade), que põe em marcha novas formas de acumulação pela captura de renda.

No que tange a entrada de capital financeiro no setor imobiliário, houve um aumento considerável, que chegou a US\$ 4,5 bilhões frente aos US\$ 2,5 bilhões do período anterior. Paralelamente, também houve um aumento no ingresso de capital estrangeiro, que passou de 12,46% para 28,49%. Entretanto, o controle do capital fundador sobre essas corporações foi majoritariamente preservado, salvo algumas exceções (em algumas *property companies*,

por exemplo, o capital controlador se tornou estrangeiro). O caráter expansivo e intersetorial demonstrado no ciclo de F&A anterior foi preservado, destacando-se o crescimento das *asset managers*.

Em, 2020, um novo ciclo de IPOs começou a se desenhar em um ambiente econômico favorável. Com o setor imobiliário reaquecido e a taxa de juros atingindo o seu menor patamar histórico (2% a.a. em 2019), várias incorporadoras expressaram interesse em abrir capital para atender à crescente demanda, particularmente no segmento econômico. Em que pese a eclosão da crise sanitária global ter deteriorado rapidamente esse conjuntura, diversas empresas conseguiram prosseguir com seus IPOs, como a Alphaville Urbanismo, Mitre Realty, Lavvi, Moura Dubeux, Melnick, Cury e Plano&Plano.

Em contraste com o ciclo de abertura anterior, este abreviado ciclo de IPO não evidenciou nenhuma correlação positiva com as F&As. Entretanto, verificou-se a consolidação do Grupo Econômico Cyrela. Entre as empresas supracitadas, a Cyrela detém participação (e determinado grau de controle) na Cury (19,21%), Lavvi (26%) e Plano&Plano (33,56%), sendo elas frutos de *joint ventures* passados. Em outras palavras, a capitalização de suas subsidiárias, implica, também, na ampliação do poder econômico da empresa principal.

Especialmente, a capitalização das incorporadoras por meio de IPOs, entre 2006 e 2011, impulsionou uma célere e expressiva expansão regional dessas empresas para várias regiões do país. Apesar disso, a crise político-econômica de 2014 levou muitas dessas firmas a se reestruturarem, realinhando-se com seu *core business* e se reconcentrando nas regiões Sul e Sudeste. Nesse sentido, muitas desistiram de atuar no segmento econômico, o que fortaleceu a posição de outras companhias, como a MRV Engenharia, que já operavam nesse segmento. O último ciclo de F&As, por sua vez, demonstrou tendências mistas, resultando tanto na consolidação de grupos econômicos produtivos quanto na ascensão de formas rentistas no setor imobiliário.

O percurso analítico percorrido indica que as F&As se apresentam, inicialmente, como uma extensão do processo de integração iniciado no primeiro ciclo de IPO abordado. No segundo período, todavia, as F&As adquirem um caráter mais duradouro na centralização de capitais. Essas operações, impulsionadas por estratégias e instrumentos financeiros, intensificam a subordinação do capital social e destacam a crescente importância das instituições financeiras (como as *asset managers*) no setor imobiliário. Em um nível mais elevado, essa dinâmica demonstra um imbricamento entre as "sociedades por ações" que subsiste e se mescla com a eclosão de uma "sociedade de gestão de ativos" (Christophers, 2023), unindo a busca por mercado (*market seeking*) e a busca por rendas (*rent seeking*).

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O debate brevemente delineado neste ensaio propôs uma nova abordagem para compreender a articulação entre os capitais imobiliários e financeiros através do mercado

acionário. Embora reconheça a relevância dos IPOs, enfatizou-se os movimentos de integração e centralização via F&As. Como resultado, observou-se que as dinâmicas produtivas e rentistas se imbricam, com esta última se destacando à medida que se consolida o “regime de acumulação financeirizado” ou “patrimonialista” (Chesnais, 2002).

A pesquisa apresenta como limitação a identificação de um forte entrelaçamento entre o capital-propriedade e propriedade imobiliária. Isto é, uma parcela das F&As não alteram a estrutura de capital das empresas adquirentes, pois referem-se à aquisição de imóveis sob a figura de Sociedades de Propósito Específico (SPE), uma modalidade de *joint venture* que possui capital social separado. Conforme Hilferding (1981, p. 149, tradução nossa) já apontava, na “bolsa de valores, a propriedade capitalista aparece em sua forma pura, como um título de rendimento [...] Toda propriedade é capital – e não simplesmente propriedade”¹². Essa questão demanda, em particular, um esforço metodológico na separação entre as formas do capital-propriedade e da propriedade imobiliária.

Estudos futuros podem se aprofundar, nesse sentido, na composição da estrutura de propriedade e das classes de acionistas predominantes no setor imobiliário. Ainda que uma parte relevante da literatura aponte para o domínio do capital fundador nas empresas de incorporação (que se mantêm para a maior parte da indústria imobiliária) (Fix, 2011; Penha Filho, 2020; Rufino, 2012), outras dinâmicas podem ser verificadas, como no caso das *property companies* e FIIs, em que há a forte presença (enquanto capital controlador e gestor) de fundos de investimento e *asset managers*.

REFERÊNCIAS

AGLIETTA, M. Concentración y centralización del capital. *In: Regulación y Crisis del Capitalismo. La Experiencia de los Estados Unidos*. 3. ed. Cidade do México: Veintiuno Editores, 1986.

AGLIETTA, M. Shareholder value and corporate governance: Some tricky questions. **Economy and Society**, v. 29, n. 1, p. 146–159, 2000.

ALAMI, I.; DIXON, A. D. “Expropriation of Capitalist by State Capitalist:” Organizational Change and the Centralization of Capital as State Property. **Economic Geography**, v. 98, n. 4, p. 303–326, 2022. Disponível em: <https://doi.org/10.1080/00130095.2022.2030216>.

CAMARGOS, R. C. M. **Estado e empreiteiros no Brasil: uma análise setorial**. Dissertação (Mestrado em Ciência Política) – Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, UNICAMP, Campinas, 1993.

CANO, M. **O recente processo de fusões e aquisições na economia brasileira**. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia, UNICAMP, Campinas, 2002.

CHESNAIS, F. **A mundialização financeira**. São Paulo: Editora Xamã, 1998.

CHESNAIS, F. A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e

- interrogações. **Economia e Sociedade**, v. 11, n. 1(18), p. 1–44, 2002.
- CHRISTOPHERS, B. **Our lives in their portfolios: Why asset managers own the world**. London: Verso, 2023.
- DURAND, C. **Fictitious Capital: How finance is appropriating our future**. London: Verso, 2017.
- FELTON, J. R. Conglomerate mergers, concentration and competition. **The American Journal of Economics and Sociology**, v. 30, n. 3, p. 225–242, 1971.
- FIX, M. **Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil**. Tese (Doutorado em Desenvolvimento Econômico) – Instituto de Economia, UNICAMP, Campinas, 2011.
- FIX, M.; CONSTANTINO, J. P.; PRADO, A. D. Urban property, expropriation and wealth concentration in Brazil. **SCIS Working Paper**, n. 57, p. 0–34, 2023.
- GAZZONI, M. **Gafisa desacelera e corrige rota com Tenda**, 2011. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/economia/gafisa-desacelera-e-corrige-rota-com-tenda-gafisa-vira-campea-de-reclamacoes-imp-/>. Acesso em: 4 out. 2024.
- GREEN, M. B. Mergers and acquisitions. *In*: RICHARDSON, D.; CASTREE, N.; GOODCHILD, M. et al. (org.). **The International Encyclopedia of Geography**. New Jersey: John Wiley and Sons Inc, 2018. p. 1–9.
- HARVEY, D. **Os limites do capital**. 1. ed. São Paulo: Boitempo, 2013.
- HILFERDING, R. **Finance capital: A study of the latest phase of capitalist development**. London: Routledge & Kegan Paul, 1981.
- IMAA. **Number & Value of M&A Worldwide**, 2024. Disponível em: <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>. Acesso em: 13 set. 2024.
- KEENAN, L.; MONTEATH, T.; WÓJCIK, D. Financial discipline through inter-sectoral mergers and acquisitions: Exploring the convergence of Global Production Networks and the Global Financial Network. **Environment and Planning A**, v. 54, n. 8, p. 1532–1550, 2022.
- KEENAN, L.; WÓJCIK, D. The economic geographies of mergers and acquisitions (M&As). **Economy and space**, v. 00, n. 0, p. 1–10, 2023.
- LENCIONI, S. Concentração e centralização das atividades urbanas: Uma perspectiva multiescalar. Reflexões a partir do caso de São Paulo. **Revista de Geografia Norte Grande**, v. 20, n. 39, p. 7–20, 2008.
- LENCIONI, S. Reestruturação imobiliária: Uma análise dos processos de concentração e centralização do capital no setor imobiliário. **Eure**, v. 40, n. 120, p. 29–47, 2014.
- LENIN, V. I. **O imperialismo: etapa superior do capitalismo**. Campinas: Navegando Publicações, 2011.

LESSA, C.; DAIN, S. Capitalismo associado: algumas referências para o tema Estado e desenvolvimento. *In*: BELLUZZO, L. G.; COUTINHO, R. (org.). **O desenvolvimento capitalista no Brasil: ensaios sobre a crise**. 4. ed. Campinas: UNICAMP, 1998. p. 247–265.

MARX, K. **O Capital: Crítica da economia política. Livro I - O processo de produção do capital**. São Paulo: Boitempo, 2013.

MARX, K. **O capital: crítica da economia política. Livro III - O processo global da produção capitalista**. São Paulo: Boitempo, 2017.

MIOTO, B. T. Dinâmica econômica e imobiliária: periodização dos macrodeterminantes dos anos 2000 e 2010. **Cadernos Metrôpole**, v. 24, n. 53, p. 15–32, 2022.

MOTIS, J. **Mergers and acquisitions motives Working Paper 0730**. Crete: [s. n.], 2007.

NAKAMA, V. A instrumentalização financeira do espaço: Fundos de Investimento Imobiliário como estruturas de capital fixo. **Revista INVI**, v. 36, n. 103, p. 194–214, 2021.

PENHA FILHO, C. A. **Estratégias e dinâmica das incorporadoras listadas (2010/2018)**. Tese (Doutorado em Desenvolvimento Econômico) – Instituto de Economia, UNICAMP, Campinas, 2020.

PINHEIRO, A. C. A experiência brasileira de privatização: o que vem a seguir? **Revista do BNDES**, Texto para Discussão 87, 2000.

ROCHA, M. A. M. da. **Grupos Econômicos e Capital Financeiro : Uma História Recente do Grande Capital Brasileiro**. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, UNICAMP, Campinas 2013.

ROMPOTIS, G. G. Mergers and Acquisitions: Types, principles, historical information and empirical evidence from the Greek banking sector. **Aestimatio**, v. 10, n. 2015, p. 2–35, 2015.

RUFINO, B. **Incorporação da metrópole: centralização do capital no imobiliário e nova produção de espaço em Fortaleza**. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo), Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

SANFELICI, D. **A metrópole sob o ritmo das finanças: implicações socioespaciais da expansão imobiliária no Brasil**. Tese (Doutorado em Geografia Humana) - Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

SAU, R. On the Laws of Concentration and Centralization of Capital. **Social Scientist**, v. 8, n. 3, p. 3–14, 1979.

SHIMBO, L. **Habitação Social, Habitação de Mercado: a confluência entre Estado, empresas construtoras e capital financeiro**. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo) - Escola de Engenharia, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2010.

SMOLKA, M. O capital incorporador e seus movimentos de valorização. **Cadernos PUR/UFRJ**, v. 2, n. 1, p. 41–78, 1987.

SMOLKA, M. **O circuito imobiliário urbano: uma análise conceitual e empírica com referência à área metropolitana do Rio de Janeiro - Vol.1.** [S. l.: s. n.], 1984.

SMOLKA, M. Para uma reflexão sobre o processo de estruturação interna das cidades brasileiras: o caso do Rio de Janeiro. **Revista Espaço e Debates**, v. 1, n. 21, 1987.

TOPALOV, C. **Les promoteurs immobiliers: contribution à l'analyse de la production capitaliste du logement en France.** Paris: Mouton, 1974.

WEBER, R. Selling city futures: The financialization of urban redevelopment policy. **Economic Geography**, v. 86, n. 3, p. 251–274, 2010.

¹ O presente trabalho foi realizado com apoio da Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (FAPESP), Brasil. Processo n. 2022/15763-9.

² Agradeço ao Kamir Gemal pelos comentários sobre a versão preliminar deste texto.

³ Foram considerados os subsetores (i) residencial; (ii) REITs; (iii) construção; (iv) não residencial; (v) outros Real Estate; (vi) hoteleiro; e (vii) exploração e desenvolvimento imobiliário.

⁴ Em inglês: “[...] catalyzed by the immanent drive to expand control over production, achieve economies of scale and scope, raise the mass of capital in circulation, and concentrate market power.”

⁵ Em espanhol: “*La concentración es la ampliación de la propiedad dentro de un proceso de valorización.*”

⁶ Em inglês: “[...] centralization is the redistribution of ownership and control of existing capital in fewer hands.”

⁷ Em espanhol: “[...] *centralización es una modificación cualitativa que remodela la autonomía de los capitales y crea nuevas relaciones de competencia.*”

⁸ Segundo Rufino (2012, p. 37): “[...] o termo produção imobiliária no Brasil é muito mais utilizado para descrever as estratégias e atividades envolvidas na comercialização dos produtos imobiliários.”

⁹ Em inglês: “Finance capital develops with the development of the joint-stock company [...]”.

¹⁰ *Valuation* é um termo que visa definir o “preço justo” estimado da empresa através de critérios de análise subjetivos. Existem diversas formas e métodos para se chegar ao que o mercado considera um “valor justo”, como trazer a projeção de lucros futuros da empresa para o presente (Fluxo de Caixa Descontado) ou através da análise dos seus indicadores (Múltiplos de Mercado). Uma vez que os critérios são subjetivos, um *valuation* pode ser tanto superestimado quanto subestimado.

¹¹ Em inglês: “Finance capital is often depicted as perpetually dynamic and naturally expansionary [...]”.

¹² Em inglês: “On the stock exchange capitalist property appears in its pure form [...] All property is capital – and not simply property [...]”.