

## **Implantação e Expansão de Shopping Centers no Brasil: um Estudo da Evolução Recente das Fontes de Investimentos**

**Henrique Barbosa Primon<sup>1</sup>, Eliane Monetti<sup>2</sup>**

<sup>1</sup> Aluno de Graduação em Engenharia Civil, Escola Politécnica da Universidade de São Paulo (EPUSP) – Núcleo de Real Estate, Av. Prof. Almeida Prado, Trav. 2, 83, São Paulo, Brail – henrique.primon@poli.usp.br

<sup>2</sup> Prof. Dra., Escola Politécnica da Universidade de São Paulo (EPUSP) – Núcleo de Real Estate, Av. Prof. Almeida Prado, Trav. 2, 83, São Paulo, Brail – eliane.monetti@poli.usp.br

### **RESUMO**

Os shopping centers (SCs) estiveram tipicamente enquadrados, ao longo da evolução do setor, na classe dos ativos imobiliários de baixo risco, uma vez em operação e consolidados. Nesse sentido, o financiamento do investimento nesses empreendimentos tem sido, historicamente, encampado pelos investidores imobiliários e, somente quando a base física está pronta, outros investidores, geralmente buscando renda homogênea conservadora, adentram o investimento em tais negócios. Assim, empresas e empresários do ramo imobiliário, muitas vezes aglutinados, e outras vezes alavancados por financiamentos de bancos comerciais, tem sido os grandes agentes de investimento em shoppings.

Seguindo essa linha de tendência, o presente artigo busca levantar dados acerca dos investimentos em SCs e manipulá-los de modo a identificar, quantizar e qualificar a evolução recente de tais investimentos. Assim, esse ramo da pesquisa segue um caráter de compilação de números e fatos sobre a evolução dos investimentos próprios de empresas e dos financiadores, visando informar aspectos gerais e determinantes para o setor nos últimos anos. Perfazendo um segundo ramo, a pesquisa procura identificar novas tendências, novos empreendedores e sua relevância, seguindo, pois, um caráter de exploração de informações. Aqui, são considerados os investidores que tipicamente adentram empreendimentos de base imobiliária na fase operacional, quais sejam, fundos de pensão, fundos imobiliários e fundos de investimento em participações, que justamente tem adquirido maior relevância ao longo das duas últimas décadas.

A pesquisa se desenvolve, portanto, por meio da compilação dos dados de diversos empreendimentos shopping centers, sobretudo daqueles pertencentes a grupos de capital aberto, bastante relevantes para a economia do setor e para as regiões onde estão implantados. Pesquisas diretas com empresas, investidores institucionais e o BNDES também complementam o estudo. O presente artigo constitui um corte de um trabalho maior, e apresenta, portanto, números parciais e fatos ainda não integralmente realizados, mas já permite antever alguns resultados que elucidam como os investimentos próprios das empresas tem evoluído e como o financiamento de SCs tem aumentado nos últimos anos.

**Palavras-chave:** *funding*, implantação, expansão, shopping centers.

## Building and Expanding Shopping Centers in Brazil: a Study of the Recent Evolution of Funding

### ABSTRACT

Shopping centers (SCs) have been typically classified as low-risk real estate investments, once operating and consolidated. In this sense, investing in these undertakings has been historically made by real estate investors, while other investors buy shares of the shopping malls only when they are ready and operating, usually looking for a conservative investment and a stable income. Thus, real estate enterprises and entrepreneurs, sometimes united, other times leveraged by commercial banks, have been the main financing agents of the investment in SCs.

Following this tendency, the present article aims to gather data on SC investments and manipulate them in order to identify, quantify and qualify the recent evolution of such investments. This path compiles numbers and facts about the evolution of the companies' investment and about the financing agencies, thus informing general and determinant aspects to the sector in recent years. Following another path of research, the text seeks to identify new tendencies, new entrepreneurs and their relevance, exploring and finding information and data. Here, investors that buy shares of shopping malls during the operating cycle (pension funds, *fundos imobiliários*, similar to the American REITs, *fundos de investimento em participações*, somewhat similar to the American private equity funds) are considered, especially since they have gained more relevance during the last two decades.

In conclusion, the research is developed by compiling data from the project finance of many SCs, especially the ones that belong to public companies, usually more relevant to their surrounding area and to the economy of the sector. Direct research with companies, institutional investors and the BNDES also complement the study. The present article has been cut from a major work and shows partial numbers and facts still not completely realized; however, it can be foreseen some results that lighten how companies' investment has evolved and how public financing has grown recently.

**Key-words:** funding, undertaking, expanding, shopping centers.

## 1. INTRODUÇÃO

A indústria da construção civil, em todos os empreendimentos nos quais esteja focada – quais sejam: habitacionais, comerciais, varejistas, hoteleiros e de infra-estrutura urbana - é, historicamente, uma das maiores consumidoras de crédito e de financiamentos, no Brasil e no mundo. Esse apetite da indústria por se capitalizar tem, fundamentalmente, três raízes que redundam numa relativa falta de atratividade para atrair a massa de investidores para o setor: (i) o massivo aporte de capital necessário à realização de um único empreendimento; (ii) o longo prazo de retorno desse capital aportado (*pay-back*), tanto nos investimentos imobiliários quanto nos de base imobiliária, o que se conjuga numa imobilização de capital por períodos prolongados, caracterizando (iii) a falta de liquidez de tais investimentos, consequência direta dos longos períodos de estabilização e retorno da indústria.

Sob esse panorama, o fomento de mecanismos de financiamento que ampliem as possibilidades de *funding* dos empreendimentos do setor vem se processando de forma acentuada há algumas décadas, no mercado internacional, e há alguns anos, no mercado brasileiro. Tais mecanismos visam, essencialmente, suavizar os efeitos de (i) e (iii), por meio, respectivamente, da diluição dos custos individuais de investimento, e da negociação diária de títulos, certificados e cotas de fundos (*lastreados* em imóveis) em bolsas de valores. A importância da criação desses mecanismos cresce e se torna latente quanto maiores forem o orçamento e o alcance de um dado empreendimento.

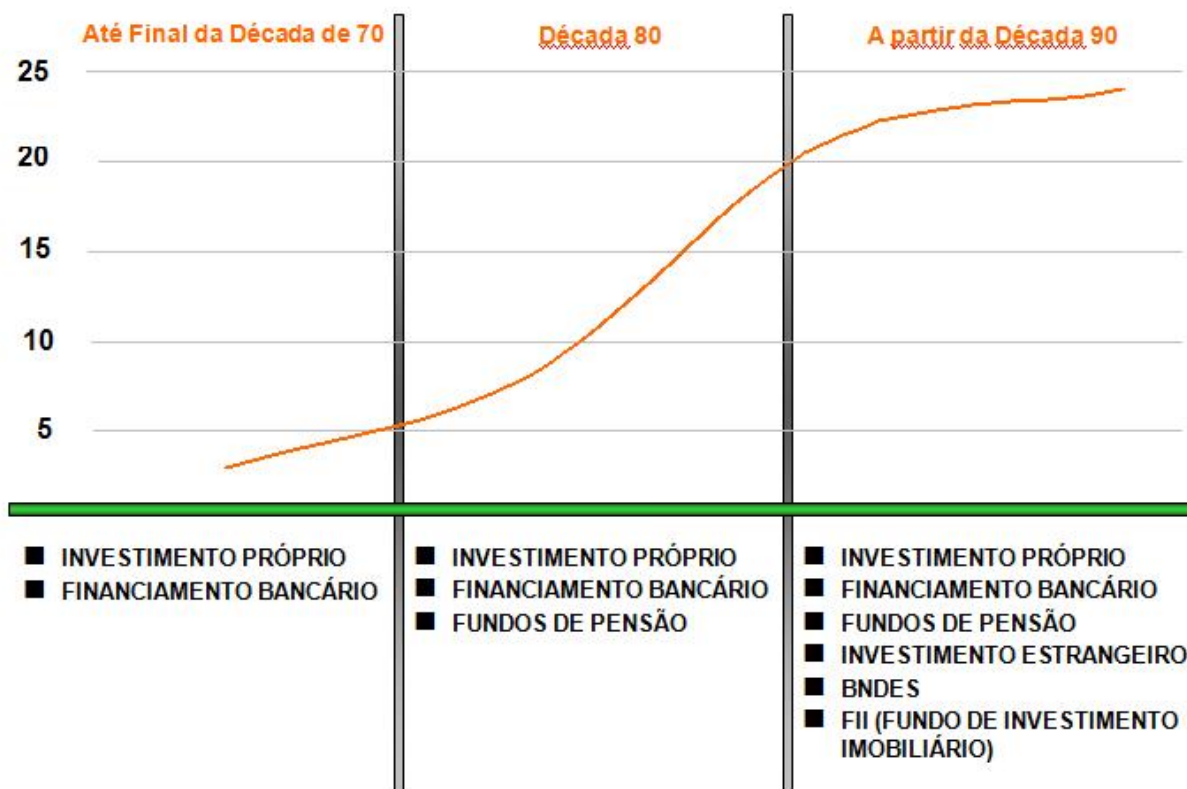
Entram aí os investimentos de base imobiliária, destinados à exploração da renda proporcionada pela operação do imóvel, segmento no qual se encaixam os SCs. O planejamento e a implantação de SCs demandam uma quantidade vultosa de recursos, os quais dificilmente serão aportados por um único investidor, ou de uma única forma, por um mesmo empreendedor, como tem mostrado o histórico de investimentos nos últimos anos. Nesse sentido, tem-se verificado várias formas de aglutinação de investidores e/ou de capitais para a constituição de um mesmo projeto. Para ilustrar, o caso do Floripa Shopping Center, em Florianópolis, é emblemático: para a implantação do shopping, vários empreendedores (empresas, grupos e empresários) se associaram para a construção da edificação, contando, para isso, com suporte de capital do BNDES, e, ao final da implantação, foi constituído um fundo imobiliário (FII Floripa Shopping) para a comercialização e exploração de parte do empreendimento. O Fundo deverá, também, encampar o financiamento de futuras expansões do shopping.

Com este exemplo fica clara a complexidade que pode atingir a estrutura de capital da implantação de um shopping quando são utilizados os modernos meios de capitalização disponíveis (ainda que só recentemente) no mercado. Assim, torna-se premente a necessidade de se fazer uma compilação histórica sobre a evolução do leque de opções para *funding* de SCs, de maneira a listar num banco de dados informações de cunho legislativo (sob quais parâmetros e exigências, legais ou contratuais, se constituíram as aglutinações de investidores e de capitais) e econômico-financeiro (se o capital foi próprio, captado em fundos, em bancos de desenvolvimento, em bancos comerciais etc, de maneira qualitativa e, quando disponível, de maneira quantitativa).

### 1.1. Financiamento de shoppings: aspectos gerais e evolução

A evolução do financiamento de SCs no Brasil pode ser estudada em três fases, de acordo com o trabalho de GREGÓRIO e SILVA (2006). No gráfico a seguir, está relacionada a evolução do número de shoppings regionais, no caso específico da cidade de São Paulo, com os veículos de *funding* em cada fase.

Gráfico 1 - Evolução das fontes de financiamento de shoppings e número de shoppings em São Paulo



fonte: GREGÓRIO e SILVA, 2006

O investimento em SCs, como é típico ainda hoje e também foi prática majoritária ao longo dos anos na indústria de SCs no Brasil, era encampado por agentes que possuíam um perfil próprio do investidor imobiliário. Tratava-se, então, de empresas e empresários da construção civil que implantavam o empreendimento para depois vendê-lo a outro agente que iria operá-lo e extrair seu retorno dessa operação. De acordo com GREGÓRIO, ROCHA LIMA e SILVA (2009), nessa época, que vai de 1966 (ano de inauguração do Iguatemi São Paulo, primeiro SC brasileiro) até fins da década de 1970 (quando novas regulamentações fazem os fundos de pensão figurar entre os grandes investidores de imóveis, e conseqüentemente, de shoppings), os empreendedores contavam, ainda, com financiamentos de bancos comerciais e públicos, além de seus recursos próprios.

PINHEIRO et al (2005) mostram que, em 1978, quando o CMN (Conselho Monetário Nacional) passou a impor marcos regulatórios sobre os fundos de pensão, o limite mínimo de investimento desses fundos em imóveis era de 40% do patrimônio. A partir dessa data, GREGÓRIO, ROCHA LIMA e SILVA (2009) identificam um novo veículo de *funding* de SCs, representado pelos fundos de pensão, que se agrega aos anteriormente praticados. Em São Paulo, em 1982, o shopping Morumbi foi o primeiro a se beneficiar dessa resolução (empreendido, ao lado da Multiplan, pelos fundos SISTEL e FAPES).

Ao longo dos anos, o limite imposto pelo CMN foi sendo paulatinamente reduzido, chegando a 14% em 1994 e 4% em 2004, estando fixado em 8% a partir do final de 2009. Na década de 1990, entretanto, novos instrumentos de financiamento começaram a ser desenhados e regulados pela legislação, tendo sua disseminação e seu desempenho evoluído ao longo da própria década de 1990 e da década de 2000.

O primeiro deles foi o Fundo de Investimento Imobiliário (FII). Criado em 1993 e regulado pela CVM, o novo instrumento viu seu primeiro benefício no setor de SC em 1999, quando da constituição do FII Shopping Pátio Higienópolis, logo após o início das operações do shopping. O Fundo, como dono de grande parcela do shopping, é também responsável por custear as expansões por que tem passado o shopping. Em 1995, outro instrumento de força impactante, especialmente no financiamento das expansões de SCs, foi o BNDES, que passou a disponibilizar linhas de crédito com taxas baixas em relação ao mercado, ainda que em volume pequeno em relação à magnitude de investimentos exigida na construção de um shopping.

Os dois últimos eventos que potencializaram o financiamento de shoppings ocorreram de forma bastante interligada e muito recentemente, a partir de 2007. Trata-se da abertura de capital de empresas do setor, via IPO (Initial Public Offering, sigla para oferta pública inicial), e dos investimentos de fontes estrangeiras.<sup>1</sup> Essas ofertas foram responsáveis por uma grande capitalização das empresas do segmento, e boa parte desse capital foi destinado aos investimentos em implantação ou revitalização de shoppings, além da compra de terrenos para futuros investimentos. As ações das empresas brasileiras tiveram como principais compradores agentes externos: grandes investidores americanos e canadenses (por exemplo, o magnata Sam Zell, geralmente por meio de seus fundos), *holdings* (como a Developers Diversified Realty, que detém 50% da Sonae Sierra Brasil, uma *joint venture* com a empresa portuguesa Sonae Sierra) e fundos de *private equity* internacionais (um deles é o Equity International, do mesmo investidor Sam Zell).

## 2. METODOLOGIA E ABORDAGENS

A compilação de dados acerca das fontes de investimentos em SCs passa pela identificação de três agentes que constituem, essencialmente, os principais indutores da implantação de shoppings, quais sejam: FINANCIADORES, INVESTIDORES e EMPREENDEDORES. Aqui, é importante que fique clara a diferença entre um FINANCIADOR, um EMPREENDEDOR e um INVESTIDOR de SCs. Está claro que todos aportam capital para um dado empreendimento, mas as finalidades de cada agente em seu respectivo aporte são distintas.

Conforme observa ASSAF NETO (2008), o FINANCIADOR é aquele que concede um empréstimo e visa obter o retorno sobre esse capital através de uma taxa fixa, os juros sobre o capital concedido. Constituem-se, portanto, nos bancos em geral. Não há interesse específico em que o empreendimento tenha o maior retorno possível; almeja-se a que o SC apresente sucesso suficiente para honrar os compromissos da dívida assumida. O FINANCIADOR não está, portanto, necessariamente envolvido com aspectos intrínsecos ao desenvolvimento do projeto, uma vez que seu retorno já está, em tese, assegurado e prefixado pelo valor dos juros. O EMPREENDEDOR, por sua vez, participa do empreendimento com vistas a desenvolver o projeto e a auferir retorno sobre ele, na proporção da participação que lhe couber. Esse agente está, assim, intrinsecamente envolvido na concepção e na administração do projeto, e é responsável por estabelecer sua estrutura de capital e aglutinar os recursos de *funding* competentes, além de coordenar e encampar os aspectos técnicos necessários. Este, sim, pode apresentar influência determinante sobre aspectos financeiros, estratégicos e técnicos do empreendimento, e está interessado no maior retorno possível para o mesmo. São,

---

<sup>1</sup>A bem da verdade, deve-se observar que IPOs e investimentos estrangeiros constituem, essencialmente, em recursos próprios das empresas, tanto nacionais, agora com capital aberto, quanto internacionais, por meio de aportes nas empresas abertas ou diretamente nos investimentos. Parece não haver, em princípio, diferença em relação ao investimento próprio puro, já comentado anteriormente, mas a ênfase dada aqui é devida o volume elevado e historicamente expressivo gerado por essas fontes, que deve, então, ser considerado à parte, mesmo porque esse novo volume, juntamente com outros fatores micro e macroeconômicos, alçou o setor de shoppings a um período de notável crescimento.

tipicamente, as empresas e os empresários, geralmente do setor de construção civil. O FINANCIADOR e o EMPREENDEDOR, bem como seus movimentos financeiros e suas realizações no segmento de SCs, são os focos principais desse trabalho. Já o INVESTIDOR aporta capital no empreendimento com vistas a obter uma participação do negócio, estando seu retorno balizado pelo retorno do próprio investimento, e sendo, por isso, variável. Esse agente geralmente adentra o empreendimento durante a fase operacional, e não está, portanto, dentro do escopo da pesquisa. Os INVESTIDORES constituem, geralmente, os Fundos de Investimento Imobiliário, os fundos de pensão e os Fundos de Investimento em Participações (apesar de, até o momento desta pesquisa, ainda não haver nenhum FIP que possua investimentos em SCs), além das próprias empresas e empresários do setor.

Na seção subsequente, a análise será apresentada, inicialmente, através da ótica do EMPREENDEDOR. Dessa maneira, para as principais empresas (ou grupos de empresas) que atuam no setor, são apresentados [i] um breve histórico, que compreende a evolução da empresa, de sua atuação e da estrutura de capital (mudança de donos, compra por agentes estrangeiros, oferta em bolsas etc), com vistas a caracterizar, com o detalhamento suficiente e a concisão necessária, a forma e os meios pelos quais as empresas tem encampado seus empreendimentos, e [ii] uma listagem de alguns dos recentes investimentos de cada empresa, visando ilustrar, por um lado, como se dão as associações para implantações, e por outro, como são realizadas as expansões e revitalizações de SCs. Num segundo olhar, o texto tratará dos FINANCIADORES de maneira específica e focada na fonte que tem exercido influência determinante sobre os investimentos do setor nos últimos anos, qual seja, o BNDES. Dentro do espectro de atuação do BNDES, serão elencados [i] os produtos de financiamento oferecidos pelo Banco, suas vantagens, regulamentações e aplicações específicas, e será analisada [ii] a evolução dos empréstimos concedidos por tais produtos, relacionando-a ao ambiente econômico e à vocação desenvolvimentista própria do BNDES.

### 3. OS AGENTES FINANCIADORES

#### 3.1. Investimento Próprio

Imerso no cenário brasileiro de escassez de crédito em função da baixa poupança interna (ASSAF NETO, 2008), o investimento na construção de SCs ainda é determinantemente encampado pelas empresas e pelos empresários, isto é, o financiamento de boa parte das somas envolvidas em shoppings é realizado com capital próprio dos supracitados EMPREENDEDORES.<sup>2</sup>

O traçado do perfil histórico desse veículo de *funding* passa, portanto, pela própria evolução das empresas do setor ao longo das últimas décadas, até os últimos eventos (IPOs, aquisições e participações por parte de empresas e de fundos estrangeiros) no setor. Assim, os principais agentes, internos e externos, os principais números e fatos relevantes do setor nos últimos anos estão descritos a seguir. Para cada empresa, são apresentados um pequeno resumo de sua história, no qual constam os principais investimentos da empresa ao longo de sua existência, e, para algumas empresas (especialmente as de capital aberto, que passaram a ter mais transparência), e uma tabela, com um compêndio dos investimentos da empresa no período de 2007 até o junho de 2010, que corresponde justamente ao período de abertura de

---

<sup>2</sup>Deve ficar claro que, geralmente, quando usados pelo Direito Societário, os termos investidor e empreendedor assumem conotações particulares e específicas. O primeiro remete àquele que apenas investe capital no desenvolvimento de um projeto de investimento, enquanto o empreendedor, além de aportar capital, está necessária e intimamente envolvido com a concepção e com o desenvolvimento do projeto, produto ou empreendimento em si. Para os fins deste texto, deve ficar latente, entretanto, que o foco do trabalho é sempre o EMPREENDEDOR que está implantando um investimento, o SC.

capital das empresas, quando as informações passaram a ter maior detalhamento e mais fácil acessibilidade. Ainda assim, nem todas as informações são homogeneamente distribuídas, muitas vezes sob o pretexto das empresas de manter “segredos de estratégia empresarial”, o que culmina em algumas lacunas nas tabelas apresentadas.

Os valores apresentados são nominais, ou seja, não estão corrigidos por qualquer índice geral de preço, o que, no entanto, não acarreta distorções notáveis, já que o período de análise compreende um passado recente que se inicia em 2007. A maior parte das informações das tabelas foi encontrada nos *releases* para imprensa nos sites das companhias e/ou da BOVESPA. Alguns dados e fatos históricos foram obtidos do VALOR ANÁLISE SETORIAL, e outros ainda, junto à grande mídia.

### **Iguatemi Empresa de Shopping Centers (IESC) S. A.**

A origem da IESC está no próprio desenvolvimento do Grupo Jereissati, do qual a empresa se origina. O Grupo, tendo se originado no início do século XX, atuou primeiramente no setor têxtil, depois no imobiliário, através da Companhia Imobiliária Jereissati em 1946, e no metalúrgico, com a compra da Metalúrgica La Fonte. Atualmente, as atividades do grupo estão concentradas na holding La Fonte Participações, ainda hoje uma das principais acionárias da IESC.

O grupo entrou no ramo dos SCs em 1974, quando empreendeu a construção do SC Um, em Fortaleza, e tornou-se um ícone do setor quando, em 1979, passou a administrar o Iguatemi São Paulo, construído em 1966. O surgimento da IESC se deu logo após esse marco, em 1980, quando, então, a empresa passou a atuar em várias atividades relacionadas aos shoppings. A empresa administra shoppings próprios e de terceiros e tem investido pesadamente em novos empreendimentos, como mostra a Tab.1.

A abertura de capital da empresa, em 2007, forneceu 548,7 milhões de reais, em valores nominais. Segundo CARDIA, MALQUET e AMBROZINI (2007), 20% desse capital seriam destinados ao empreendimento de novos shoppings e 30% seriam destinados a expansões de SCs do portfólio da empresa. O restante foi para aquisições de participações em shoppings operantes e para capital de giro interno da empresa. Em 2008, segundo o VALOR SETORIAL MERCADO IMOBILIÁRIO (2008), os investimentos teriam sido de 50 milhões em expansões e 200 milhões em novos projetos.

Atualmente, a empresa é detentora de uma ABL própria de 208 mil m<sup>2</sup>, correspondendo a 2,25% da ABL total de shoppings do País estimada pela ABRASCE.

Tabela 1 - Investimentos em shoppings da Iguatemi Empresa de Shopping Centers S. A.

	Descrição	ABL (em mil m <sup>2</sup> )	Data de inauguração	Recursos demandados (em milhões de reais)	Agentes financiadores	Participação
Implantação	Iguatemi JK		março de 2007*	200,0	IESC	50,0%
					WTorre Empreendimentos Imobiliários S. A.	50,0%
Implantação	Iguatemi Florianópolis	20,0	abril de 2007		IESC	20,0%
Implantação	Shopping em Ribeirão Preto	32,5	maio de 2008*	123,0	IESC	88,0%
					Condomínio Residencial Vila do Golfe S/C	12,0%
Implantação	Shopping em Jundiá	30,0	julho de 2008*	112,2	IESC	79,0%
					Grupo F. A. Oliva	21,0%
Implantação	Shopping em São José do Rio Preto	34,6	fevereiro de 2010*	135,1	IESC	88,0%
					Proprietário do terreno	12,0%
					IESC	45,0%
Implantação	Iguatemi Brasília	33,8	março de 2010	182,0	Paulo Octávio investimentos Imobiliários Ltda.	25,4%
					ABN Amro Real S/A (financiamento)	29,6%
Expansão	Shopping Center Galleria	8,2	março de 2010	30,4	IESC	
					IESC	78,0%
Implantação	Iguatemi Alphaville				BNDES (financiamento)	
					Y. Takaoka Empreendimentos	
					JAG Participação e Desenvolvimento	

fontes: [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br), [www.iguatemi.com.br](http://www.iguatemi.com.br).

\*data da informação

**BR Malls Participações S. A.**

A BR Malls nasceu quando a GP Investments, empresa de *private equity* que levanta recursos para investir na América Latina, e a Equity International, fundo global de investimento em real estate do investidor Sam Zell, compraram a Ecisa, a Dacom e a Egec, que, reunidas, compuseram a BR Malls.

A Ecisa atuou no planejamento e exploração de SCs desde 1971, com a inauguração do Conjunto Nacional Brasília. Na época da compra pela GP e pela EI, a Ecisa possuía participações em sete shoppings, e foi responsável, ao longo de sua história, pelo empreendimento e investimento desses SCs. A Dacom era uma empresa especializada em comercialização de espaços dentro de shoppings, e a Egec era uma administradora de shoppings.

A BR Malls possui 488 mil m<sup>2</sup> de ABL própria, correspondendo a 5,25% da ABL total do País, com dados da ABRASCE.



Tabela 2 - Investimentos em shoppings da BR Malls S. A.

	Descrição	ABL (em mil m <sup>2</sup> )	Data de inauguração	Recursos demandados (em milhões de reais)	Agentes financiadores	Participação
Implantação	Shopping Mooca	38,0	julho de 2007*	129	BR Malls	60,0%
					BR Malls	74,4%
Expansão	Norte Shopping	2,2	outubro de 2007		Cyrela Chile Empreendimentos Imobiliários Ltda	25,6%
					Guararapes Confecções S/A	
Implantação	Independência Shopping	25,0	abril de 2008	100	BR Malls	8,0%
Expansão	Iguatemi Caxias do Sul	17,2	abril de 2009	25	BR Malls	
Implantação	Shopping Granja Vianna	25,0	junho de 2009	82	BR Malls	60,0%
Expansão	Norte Shopping	1,1	setembro de 2009	14,8	BR Malls	74,4%
Expansão	West Shopping	9,6	julho de 2010		BR Malls	30,0%
					BR Malls	60,0%
Implantação	Shopping Estação BH	35,5	abril de 2012		Cyrela Commercial Properties S. A.	40,0%
Expansão	Shopping Goiânia	7,3		32	BR Malls	

fontes: [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br), [www.brmalls.com.br/main.asp](http://www.brmalls.com.br/main.asp)

\*data da informação

### Multiplan Empreendimentos Imobiliários S. A.

A Multiplan Empreendimentos Imobiliários é, em verdade, uma holding que reúne oito empresas, atuando no setor shoppings, edifícios residenciais e comerciais. Apesar disso, o carro-chefe de suas operações está no segmento de SCs, possuindo empresa especializada em administração de shoppings (a Renasce), em comercialização de lojas (a CAA) e de espaços para merchandising (a CAA Merchandising).

Sua atividade se iniciou em 1979, quando da inauguração do empreendimento BH Shopping, em Belo Horizonte. Despontando como grande empreendedora de SCs, na década de 1980 a empresa inaugurou o RibeirãoShopping, em Ribeirão Preto, o BarraShopping, no Rio de Janeiro, o MorumbiShopping em São Paulo e o ParkShopping em Brasília. Na década seguinte, os destaques ficaram com o DiamondMall, no Rio de Janeiro, e com o Shopping Anália Franco, em São Paulo. Nos anos 2000, a Multiplan lançou o ParkShoppingBarigui, em Curitiba, o ParkShoppingSãoCaetano, em São Caetano do Sul, e o Shopping Vila Olímpia, em São Paulo.

A Multiplan é, pois, presença marcante na história do desenvolvimento de shoppings no País. Passou a ter investidores estrangeiros quando o Ontario Teachers Pension Plan, fundo de pensão canadense, comprou participação na empresa. A empresa fez uma IPO em 2007, captando 924,5 milhões de reais, dos quais 73% eram capital estrangeiro. O dinheiro foi investido em aquisições de outros shoppings operantes e em alguns projetos greenfield da empresa.

A Multiplan possui 550 mil m<sup>2</sup> de ABL própria, ou 5,91% da ABL brasileira.

Tabela 3 - Investimentos em shoppings da Multiplan Empreendimentos Imobiliários S. A.

	Descrição	ABL (em mil m <sup>2</sup> )	Data de inauguração	Recursos demandados (em milhões de reais)	Agentes financiadores	Participação
Expansão	ParkShoppingBrasília	10,5	novembro de 2007		Multiplan	100,0%
Expansão	ParkShopping Brasília	3,0	outubro de 2008		Multiplan	60,0%
Implantação	BarraShoppingSul	68,3	novembro de 2008		Multiplan	100,0%
Expansão	RibeirãoShopping	6,9	novembro de 2008		Multiplan	76,2%
Expansão	RibeirãoShopping	8,2	novembro de 2008	23,2	Multiplan	76,2%
Expansão	ParkShopping Barigüi	1,5	dezembro de 2008		Multiplan	100,0%
Expansão	Shopping Anália Franco	11,8	abril de 2009	43,0	Multiplan	30,0%
Expansão	ParkShopping Brasília	8,4	outubro de 2009	85,3	Multiplan	62,5%
Implantação	Shopping Vila Olímpia	28,1	novembro de 2009	232,0	Multiplan	30,0%
Expansão	ParkShopping Barigüi	8,6	maio de 2010	42,0	Multiplan	100,0%
Implantação	ParkShopping São Caetano	38,9	novembro de 2011	260,0	Multiplan	100,0%
Implantação	VillageMall	25,6	maio de 2012*	350,0	Multiplan	100,0%
Implantação	JundiaíShopping	35,4	setembro de 2012*	240,0	Multiplan	100,0%
Implantação	Shopping LagoSul	26,0	segundo semestre de 2010*		Multiplan	
Implantação	Shopping Maceió	36,0	segundo semestre de 2010*		Multiplan Aliansce	

fontes: [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br), [www.multiplan.com.br](http://www.multiplan.com.br)

\*previsão

### General Shopping Brasil S.A.

A origem da General Shoppings remonta ao fim da década de 1980, época em que as grandes lojas de departamento entraram em declínio e cujos espaços físicos deram lugar a novos empreendimentos e novos tipos de lojas dentro de shoppings. O primeiro shopping da empresa teve sua inauguração dentro desse contexto: o Poli Shopping, em Guarulhos, aberto em 1989, surgiu justamente como o viés de reposicionamento de uma antiga loja de departamentos.

O desenvolvimento da empresa levou-a a inaugurar o Internacional Shopping Guarulhos, em 1998, e o Auto Shopping, em 2006, na mesma cidade.

A abertura de capital da empresa em 2007 levou-a a captar 287 milhões de reais no mercado financeiro, dos quais 72% eram capital estrangeiro. A captação foi utilizada principalmente para a aquisição de participações em empreendimentos já operantes em outras regiões do território nacional. Na sequência, a empresa empreendeu a construção do Outlet Premium São Paulo e de algumas expansões, no SuzanoShopping e no Internacional Shopping Guarulhos. A empresa é detentora de 190 mil m<sup>2</sup> de ABL própria, ou 2,04% do total.

### Aliansce Shopping Centers S. A.

A Aliance nasceu, em 2004, de uma joint venture entre a Nacional Iguatemi, empresa com mais de 30 anos de tradição no setor de SCs, e a General Growth Propertier (GGP), fundo de investimento americano (um REIT, sigla para *Real Estate Investment Trust*) que investe em SCs regionais nos Estados Unidos.

A Nacional Iguatemi nasceu juntamente com o empreendimento do Iguatemi Salvador. Desde então, a empresa vem atuando como investidora de SCs pela compra de participação em empreendimentos operantes. A empresa ainda possui participação em alguns shoppings do Nordeste, do Rio de Janeiro e do Rio Grande do Sul.

Desde sua constituição, a Aliance tem atuado, em grande escala, na gestão e na comercialização de shoppings de terceiros, sendo, portanto, grande prestadora de serviços. Além disso, boa parte da atuação da empresa tem sido no sentido de comprar participação em negócios. A vocação empreendedora se iniciou em 2007, pela inauguração do BanguShopping, em Bangu, e do Santana Parque Shopping, em São Paulo. Em 2008, a empresa inaugurou o Caxias Shopping, em Duque de Caxias, e as expansões do Shopping Taboão e do Shopping Grande Rio. Em 2009, a empresa inaugurou o Boulevard Shopping Brasília e o Boulevard Shopping Belém. Em 2010, a empresa realizou uma oferta pública inicial (IPO) de suas ações na BOVESPA.

A ABL própria da empresa é de 226 mil m<sup>2</sup>, ou 2,43% do total brasileiro.

### **Sonae Sierra Brasil Ltda.**

A história da Sonae Sierra Brasil começa no ano 2000: a construtora brasileira Enplanta Engenharia Ltda., responsável, ao longo dos anos 90, pelo empreendimento do Shopping Center Penha (São Paulo), Franca Shopping, Pátio Brasil e Tivoli Shopping, além de ampliação do Shopping Metrópole (São Bernardo do Campo), realizou uma *joint venture* com a portuguesa Sonae Sierra, dando origem à sociedade Sonae Enplanta. Esta empreendeu, no período que vai de 2000 a 2006, o Parque Dom Pedro Shopping (Campinas), o Shopping Boa Vista e o Shopping Campo Limpo (São Paulo). Em 2006, a Sonae Enplanta fez mais uma *joint venture*, dessa vez com a americana Developers Diversified Realty (DDR), um fundo de investimentos americano, passando a se chamar Sonae Sierra Brasil Ltda., sendo, portanto, de propriedade da Enplanta, da Sonae Sierra portuguesa e da DDR.

Apesar de não ser negociada em bolsa, a empresa é uma grande agente do setor, possuindo 364 mil m<sup>2</sup> de ABL, ou 3,91% da ABL do mercado.

Tabela 4 – Investimentos em shoppings da Sonae Sierra Brasil Ltda.

	Descrição	ABL (em mil m <sup>2</sup> )	Data de inauguração	Recursos demandados (em milhões de reais)	Agentes financiadores	Participação
Implantação	Boulevard Londrina Shopping	35,5	março de 2008*	135	Sonae Sierra Brasil, Marco Zero	100%
Implantação	Passeio das Águas	78,5	agosto de 2008*	300	Sonae Sierra Brasil	100%
Expansão	Parque D. Pedro Shopping	5,4	janeiro de 2010*	23,6	Sonae Sierra Brasil	
Implantação	Uberlândia Shopping	37,6	fevereiro de 2010*	160	Sonae Sierra Brasil	100%
Implantação	Manauara Shopping	47	abril de 2009	260	Sonae Sierra Brasil	100%

fonte: [www.sonaesierra.com](http://www.sonaesierra.com)

\*data da informação

### JHSF Participações S. A.

A JHSF Shoppings, braço da JHSF Participações que atua no empreendimento de SCs, iniciou o empreendimento de shoppings em 2001, ao lançar o shopping Metrô Santa Cruz. A empresa segue a linha de inserir SCs em seus empreendimentos de uso múltiplo, ou de integrá-los totalmente a estações de metrô, como também fará com o shopping Metrô Tucuruvi.

### SOGIM

A Sociedade de Gestão de Investimentos Imobiliários (SOGIM) é o braço brasileiro da empresa portuguesa SCG Imobiliária S. A. A empresa atua em vários segmentos do setor imobiliário brasileiro (comercial, residencial, corporativo) junto com a PARGIM, responsável por investir e aportar capital nos shoppings que a SOGIM empreende. Ao longo de sua história, foi responsável por empreender o Boulevard Campina Grande (hoje Iguatemi Campina Grande), o Caxias Shopping (Duque de Caxias), o Shopping Villa-Lobos (São Paulo) e o Shopping Taboão (Taboão da Serra)

### Grupo JCPM

O grupo nordestino, fundado há mais de 70 anos e com atuação em diversos segmentos da economia, entrou no ramo de shopping centers com a construção do shopping Tacaruna, em Recife (PE), em 1997. Depois disso, o grupo ainda comprou participações em outros três shoppings nordestinos: Jardins (Aracaju, SE), SC Recife, Plaza Shopping Casa Forte (Recife). Além disso, o grupo ainda comprou participação no shopping paulistano Villa-Lobos e empreendeu a construção do Salvador Shopping.

### Brookfield Brasil Shopping Center (Brascan)

A Brookfield Brasil atua no País desde 1899, estando presente em vários setores da economia: energético, florestal, financeiro e outros. É uma subsidiária integral da empresa canadense Brookfield Asset Management Inc., gestora de ativos que atua na América do Norte, América do Sul, Europa e Austrália.

No Brasil, a atuação no setor imobiliário se iniciou no fim da década de 1970, sob a denominação de Brascan Imobiliária S. A., adentrando o ramo de SCs em 1980, quando a empresa comprou participação no shopping Rio Sul, no Rio de Janeiro. A vocação de empreendedora de SCs se iniciou quando do lançamento do Madureira Shopping, também no

Rio de Janeiro, inaugurado em 1989. Além desse, a empresa também foi responsável pela implantação do SC Paço do Ouvidor, do Brascan Open Mall (São Paulo) e do Bay Market (Niterói, RJ).

Em 2006, os setores de Incorporações e de SCs se separaram. Foi constituída uma empresa independente e um fundo de *private equity* ligado a ela, o BBREP (Brookfield Brazil Real Estate Partners), que é, em verdade, o grande detentor do portfólio de shoppings da empresa. A Brookfield responde por 25% dos investimentos do fundo (informação de 2008). Os investimentos diretos da empresa em shoppings são mínimos, e realizados de maneira apenas adicional e complementar aos do fundo. O BBREP passou a atuar como grande investidor de SCs pela compra, ao longo dos anos de 2006 e 2007, de participações em vários projetos operantes. Em 2009, toda a empresa brasileira mudou de nome: passou-se a designar por Brookfield Brasil a subsidiária da matriz norte-americana e por Brookfield Brasil Shopping Centers a empresa e fundo de SCs brasileiros.

Na área de desenvolvimento de projetos *greenfield* nos últimos anos, a atuação esteve pautada pelo empreendimento do Shopping Vila Olímpia, em São Paulo, também pertencente à Multiplan, do Open Mall Green Valley, em Barueri, e do Shopping Pátio Mogi, em Mogi Mirim.

### **Ancar Ivanhoe**

Inicialmente denominada Ancar, a empresa da família Andrade de Carvalho tem origem no banco Andrade Arnaud. Iniciou suas atividades em SCs em 1972, com a aquisição de fatia do Conjunto Nacional de Brasília. Na continuidade dos investimentos, a Ancar foi responsável pelo empreendimento dos primeiros SCs das regiões Nordeste e Sul, respectivamente os shoppings, respectivamente o SC Recife e o Iguatemi Porto Alegre. Além disso, em 1995, a empresa fundou o Nova América Outlet Shopping, no Rio de Janeiro.

Em 1999 foi aberta a Ancar Gestão, grande braço da empresa que passou a atuar na administração de empreendimentos operantes. Desde então, a Ancar tem atuado principalmente na área de gestão, além de ter investido na compra de alguns shoppings e empresas do setor, tendo relegado, em algum nível, sua posição de empreendedora de novos projetos e expansões.

Em 2006, a Ancar associou-se à Ivanhoe Cambridge, empresa canadense com atuação de peso no setor de SCs na América do Norte, Europa, Ásia e no Brasil, por meio da Ancar Ivanhoe.

### **3.2. BNDES**

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social tem se consolidado no País como um relevante agente FINANCIADOR de expressiva parte dos empreendimentos em SCs nos anos recentes. Apresenta a particularidade de investir em SCs visando, além de empreender a edificação em si, desenvolver e valorizar a região no entorno do futuro SC (BNDES 2007 e MONETTI, 2008), justamente por tratar-se de um banco federal de desenvolvimento. Fundado em 1952, o banco passou a investir em SCs apenas a partir de 1995, quando o setor de varejo apresentava grande expectativa de crescimento, especialmente pelo advento do plano real, que redundou no aumento do consumo interno do País. As atratividades para financiar o segmento também incluíam a possibilidade de praticar juros mais elevados que a média dos praticados pelo BNDES, dado o alto retorno dos SCs na época, e, pelo viés do desenvolvimento regional, havia também a perspectiva de criação de empregos, numa relação *financiamento (em reais)/emprego gerado* vantajosa na comparação com o financiamento de outros setores (BNDES 2003, BNDES 2007).

### 3.2.1. Os produtos e as regulamentações

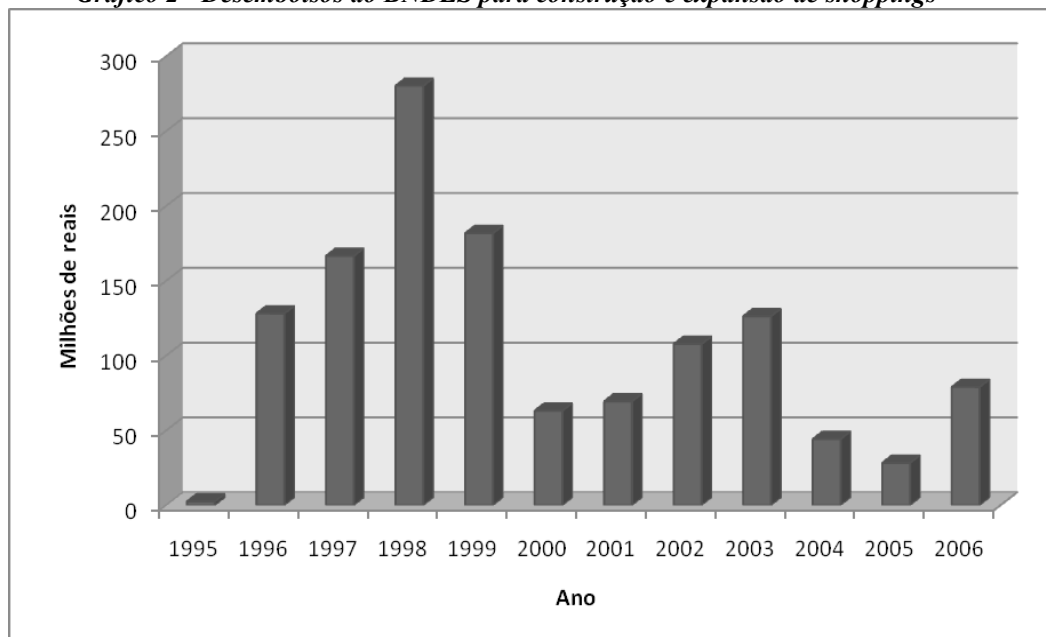
O aporte de capitais pelo BNDES é feito pela solicitação de algum dos dois produtos disponíveis para financiamento de SCs (não somente para shoppings, mas para estes, dentre outros): o BNDES Finem e o BNDES Automático.

O BNDES Finem consiste na concessão de crédito a partir de R\$10 milhões para construção, modernização e reforma de ativos fixos (ou imobilizados, caso dessa pesquisa), para o setor de comércio e serviços, no qual se inclui o segmento de SC. As normas, as condicionantes e o custo do empréstimo variam, e são regidos por alguma das várias linhas de financiamento existentes. A linha que contempla o crédito a SCs é “Comércio e Demais Segmentos de Serviços”, que engloba também os empreendimentos em hotéis e no setor de comunicação. Um atributo de sumária importância do financiamento oferecido pelo BNDES é o prazo de pagamento, que pode ser de 7 a 8 anos, com 2 anos de carência. Esse prazo longo é bastante propício para investimentos de base imobiliária, como os SCs, que possuem um *pay-back* longo. Além disso, o prazo de carência tende a atender o período de estabilização desses empreendimentos, que geralmente vai de dois a três anos, quando o shopping ainda está se sedimentando em sua região e está, progressivamente, revertendo para si os hábitos de consumo da população de sua região de influência.

O BNDES Automático concede empréstimos de até R\$ 10 milhões. Somente é realizado via apoio indireto. Como o BNDES Finem, também possui várias linhas de financiamento, que, no caso do BNDES Automático, se ajustam às condições específicas da empresa e do porte dela para conceder o benefício, bem como à especificidade de o investimento ser para aquisição de máquinas (ou aumento da capacidade produtiva), projetos de investimento e capital de giro. Como os valores dos financiamento desse produto são menores, a maior parte deles é alocada para expansões e não necessariamente para implantações da base física.

### 3.2.1. Os desembolsos do BNDES

A evolução dos desembolsos do BNDES está intrinsecamente associada ao desempenho do setor de comércio varejista no cenário econômico brasileiro. O próprio início dos desembolsos para o segmento ocorreu justamente quando se constatou o sucesso do Plano Real, que trouxe em sua esteira o aumento do consumo interno e, por conseguinte, a expansão em larga escala do comércio varejista. De 1995 até hoje, os números de desembolsos do BNDES também vêm acompanhando os reveses e as benesses pelos quais o segmento passou ao longo dos anos, ilustrados no Gráf.2.

**Gráfico 2 - Desembolsos do BNDES para construção e expansão de shoppings**

fontes: BNDES 2003 e BNDES 2007

A análise da evolução no Gráf.2 permite o detalhamento dos aumentos e das quedas dos valores, de acordo com a condição macroeconômica do País. Os grandes avanços observados até 1998 sofrem forte queda, culminando num mínimo local em 2000, quando se observou que o comércio seria negativamente influenciado por condições macroeconômicas desfavoráveis. Assim, o BNDES, além de diminuir as taxas juros para os empréstimos, cortou linhas de subcrédito acelerado do Automático (BNDES 2003), antes disponíveis para implantação de SCs, o que explica a queda abrupta no valor dos desembolsos no ano 2000. O segmento volta a captar mais recursos do BNDES, entretanto, já a partir de 2001, com valores crescentes no período que vai até 2003. Esta evolução aconteceu em meio a diversas conturbações, à crise energética experimentada pelo País em 2001, à crise internacional iniciada com o 11 de setembro de 2001 e à instabilidade sucessória nas eleições de 2002 no Brasil. Já a queda brusca verificada nos anos de 2004 e 2005, na contramão do crescimento do PIB de 5,7% e 2,9% (IBGE), respectivamente, pode ser explicada pelo fechamento da linha BNDES Automático em boa parte desse período (BNDES 2007) e também pelas condições adversas a investimentos imobiliários em 2004, como, por exemplo, os juros oficiais (Selic) ainda muito elevados naquele ano.

Ainda que com toda essa oscilação em virtude de variáveis macroeconômicas, o financiamento do BNDES foi fundamental para a implantação de grande parte da ABL do País construída no período compreendido pela pesquisa. A informação dada pelo BNDES 2007 é que, até 2006, o Banco havia financiado, entre áreas de implantação e de expansão, 1,06 milhão de metros quadrados de ABL, o que correspondia, na época, a 14% da ABL instalada no País.

### 3.3. Fundos de pensão e FIIs

Os fundos de pensão passaram a constituir importantes agentes do mercado de SCs a partir de 1978, quando, como já foi comentado, o investimento mínimo desses fundos em imóveis passou a ser regulado em no mínimo 40%, sendo diminuído para 14% em 1994 e 4% em 2004. Desse percentual destinado a imóveis, uma fração ainda menor é encaminhada ao investimento em SCs, uma vez que os fundos ainda investem em escritórios corporativos, galpões, facilidades

industriais etc. Do montante encaminhado a SCs, tem-se observado a preferência pela compra de participação em SCs prontos, ou seja, pelo investimento puro em empreendimentos já operantes e já consolidados, geradores de resultados operacionais que asseguram o retorno dos fundos. Assim, a aplicação de recursos especificamente na implantação ou na expansão de bases físicas de shoppings, de acordo com o que foi apurado, tem sido dispersa e esporádica, não havendo uma sistemática de aportes com essa finalidade. Os movimentos de recursos tem sido expressivos e determinantes para a indústria, mas no sentido de INVESTIDORES, já durante o ciclo operacional do imóvel. As mesmas observações são válidas para os FIIs. São nove os FIIs negociados no mercado secundário lastreados em SCs, e, em todos os casos, os FIIs foram constituídos após a inauguração do empreendimento, constituindo-se em instrumentos de investimento em SCs operacionais, e não em financiamento de suas implantações e/ou expansões. Assim, como já explicado anteriormente, esses recursos não serão contabilizados e não entrarão em análise por este artigo.

#### 4. ANÁLISE CRÍTICA DOS DADOS

O desenvolvimento do texto confirmou um resultado antevisto e já esperado: o financiamento da implantação de shoppings foi, e ainda é, sumariamente encampado por recursos próprios dos empreendedores e por bancos, ao longo da história do setor. Os fundos de pensão chegaram a atuar na construção de shoppings, mas suas atividades no setor estiveram historicamente relacionadas à exploração operacional de SCs, pela compra de fatias de empreendimentos em plena operação e aferição do resultado operacional competente. Os FIIs lastreados em shoppings possuem a mesma característica, ou seja, a de exploradores de shoppings em funcionamento, com vistas a distribuir os resultados operacionais aos cotistas. Tais fundos constituem grandes e importantes veículos de investimento em SCs tanto para o público quanto o mercado de shoppings em geral, mas não apresentam uma rotina de investimentos em implantações de novos SCs.

A pesquisa elucidou, portanto, quais os principais vetores de evolução dos empreendedores e dos bancos, ao longo dos últimos anos. De um lado, empresas e fundos estrangeiros se associaram a empresas nacionais para constituir novas empresas e/ou empreendimentos. Os mesmos agentes externos também compraram ações de empresas nacionais do setor que abriram capital. Do lado dos bancos, junto ao tradicional financiamento dos bancos comerciais e públicos, surgiu a figura de um poderoso banco de desenvolvimento, o BNDES, que financiou boa parte das expansões, sendo responsável por expressiva fração da ABL brasileira.

Decorre, de tudo o que foi exposto, que a análise do investimento na implantação de SCs está bastante atrelada à análise dos investimentos da empresa envolvida em seu desenvolvimento, visto que é essa mesma empresa que irá contrair o financiamento com os bancos, sejam eles comerciais, públicos ou de desenvolvimento. Assim, guardadas as diferenças entre investir e financiar um imóvel (no caso, o SC) e uma empresa (empreendedora do SC), a pesquisa conclui por um novo viés passível de estudo, tanto do investimento quanto do financiamento de SCs, que é a própria análise da empresa, já englobando, pois, em sua estrutura de capital, os recursos próprios e os recursos de terceiros. Tal viés de estudo pode, inclusive, vir a agregar volume numérico e sistemáticas consagradas de análise de empresas e empreendimentos.

#### 5. BIBLIOGRAFIA

ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. 2008. Editora Atlas. São Paulo.  
BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. *O segmento de Shopping Centers no Brasil e o BNDES*. 2003. p.171-186. BNDES Setorial, n.17. Rio de Janeiro.



BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. *Setor de Shopping Center no Brasil: Evolução Recente e Perspectivas*. 2007. p.139-190. BNDES Setorial, n.26. Rio de Janeiro.

CARDIA, P. G.; MALQUET, G. O. e AMBROZINI, M. A. *Abertura de Capital das Empresas Brasileiras: Onde Foram Aplicados os Recursos Captados na Bolsa? X SemeAD FEA/USP*. 2007. São Paulo.

GREGÓRIO, Carolina A. G. e SILVA, Elisabeth N. *Análise da Evolução e Dinâmica das Adequações de Shopping Centers na Cidade de São Paulo*. 2006. 120p. Trabalho de Conclusão de Curso – Mestrado em Real Estate. Disponível em [www.realestate.br](http://www.realestate.br). Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo.

GREGÓRIO, Carolina A. G., ROCHA LIMA, João da e SILVA, Elisabeth N. *Análise do Comportamento do Mercado dos Shopping Centers Regionais na Cidade de São Paulo: Ênfase na Dinâmica das Adequações*. 2009. 9ª Conferência Internacional da LARES. Disponível em [www.realestate.br](http://www.realestate.br). Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo.

MONETTI, Eliane. *Nota Técnica: edificações comerciais, de turismo e de lazer*. Projeto PIB/BNDES. Perspectiva de Investimento no Brasil. 2008. UFRJ/UNICAMP. São Paulo. Acesso restrito.

PINHEIRO, R. P.; PAIXÃO, L.A. e CHEDEAK, J. C. S. *Regulamentação dos Investimentos nos Fundos de Pensão: Evolução Histórica, Tendências Recentes e Desafios Regulatórios*. 2005. Ministério da Previdência.

REVISTA CONSTRUÇÃO MERCADO. *Capital aberto, vida nova*. Editora Pini. Abril de 2008. São Paulo.

REVISTA VIDA IMOBILIÁRIA. *Shopping Centers: mercado com muito campo para crescer*. Setembro de 2009. p.22-60. n.09. São Paulo.

VALOR ANÁLISE SETORIAL. *A indústria de Shopping Centers*. 2006. 175p. São Paulo.

VALOR ESPECIAL INFRAESTRUTURA. *Investimentos em marcha*. 2010. São Paulo.

VALOR SETORIAL MERCADO IMOBILIÁRIO. *Expansão Vigorosa*. 2008. São Paulo.

Consulta aos fatos relevantes e comunicados ao mercado, no período de março a julho de 2010:

[www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)

[www.multiplan.com.br](http://www.multiplan.com.br)

[www.iguatemi.com.br](http://www.iguatemi.com.br)

[www.brmalls.com.br](http://www.brmalls.com.br)

[www.aliانسce.com.br](http://www.aliانسce.com.br)

[www.generalshopping.com.br](http://www.generalshopping.com.br)