



O E-COMMERCE E OS FUNDOS IMOBILIÁRIOS LOGÍSTICOS: ESTRATÉGIAS DE CAPTURA DE RENDAS IMOBILIÁRIAS¹

Daniel Sanfelici²
Maira Magnani³

RESUMO

O volume de recursos direcionados para o mercado imobiliário comercial cresceu rapidamente nos últimos anos com o advento da financeirização. Nesse trabalho, examinamos o processo de financeirização do setor logístico brasileiro, argumentando que esse está relacionado com a atuação de fundos de investimento imobiliário. Procuramos mostrar que esses atores financeiros desenvolveram estratégias de extração de rendas imobiliárias aproveitando-se de dois processos concomitantes: de um lado, a crescente demanda de empresas varejistas por espaços logísticos — acelerada com a pandemia do Covid-19 — e, de outro, da procura dos investidores brasileiros por investimentos tidos como “alternativos”. Concluimos que esses atores possuem critérios particulares de risco e retorno que resultam em investimentos altamente seletivos, tanto em localização, como em características construtivas e de escolha de locatários.

Palavras-chave: Logística, Fundo de investimento imobiliário, Mercado imobiliário, Comércio eletrônico, Financeirização.

ABSTRACT

The amount of resources channeled to the commercial real estate market has grown rapidly in recent years with the rise of financialization. In this paper we analyze the financialization of the Brazilian logistics sector, arguing that it is linked to the operation of real estate investment trusts. We seek to show that these financial players have deployed strategies to extract land rents by taking advantage of two related processes: the growing demand of retail companies for logistic space — accelerated by the Covid-19 pandemic — and the demand of Brazilian investors for so-called 'alternative' investments. We conclude that these players have particular risk and return criteria that result in highly selective investments, both in terms of localization, construction characteristics and selection of tenants.

Key- words: Logistics, Real estate investment trusts, Real estate, E-commerce, Financialization.

INTRODUÇÃO

O crescimento no volume de recursos administrados por investidores institucionais, como fundos de pensão e seguradoras, e por intermediários financeiros, como gestoras

¹ Uma versão mais completa desse artigo será publicada na edição 53 da revista Cadernos Metrópole.

² Professor do Departamento de Geografia e do Programa de Pós-Graduação em Geografia da Universidade Federal Fluminense - UFF, danielsanfelici@gmail.com

³ Mestra pelo Curso de Geografia da Universidade Federal Fluminense - UFF, mairamagnani@uol.com.br



de ativos, tem se acelerado ao longo das últimas décadas, em consonância com mudanças nos sistemas de proteção social e, mais amplamente, no padrão de intervenção do Estado na economia (FRENCH et al., 2011; FROUD et al., 2002; CLARK & MONK, 2017). Nessa conjuntura, novos instrumentos financeiros passam a ser criados utilizando-se da securitização de fluxos de rendimento a partir de ativos reais, incluindo objetos urbanos, como infraestruturas e o imobiliário comercial (LIZIERI, 2009; HALBERT & ATTUYER, 2014; WIJBURG & AALBERS, 2017). Apesar da literatura em estudos urbanos ter estudado com profundidade a expansão da chamada financeirização nos e dos diferentes produtos imobiliários — setor residencial, infraestruturas e imóveis corporativos e comerciais (ver KLINK & BARCELLOS, 2017; AALBERS, 2018) — um produto imobiliário particular tem chamado menos atenção das pesquisas acadêmicas: o setor logístico. Nesse sentido, argumentamos que a financeirização de um objeto urbano em específico — o parque imobiliário logístico brasileiro — decorre da convergência de duas forças principais. Por um lado, sustenta-se que a conjuntura da pandemia mundial do COVID-19, ao impedir a mobilidade de pessoas, fortaleceu o setor varejista na sua modalidade e-commerce, impulsionando o crescimento do complexo logístico-imobiliário brasileiro. Ao mesmo tempo, averiguamos que, pelo lado da oferta, as sucessivas quedas na taxa de juros contribuíram para a procura dos investidores brasileiros — sejam eles grandes investidores institucionais ou pessoas físicas — por investimentos alternativos mais rentáveis, mas ainda assim menos suscetíveis às oscilações do mercado de ações. Assim, argumentamos que os fundos de investimento imobiliário (FIIs) — veículos de investimento coletivo responsáveis pela captação de recursos de investidores dispersos para aplicá-los no mercado imobiliário — ligados ao setor de logística se consolidam, ao mesmo tempo, como indutores da expansão do setor logístico-imobiliário brasileiro e como importante “saída” para os investidores brasileiros.

METODOLOGIA

O setor varejista brasileiro, marcado pela atuação de empresas como Lojas Americanas e Magazine Luiza, passou por um rápido crescimento no último ano. Segundo matéria do jornal Valor Econômico, em 2020 o setor foi responsável por



realizar 16 ofertas públicas iniciais de ações⁴ (IPO, na sigla em inglês), o que movimentou cerca de R\$ 27,3 bilhões. Em apenas 5 meses, a abertura de capital dessas empresas na bolsa de valores do país foi responsável por uma movimentação financeira superior ao que se esperava para o setor para uma década (MATTOS, 2020). Os comércios fechados devido às medidas de segurança, somado à redução das atividades de lazer e trabalho para conter o espraiamento do vírus⁵, fizeram as vendas online atingir um patamar nunca visto anteriormente.

A demanda pela construção de galpões logísticos fortaleceu o desenvolvimento de outra cadeia de valor: a de fundos de investimento imobiliário especializados em ativos de logística. Devido às sucessivas quedas na taxa de juros do país nos últimos anos, os investidores brasileiros têm procurado diversificar suas aplicações no mercado financeiro procurando ativos mais rentáveis do que aqueles indexados ao CDI⁶. Com relação ao segmento logístico, apesar de o setor ainda não ultrapassar os segmentos tradicionais de shopping centers e escritórios, o crescimento de emissões de FII-L em 2020 é sintomático (ver figura 1). Nesse sentido, observe-se que a indústria financeira sinaliza claramente que esse mercado será promissor nos próximos anos. Nas palavras de um gestor de FII: "O mercado logístico segue como uma das principais promessas para investimentos imobiliários em 2021, tanto pelo seu perfil de risco, quanto pelo potencial de valorização de médio e longo prazo." (DIB, 2021).

Unindo a demanda das empresas pelo desenvolvimento de galpões logísticos com a necessidade de ampliar a oferta de produtos de investimento à disposição de investidores, os gestores de fundos de investimento imobiliário dobraram a aposta no setor logístico durante a pandemia. Durante a pandemia, a criação de FIIs especializados

³ As seguintes empresas realizaram ofertas públicas em 2020 (entre as já concluídas e em 1 andamento): empresa Quero-Quero (materiais de construção); D1000 (farmácias); Pague Menos (farmácias); Grupo Soma (varejo de moda); Petz (produtos e serviços para animais de estimação); Track&Field (moda esportiva); Grupo Mateus (varejo alimentar); Companhia Sulamericana de Distribuição (varejo alimentar); Nissei (farmácias); Pernambucanas (varejo de moda, cama, mesa e banho); Tok&Stok (varejo de móveis, decoração e cama, mesa e banho); Kalunga (varejo de material de escritório e papelaria); Havan (loja de departamento); Le biscuit (loja de departamento); Melliuz (empresa de cashback e cupons); Enjoei (plataforma de marketplace).

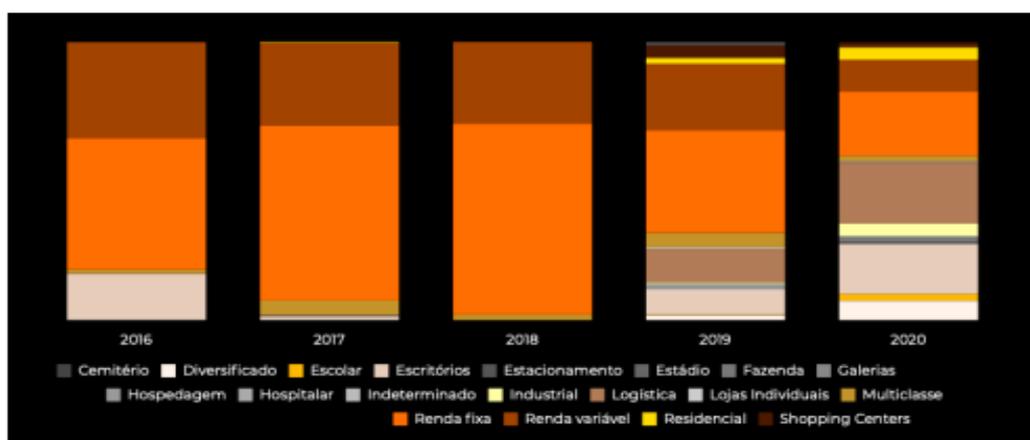
⁴ Em maio de 2020, uma série de medidas para conter a pandemia foi iniciada pelos governos 2 estaduais, como proibição de viagens, suspensão de eventos, shows, aulas e etc. Para as medidas adotadas em cada estado, ver: <https://g1.globo.com/bemestar/coronavirus/noticia/2020/03/15/coronavirus-como-sera-a-segunda-feira-em-cada-estado-apos-medidas-para-conter-apandemia.ghtml>.

⁵ O CDI (Certificado de Depósito Interbancário) é a principal referência (benchmark) de rentabilidade 3 das aplicações de renda fixa. Por refletir o juro médio das transações financeiras interbancárias, a chamada "taxa CDI" indica a taxa básica de juros na economia, sendo, portanto, um dos principais indexadores de diferentes aplicações de renda fixa (títulos do tesouro; letras de crédito imobiliário; letras de crédito do agronegócio e entre outras).



no segmento logístico superou a criação de FIIs atrelados a outros segmentos imobiliários, como o tradicional de lajes corporativas e escritórios e, segundo especialistas do mercado, foi a classe de investimento mais “resiliente” ao cenário de crise econômica (TAUHATA, 2020; COTIAS, 2020; ZONTA D’AVILLA; 2020).

Figura 1: emissões de FII por tipo de segmento imobiliário (2020)



Fonte: Uqbar 2021

Por fim, cumpre observar que o complexo logístico-imobiliário brasileiro aumentou seu estoque de novos parques logísticos em cerca de duas vezes mais do que o registrado em 2019, um acréscimo de 1,1 milhões de m² (CUSHMAN & WAKEFIELD, 2020). Segundo relatório da consultoria imobiliária Cushman & Wakefield (2020), do estoque desenvolvido em 2020, 87% está localizado na região Sudeste, com destaque para o estado de São Paulo, que recebeu 615,5 mil m² e, em particular, o município de Cajamar, que sozinho recebeu 281,1 mil m². Segundo a empresa e também segundo o relatório da Colliers (2020), outra importante consultoria imobiliária brasileira, a maior parte dos empreendimentos logísticos lançados foi ocupada por companhias de varejo que tiveram um aumento de demanda impulsionada pelos seus negócios online (e-commerce). Atualmente, o estoque imobiliário logístico privado brasileiro conta com cerca de 15 milhões de m², sendo que desse total, 9,3 milhões de m² está localizado no estado de São Paulo, seguido do Rio de Janeiro com 2,1 milhões de m².



REFERENCIAL TEÓRICO

Conforme salientado anteriormente, uma série de fatores de ordem estrutural foram responsáveis pela ampliação do complexo logístico-imobiliário brasileiro. Como procuramos desenvolver nesse trabalho, os fundos de investimento imobiliário foram responsáveis por unir a demanda aquecida por imóveis logísticos — proveniente, principalmente, dos grupos varejistas que viram suas atividades de e-commerce acelerarem durante a pandemia — com a procura de investidores por novos produtos financeiros à poupança dos investidores institucionais e individuais brasileiros. A fim de situar esses processos, analisaremos os estudos que tratam da expansão do setor varejista e o impacto dessa expansão para o mercado imobiliário para, em seguida, analisar os estudos que tratam da participação de investidores institucionais no mercado imobiliário comercial e seus impactos para as cidades.

O desenvolvimento do e-commerce é analisado pela literatura como um grande influenciador da demanda por bens imóveis de grandes grupos varejistas. **nota de rodapé)**

Dixon & Marston (2002) acrescentam, ao investigar o setor varejista do Reino Unido, duas outras implicações complementares que tangenciam as mudanças ocorridas no varejo com impactos para o mercado imobiliário. Primeiro, os autores apontam que o padrão de compras “geocêntrico”, estabelecido entre os compradores e vendedores, passa a ser questionado na medida em que os compradores online não precisam mais se dirigir fisicamente ao centro de compras mais próximo de suas residências, bastando apertar um botão de seus computadores para comprar itens. Deste modo, os autores sustentam que os varejistas não precisarão mais investir em lojas próximas a centros comerciais e mais bem localizadas, facilitando o acesso a essas terras mais valorizadas para outros grupos econômicos ligados a outras atividades, como bares e restaurantes. A segunda implicação está relacionada com os critérios de avaliação usados pelos locadores para avaliar seus locatários no momento que o setor varejista passa a adotar ferramentas de e-commerce. Na visão dos autores, os locadores passarão a avaliar não somente as vendas e capacidade de gerar receita para o aluguel, mas igualmente a capacidade que o locatário possui de utilizar plataformas online.

Hesse (2004) dedica-se a analisar o surgimento de um novo setor do mercado imobiliário ligado especificamente ao setor de logística. Para o autor, o surgimento



desse submercado é fruto de um processo acelerado de mudança no setor de logística em que as empresas demandam cada vez mais espaço não somente para estocarem seus produtos, como para distribuí-los. Nesse sentido, o produto imobiliário logístico sofre uma alteração, não sendo mais necessário produzir armazéns de estocagem — que poderiam estar em regiões mais distantes, já que não há a necessidade de distribuir com periodicidade uma grande quantidade de bens — mas sendo, contudo, necessário expandir os centros de distribuição — esses localizados em áreas que necessitarão de melhor rede de infraestrutura para transportar rapidamente os produtos para os grandes centros. O autor conclui que essa mudança do tipo de construção de propriedades logísticas atraiu uma grande variedade de investidores institucionais, incluindo fundos de investimento imobiliário (investment trusts), interessados na alta rentabilidade desses investimentos logísticos. Hesse (2004) ainda assinala, finalmente, que a entrada desses investidores introduziu mudanças significativas na forma como os produtos imobiliários logísticos são desenvolvidos e geridos: antes da participação desses grupos de investidores e incorporadores, os contratos das propriedades logísticas previam a compra do empreendimento (50 a 70% dos casos), ao passo que, no modelo de desenvolvimento atual, há um aumento dos contratos de aluguéis e locação (em média 3 a 5 anos de duração); antes as empresas responsáveis pela construção eram majoritariamente nacionais, agora são majoritariamente empresas internacionais contratadas pelos fundos de investimento; anteriormente, o desenvolvimento das propriedades era menos especulativo e com menores ganhos de escala, mas com a entrada de investidores financeiros os ganhos de escala no desenvolvimento dos projetos passaram a ser privilegiados, dando origem a empreendimentos logísticos ainda maiores. Finalmente, o autor conclui que a entrada dos investidores financeiros no setor logístico possui impacto direto no planejamento de uso de solo e na provisão de infraestruturas, já que a determinação das localizações dos grandes centros de distribuição será escolhida e negociada entre os investidores e os agentes políticos locais.

Tais considerações sobre a entrada de investidores financeiros no setor imobiliário logístico dialogam com uma extensa literatura que tem procurado discernir as repercussões da maior presença de instituições financeiras na concepção, produção e gestão de imóveis comerciais. Embora esses estudos tenham raramente abordado exclusivamente os fundos imobiliários logísticos, algumas de suas conclusões são



relevantes para refletir sobre o significado da transformação do imobiliário logístico em produto financeiro. Três dentre as conclusões comumente assinaladas na literatura sobre a financeirização do mercado imobiliário comercial são de interesse para os nossos propósitos aqui. A primeira faz alusão ao processo de “externalização” do patrimônio imobiliário de grande grupos econômicos, incluindo grupos varejistas, para a indústria financeira. A segunda se refere à seletividade dos investidores financeiros em termos de escolha dos ativos imobiliários em que investem. A terceira remete à capacidade desses investidores em moldar, por meio de suas expectativas de risco e rentabilidade, os atributos específicos dos imóveis e dos projetos em que investem, com implicações importantes para as cidades.

A primeira leitura que a literatura da financeirização traz aponta para a interferência direta dos acionistas no modelo de governança das empresas industriais que abriram seu capital nas bolsas de valores. Essa interferência, na visão de Halbert (2013), acabou por favorecer e incentivar a ideia de que, para auferir maior rentabilidade, a empresa deveria priorizar sua atividade principal (core business) — por exemplo, no caso de supermercados, a venda dos produtos para o consumidor final — em detrimento de outras atividades secundárias. Nesse sentido, a gestão do patrimônio imobiliário desses grupos passou a ser delegada para a indústria financeira que, na racionalidade dos acionistas, possui uma melhor expertise para gerir imóveis. Os grupos econômicos procederam, assim, a um processo de “externalização” do patrimônio imobiliário, usando frequentemente o mecanismo de *sale and leaseback*. Nesse processo, a empresa que detém um imóvel (seja de escritório, uma agência bancária, um galpão logístico e etc.) vende esse imóvel para um investidor financeiro (*sale*) e aluga novamente o próprio espaço (*leaseback*). Finalmente, esse movimento de “desinteresse” dos proprietários tradicionais de gerir suas propriedades acabou favorecendo, na visão de Halbert (2013), a construção de uma indústria de investimento cujo objetivo é negociar ativos urbanos entre investidores financeiros.

No segundo grupo, encontram-se muitos estudos que focalizaram o mercado imobiliário de escritórios em diferentes países e o papel dos investidores financeiros nesse mercado. As conclusões desses estudos apontam para a forte seletividade dos investimentos realizados por investidores financeiros tanto no que diz respeito ao tipo de ativos selecionados para a carteira, quanto na localização desses ativos. Henneberry & Mouzakis (2014) analisam o mercado de escritórios no Reino Unido, observando que



as condições em que esse mercado opera contrariam o que seria esperado segundo a teoria econômica neoclássica. Os autores observam que, apesar de a taxa de retorno dos investimentos no interior do país se mostrar superior àquela observada em Londres, os investidores financeiros continuam a privilegiar essa última cidade em suas escolhas de investimento — cidade que também é a base a partir da qual a maioria deles opera. Os autores utilizam os aportes da economia comportamental para explicar tal aparente paradoxo: segundo a pesquisa, os investidores estariam sob o efeito de um viés heurístico de “familiaridade”, em que as opções de investimento que estão próximas (social e territorialmente) são julgadas como mais promissoras, mesmo quando os dados não corroboram tal conclusão (sobre o caso do Reino Unido, ver também Lizieri, 2009 e Byrne et al., 2013). Halbert (2010) traz conclusões semelhantes a respeito do mercado de escritórios na França ao diagnosticar um “viés metropolitano” (sobretudo em favor de Paris) nos investimentos realizados por investidores financeiros. O autor assinala que tal seletividade se explica, entre outros fatores, pela busca por maior liquidez, bastante prezada pelos mercados financeiros por proporcionar mobilidade aos recursos investidos. Halbert (2010) também acrescenta que o desejo de reduzir custos operacionais de gestão do portfólio favorece a concentração da carteira imobiliária em poucos imóveis de maior escala (edifícios corporativos inteiros), visto que a pulverização em uma carteira imobiliária maior levaria ao aumento dos custos de administração contratual com os locatários.

No caso brasileiro, alguns estudos também assinalam a presença de lógicas de investimento semelhantes. Sanfelici (2018) analisa os fundos de investimento imobiliários no Brasil em todos os segmentos de investimento e observa igualmente forte concentração territorial, nesse caso na capital paulista e, em menor grau, na capital fluminense, além de preferência por ativos de maior metragem, como lajes corporativas. A explicação para tal concentração territorial encontra fundamento a partir das lógicas financeiras de controle de custo, estabilidade dos fluxos de rendimento esperados, maior liquidez de revenda e estabilidade dos contratos de locação dos imóveis. Do ponto de vista urbano, observa-se que tal seletividade implica em dinâmicas de exclusão de atividades consideradas menos rentáveis para os investidores financeiros (ver também SANFELICI & HALBERT, 2019). Tal estudo é complementado pelo artigo de Santoro & Rolnik (2017), que faz uso do conceito de de complexo imobiliário-financeiro para investigar a entrada de investidores estrangeiros no mercado imobiliário de São Paulo.



As autoras se dedicam a mapear e analisar os padrões de investimento imobiliário tanto de empresas incorporadoras globais quanto de fundos de investimento imobiliário. No âmbito desses últimos, o estudo verifica a existência de padrões territoriais que variam conforme os ativos. No caso dos ativos de edifícios corporativos, a concentração na região da Avenida Faria Lima e arredores é notável, confirmando a tendência de expansão do centro financeiro da cidade de São Paulo já observada em Fix (2007).

Alguns estudos dirigiram um olhar mais detido às repercussões urbanas dos investimentos conduzidos por esses atores. As pesquisas de Theurillat & Crevoisier (2013) e Guironnet et al. (2016), por exemplo, demonstram como as expectativas de investimento da comunidade financeira formatam as qualidades urbanísticas de projetos de renovação urbana, respectivamente na Suíça e na França. No caso francês, de um projeto de renovação urbanística no município de Saint-Ouen, na grande Paris, essas expectativas condicionaram, em grande medida, a tipologia dos imóveis comerciais, incluindo aspectos como tamanho mínimo das lajes, especificações construtivas de acordo com padrões internacionais, localização em relação ao transporte público, etc., todos buscando adequar os empreendimentos construídos às necessidades de empresas ocupantes de grande porte (blue-chip), preferidas pelos fundos de investimento. No caso suíço, Theurillat & Crevoisier (2013) ressaltam como a presença de investidores financeiros modifica o processo de negociação para a consecução de projetos urbanos. Os autores enfatizam a necessidade de atores locais que trabalhem para “ancorar” o capital financeiro no território, o que envolve negociações com atores com expectativas e racionalidades diferentes.

Em síntese, a literatura existente sobre a financeirização do mercado imobiliário comercial aponta para transformações importantes nas lógicas que presidem as decisões de investimento e de gestão do estoque imobiliário, resultando em padrões de investimento bastante seletivos tanto do ponto de vista da localização quanto no que se refere ao perfil construtivo dos imóveis. É preciso reconhecer, porém, que cada um dos segmentos imobiliários englobados sob a categoria de “imobiliário comercial” suscita questões diferentes no que tange à conexão (e, eventualmente, tensão) existente entre as expectativas de rentabilidade manifestadas pelos investidores financeiros e as transformações no uso do solo urbano que devem ser levadas a cabo para gerar os fluxos de renda necessários para valorizar esses capitais. Tendo em vista a necessidade



de conhecer melhor essas especificidades, dirigimos nossa atenção para a participação dos fundos imobiliários brasileiros no segmento de logística.

RESULTADOS E DISCUSSÃO

Os fundos de investimento imobiliário logísticos: caracterização e análise

Nessa seção tratamos especificamente dos fundos de investimento imobiliário logísticos a partir de suas características principais: sua data de criação, quantidade de cotas e cotistas, valor agregado do instrumento, vacância do FII, tipo de gestão (ativa ou passiva). Além disso, nos concentramos nos empreendimentos geridos por esses 5 instrumentos, analisando: ano de construção do imóvel, localização, tipo do empreendimento (galpão isolado, galpão A+, etc.), principais inquilinos, média de duração dos contratos, ABL total, incorporador do empreendimento e etc. Outras características arquitetônicas e de funcionamento dos empreendimentos também foram analisadas separadamente, como: se há sistema de segurança 24 horas, número de docas disponível e etc. Esse conjunto de dados foi obtido através da análise de 19 FII-L e resultou em 101 propriedades logísticas⁷. A amostra foi selecionada a partir do tamanho do patrimônio gerido pela gestora dos veículos de investimento. Selecionamos as 15 maiores gestoras⁸ de FIIs que, conjuntamente, concentram cerca de 70% do total investido por todas as gestoras do mercado (cerca de R\$ 145,5 bilhões), um valor de aproximadamente R\$ 103 bilhões (ANBIMA, 2020).

A análise dos FII-L selecionados mostrou que somente esses 19 FIIs concentram uma ABL total de 4.566.387 m², dos quais mais da metade está concentrado no estado de São Paulo (2.575.065m²), seguido do estado do Rio de Janeiro, com 510.603 m² de ABL. Esse resultado representa cerca de 30% do total do parque privado de logística no Brasil, 28% do total de ABL em São Paulo e 24% do total do estado do Rio de Janeiro

⁷ É importante ressaltar que, dentro desse universo, há a expansão de galpões logísticos. As 6 expansões são contabilizadas como uma propriedade/empreendimento, pois elas são tratadas dessa forma nos relatórios e dados utilizados.

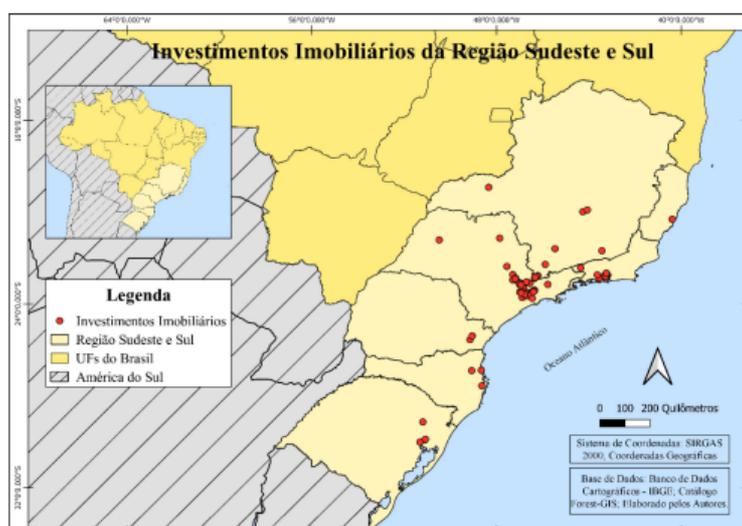
⁸ BTG Pactual; Kinea Investimento LTDA; Rio Bravo Investimentos LTDA; XP Asset Management; 7 Credit Suisse; Votorantim Asset; BRL DTVM; Hedge Investments; BRPP Gestão de Produtos Estruturados; Oliveira Trust DTVM; Modal; Vinci Partners; Ourinvest; HSI Hemisfério Sul Investimentos S.A.; RBR Gestão de Recursos. Esse rol de gestoras pode emitir tanto FIIs listados na bolsa de valores como FIIs não listados. O patrimônio líquido investido na classe de segmentos FIIs pode incluir, portanto, ambos os tipos de FIIs.



(CUSHMAN & WAKEFIELD, 2020). Essa concentração do parque logístico privado brasileiro nas mãos de FIIs ganhou impulso recentemente, como consequência do crescimento do setor varejista e das constantes quedas das taxas de juros, tendo em vista que 10 dos 19 FII-L foram criados a partir de 2018.

Um primeiro ponto que precisa ser analisado diz respeito às preferências de investimento dessa classe de investidores financeiros. A análise mostrou que os FII-L possuem uma preferência por galpões novos — 50, dos 101 imóveis que compõem a carteira dos fundos analisados foram construídos a partir do ano de 2010, e 20 nos anos 2000 — e localizados no sudeste (81 empreendimentos), sul do país (10 empreendimentos) e nordeste (2 empreendimentos)⁹ (ver Figura 2). Uma alta concentração é observada no estado de São Paulo (49 galpões). Ainda com relação às preferências de investimento desse grupo de investidores, constatamos que 37 empreendimentos logísticos são do segmento “galpão isolado” — comumente sem segurança 24 horas, sistemas de sprinklers para incêndios e geradores — e 29 são classificados como galpões A ou A+, com características arquitetônicas e de funcionamento que garantem uma maior segurança para o inquilino, como segurança 24 horas e sistemas de sprinklers para incêndios.

Figura 2 - Estoque imobiliário logístico controlado por fundos de investimento imobiliário (FII) nas regiões Sudeste e Sul



⁹ Somente 8 empreendimentos não obtivemos informações quanto a localização.



Fonte: dados compilados pelos autores a partir de relatórios dos FII-L e das informações disponíveis em Clube FIIs

Com relação à característica dos empreendimentos, foram destacados acima dois tipos principais de galpões geridos por FII-L: o chamado “galpão isolado” e galpões com alto padrão construtivo, classificados como A+ e A. O interesse em possuir em carteira galpões isolados pode ser explicado pela facilidade — e, portanto, baixo custo — de gestão desse tipo de galpão, já que as atividades ligadas à manutenção e à gestão diária da propriedade ficam sob incumbência do inquilino ou da empresa terceirizada que o mesmo contrata. Por outro lado, o investimento em galpões A e A+ sinaliza a preferência dos investidores FIIs por objetos imobiliários de alto padrão, que por sua vez geram alta taxa de ocupação e, portanto, fluxo de caixa estável para os investidores finais (SANFELICI & HALBERT, 2019). Essa mescla entre os dois tipos de galpões que compõem a carteira dos FII-L demonstra de maneira clara a estratégia dos FIIs de distribuir dividendos regularmente, assegurando, assim, a permanência de cotistas pessoas físicas (80% do total de investidores; UQBAR, 2020) que buscam no instrumento uma segurança típica de aplicações conservadoras em renda fixa (TAUHATA, 2019; COTIAS, 2019). No caso dos galpões isolados, a escolha dos investidores ainda é bastante determinada pela escassez de ativos de maior qualidade no mercado, uma lacuna que tem sido aos poucos suprida com o desenvolvimento de condomínios logísticos mais sofisticados¹⁰ (QUINTÃO, 2021). No caso dos galpões classificados como alto padrão, a escolha feita pelos investidores reflete o desejo dos gestores de fundos imobiliários por ativos que possam atrair inquilinos considerados mais estáveis, como grandes empresas nacionais e multinacionais que estejam abertas a firmar contratos de locação atípicos de longo prazo (ver abaixo). Essa estratégia passiva de gestão, ou seja, que não prevê grandes riscos de desenvolvimento, manutenções e expansões, conforme ressalta um dos entrevistados para esse trabalho, assinala a diferença dos FIIs para com outros investidores que atuam no mercado imobiliário comercial, como *property companies* — essas mais inclinadas a assumir riscos de incorporação.

¹⁰ Essa migração de inquilinos para galpões mais sofisticados é conhecida no mercado financeiro com o termo “*flight to quality*” (vôo para a qualidade).



Conforme ressaltamos, a “qualidade” do inquilino é fator fundamental para garantir a estabilização da cota em um patamar elevado e, portanto, garantir rentabilidade atrativa aos FIIs. Nesse sentido, analisamos o perfil dos três maiores inquilinos de cada um dos imóveis na carteira dos fundos imobiliários a partir do ramo de atuação da empresa locatária e a duração média dos contratos firmados. A Tabela 1, que registra as empresas inquilinas segmentadas por ramo de atuação¹¹, confirma, em grande medida, que os FIIs buscam selecionar empresas que possuem fluxo de caixa estável e uma boa avaliação (rating) de crédito, garantindo, para os proprietários desses ativos, um fluxo de caixa previsível e alto. De um universo de 303 inquilinos e contratos analisados¹², o setor que concentra mais contratos é o setor varejista (44 contratos de aluguel), tendo como locatárias empresas como Magazine Luiza e Via Varejo, seguido do setor automobilístico e peças automotivas (38 contratos), com empresas como Fiat, Renault e Mercedes Benz. A duração média dos contratos é de 10 anos, e a maior parte dos empreendimentos conta somente com um inquilino locatário ou entre 10 e 30 inquilinos, demonstrando que quando há necessidade de exclusividade o padrão de locação é unitário e, quando não há, os galpões costumam abrigar um grande número de empresas atuantes. A análise mostrou que, quando há contrato com somente uma empresa, os inquilinos são do setor automobilístico e peças automotivas, o que tem relação com o tipo de produto produzido.

Tabela 1: Empresas inquilinas dos Fundos de Investimento Imobiliário logísticos (2021)

Sector de atuação e empresa locatária	Quantidade de contratos
Artigos Esportivos	24
Centauro	10
Netshoes	14
Bebidas	11
AMBEV	1
SPAL	10
Eletroeletrônica e informática	22
Foxconn	14

¹¹ A área de atuação das empresas foi selecionada pelos autores a partir da atividade fim e principal 12 desenvolvida pela a mesma.

¹² Não foi possível obter informação sobre todos os inquilinos e datas de inicio e fim de contratos. O 13 valor dos contratos também não são disponibilizados.



IBM	8
Materiais de Construção	15
Leroy Merlin	15
Metalúrgica	1
Brinox Metalúrgica	1
Petroquímico	4
Braskem	4
Produtos médicos e hospitalares	18
Cremer S.A.	18
Veículos e Peças	38
Fiat Chrysler	8
Renault Nissan Brasil	1
Volkswagen Man	8
Nakata automotiva S.A.	18
Mercedes Benz Brasil	3
Alimentos	28
BRF S.A.	18
Natural One	10
Comércio Varejista	44
Via Varejo	15
Grupo Pão de Açúcar (GPA)	15
Grupo Magazine Logística	14
Papel e Embalagem	20
Brasilata	10
Rigesa Westrock	10
Energia Solar	1
Renovigi	1
Química e Petroquímica	3
Braskem	3
Sem informações/ diversos	73

Fonte: Fatos relevantes (CVM) e Clube FII

Os resultados que dispomos permitem apontar algumas conclusões acerca da conversão do imobiliário logístico em produto financeiro e suas implicações territoriais. Um primeiro ponto a ser observado é que esse fenômeno decorreu da convergência de pelo menos quatro fatores, que ganharam força ao longo da última década e se aceleraram nos últimos anos: 1) as transformações de longo prazo na área de tecnologia da informação, somadas à pandemia de Covid-19 como elemento catalisador do e-commerce, reforçaram a demanda de empresas de diferentes segmentos por espaços logísticos em pontos estratégicos do território, de modo a abreviar o tempo de entrega



dos produtos e, assim, acelerar o tempo de giro dos capitais; 2) o desejo de maior flexibilidade contratual das empresas, diante das incertezas e volatilidade do cenário econômico, favoreceu a opção pela locação, em vez da aquisição, de galpões logísticos, criando um mercado de investimento para esses ativos imobiliário; 3) a queda sistemática da taxa básica de juros a partir de 2017 têm aquecido a demanda, da parte de investidores individuais e institucionais, por produtos financeiros novos e mais rentáveis, como alternativa aos títulos da dívida pública, cuja rentabilidade sofreu drástica redução; e, finalmente, 4) a maturação de uma indústria financeira brasileira que, por meio do emprego de tecnologias da informação e evoluções normativas, tem conseguido criar e distribuir novos produtos de investimento para uma gama de investidores pequenos e médios, que antes dispunham de poucas opções de aplicação de recursos.

Do ponto de vista das transformações urbano-territoriais que são induzidas pelo maior protagonismo dos fundos imobiliários, observamos que as escolhas de investimento são direcionadas para ativos que proporcionam um fluxo de caixa estável ao fundo e, conseqüentemente, uma distribuição regular de dividendos aos cotistas. Isso se traduz, em termos de características dos imóveis, em um universo restrito de galpões logísticos de alto padrão, localizados nas regiões mais dinâmicas do Brasil e cujos locatários são predominantemente empresas grandes, especialmente, as varejistas. Nesse sentido, a indústria financeira pouco tem atuado no sentido de pulverizar o capital que gerencia e investe para além das regiões mais desenvolvidas do Brasil, nem tampouco tem procurado diversificar o perfil dos ativos investidos — ainda que a mobilidade e fluidez do capital no território seja frequentemente reivindicada como uma das vantagens à economia proporcionadas por mercados financeiros bem desenvolvidos. Acrescente-se que a preferência de investidores por um perfil de galpões mais sofisticados e, por conseguinte, o foco dos incorporadores na construção desse tipo de imóveis, restringe oportunidades de locação para empresas menores e de setores não oligopolizados da economia, incapazes de arcar com o custo elevado de locação. Essa preferência é igualmente encontrada no caso dos FIIs cujo foco é o segmento de lajes corporativas, como mostram as análises anteriores de Sanfelici, 2018 e Sanfelici & Halbert, 2019.



CONSIDERAÇÕES FINAIS

A breve análise aqui empreendida acerca dos fundos imobiliários logísticos ressaltou a complementaridade e sinergia entre duas dinâmicas de reestruturação econômica. De um lado, profundas transformações em curso na economia vêm fortalecendo e tornando mais estratégicas, para as empresas de diversos setores econômicos, as atividades logísticas de armazenamento e, principalmente, distribuição. Com efeito, Coe et al. (2008) sustentam que, com a complexidade e extensão geográfica das redes globais de produção, e a necessidade de coordenar e integrar as diferentes operações da cadeia de valor, as atividades logísticas se tornaram centrais para as estratégias empresariais. Argumentamos que a pandemia de Covid-19, ao fortalecer tendências já existentes como o comércio digital, acelerou a transição para um modelo de logística mais flexível, em que as empresas reconfiguram suas implantações no território em reação às alterações nas tendências de mercado. Mais do que isso, a pandemia deflagrou uma corrida por espaços logísticos, suscitando um rápido aumento dos anúncios de novos projetos logísticos para atender a essa demanda.

De outra parte, os investidores financeiros, dispendo de uma infraestrutura complexa para a criação e distribuição de novos produtos imobiliário-financeiros que amadureceu ao longo da década de 2010 (SANFELICI & HALBERT, 2019), foram bastante eficazes em tirar proveito das circunstâncias para extrair rendas imobiliárias a partir da posse de ativos estratégicos, como os ativos de logística. Essa procura por extração de renda, não em vão, é bastante seletiva, como vimos, uma vez que a escolha dos ativos imobiliários atende a critérios particulares de risco e retorno convencionados pela indústria financeira.

A busca da ampliação da rede logística, somada à alta concentração de investimento da indústria financeira nesse ativo em específico — cerca de 30% da rede logística privada brasileira — repercute, ainda, em uma mudança sintomática na estrutura de posse desse produto imobiliário. A elevada concentração de investimento de FII-L reverbera desigualdades em toda sua cadeia de concepção e funcionamento: desde o consumidor final da mercadoria — devido à distribuição desigual dos galpões logísticos pelo território brasileiro — até para as empresas ocupantes — pelo perfil de inquilino altamente seletivo selecionado pelos FII-L. Os critérios seletivos de investimento em logística, ainda, extrapolam as fronteiras do setor, recaindo fortemente



na própria dinâmica econômica e territorial das cidades que abrigam esses investimentos. É caso concreto dessa situação o município de Cajamar (SP), que possui sua atividade econômica — incluindo oferta de empregos e desenvolvimento de atividades meio — altamente dependente da atividade logística da região. Esse caso evidencia como os investimentos realizados por investidores institucionais em um determinado momento formatam a estrutura econômica e territorial das cidades, reforçando, assim, as “competências” e vantagens locais já consolidadas (em uma trajetória de path dependence) e propagando desigualdades socioespaciais.

Nesse sentido, é preciso atentar para o fato de que a financeirização ganha contornos diferenciados conforme o segmento imobiliário que se analisa. Assim, uma análise mais detida das forças que condicionam a demanda e oferta de imóveis em um determinado segmento é uma condição fundamental para entender as estratégias de captura de renda dos investidores financeiros ao direcionar recursos para o imobiliário.

REFERÊNCIAS

- AALBERS, M. (2018). Financial geography II: Financial geographies of housing and real estate. *Progress in Human Geography*. Califórnia, 43(2), 376–387. <https://doi.org/10.1177/0309132518819503>
- ANBIMA (2020). Ranking de gestores de fundos de investimento (setembro 2020). Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/ranking/fundos-de-investimento/gestores.htm. Acesso em: 28 de setembro de 2020.
- BYRNE, P., JACKSON, C., & LEE, S. (2013). Bias or rationality? The case of UK commercial real estate investment. *Journal of European Real Estate Research*. Bingley, 6(1), 6–33. <https://doi.org/10.1108/17539261311312960>
- CLARK, G., & MONK, A. (2017). *Institutional Investors in Global Markets*. Oxford: Oxford University Press.
- COE, Neil M.; DICKEN, Peter; HESS, Martin. (2008) Global production networks: realizing the potential. *Journal of Economic Geography*. Oxford, v. 8, n. 3, p. 271-295.
- COLLIERS INTERNATIONAL (2020). Market Overview - Relatório de mercado de condomínios logísticos 3T 2020. Disponível em: <http://colliers.com.br/3T2020/>. Acesso em: 20 de janeiro de 2021.



- COTIAS, A (2019). Ativo real compõe carteira de investidor. *Valor Econômico*. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/03/13/ativo-real-compoe-carreira-de-investidor.ghtm>. Acesso em: 18 de março de 2021.
- _____. BlueCap capta R\$ 113 milhões para fundo imobiliário. *Valor Econômico*, disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/05/25/bluecap-capta-r-113-milhoes-para-fundo-imobiliario.ghtml>. Acesso em: 15 de março de 2021.
- CUSHMAN & WAKEFIELD. Marketbeat Brasil Industrial T4 2020. Disponível em: <https://www.cushmanwakefield.com/pt-br/brazil/insights/brazil-marketbeats>. Acesso em: 21 de janeiro de 2021.
- DIB, R. (2021). Mercado logístico: vento em popa. Disponível em: <https://www.clubefii.com.br/artigos/mercado-logistico-vento-em-popa>. Acesso em: julho de 2021.
- DIXON, A. (2014). *The new geography of capitalism*. Oxford: Oxford University Press.
- DIXON, T.; & MARSTON, A. (2002). The Effects of *Online Shopping*. *Journal of Urban Technology*. Londres, 9(3), 19–47. <https://doi.org/10.1080/106307302200004427>
- FIX, M. (2007). *São Paulo cidade global: fundamentos financeiros de uma miragem*. São Paulo: Boitempo.
- FRENCH, S., LEYSHON, A., & WAINWRIGHT, T. (2011). Financializing space, spacing financialization. *Progress in Human Geography*. Califórnia, 35(6), 798–819. <https://doi.org/10.1177/0309132510396749>
- FROUD, J., JOHAL, S., & WILLIAMS, K. (2002). Financialisation and the coupon pool. *Capital & Class*. Califórnia, 26(3), 119–151. <https://doi.org/10.1177/030981680207800106>
- GUIRONNET, A., ATTUYER, K., & HALBERT, L. (2016). Building cities on financial assets: the financialisation of property markets and its implications for city governments in the Paris city-region. *Urban Studies*. Califórnia, 53(7), p. 1442-1464.
- HALBERT, L. (2010). L'avantage Métropolitain: la ville en débat. In *Journal of Chemical Information and Modeling* (Vol. 53, Issue 9). Presses Universitaires de France.
- HALBERT, L. (2013). Les acteurs des marchés financiers font-ils la ville? Vers un



- agenda de recherche. Disponível em:
<https://www.espacestemp.net/articles/les-acteurs-des-marches-financiers-font-ils-la-ville/>. Acesso em: 15 de março de 2021.
- HALBERT, L., & ATTUYER, K. (2014). Introduction: The financialisation of urban production: Conditions, mediations and transformations. *Urban Studies*. Califórnia, 53(7), 1347– 1361. <https://doi.org/10.1177/0042098016635420>
- HENNEBERRY, J., & MOUZAKIS, F. (2013). Familiarity and the Determination of Yields for Regional Office Property Investments in the UK. *Regional Studies*. Londres, 48:3, 530-546, DOI: 10.1080/00343404.2013.765556
- HESSE, M. (2004). Land for logistics: locational dynamics, real estate markets and political regulation of regional distribution complexes. *Tijdschrift Voor Economische En Sociale Geografie*. Nova Jersey, 95(2), 162–173. https://orbilu.uni.lu/bitstream/10993/3469/1/tesg_landforlogistics.pdf
- INVESTIDOR INSTITUCIONAL (2020). Rio Bravo aposta em logística impulsionando fundos imobiliários. Disponível em:
<http://www.investidorinstitucional.com.br/sessoes/mercados/gestores/35384-rio-bravo-aposta-na-logistica-impulsionando-fundos-imobiliarios.html>. Acesso em: 15 de março de 2021.
- KLINK, J., & SOUZA, M. B. de. (2017). Financeirização: conceitos, experiências e a relevância para o campo do planejamento urbano brasileiro. *Cadernos Metrópole*. São Paulo, 19(39), 379–406. <https://doi.org/10.1590/2236-9996.2017-3902>
- LIZIERI, C. (2009) *Towers of Capital: Office Markets and International Financial Services*. Wiley-Blackwell, Oxford
- MATTOS, A. (2020). Em 5 meses, varejo prepara mais IPOs que em uma década. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2020/09/08/em-5-meses-varejo-prepara-mais-ipos-que-em-uma-decada.ghtml>. Acesso em: 15 de março de 2021.
- QUINTÃO, C. (2021). Otimista, Prologis eleva aportes em expansão. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2021/03/08/otimista-prologis-eleva-aportes-em-expansao.ghtml>. Acesso em: 15 de março de 2021.
- SANFELICI, D. (2018). “Investidores financeiros no mercado imobiliário comercial: racionalidades decisórias e repercussões urbanas”. In: SERPA, A.; CARLOS,



F. (Org.). *Geografia Urbana: Desafios Teóricos Contemporâneos*. Bahia, EDUFBA.

SANFELICI, D., & HALBERT, L. (2019). Financial market actors as urban policy-makers: the case of real estate investment trusts in Brazil. *Urban Geography*. Londres, 40(1), 83-103, DOI: [10.1080/02723638.2018.1500246](https://doi.org/10.1080/02723638.2018.1500246)

SANTORO, P.; & ROLNIK, R. (2017). Novas frentes de expansão do complexo imobiliário- financeiro em São Paulo. *Cadernos Metrópole*. São Paulo, v. 19, n. 39, pp. 407-431, maio/ago 2017 <http://dx.doi.org/10.1590/2236-9996.2017-3903>

TAUHATA, S. (2019). Fundos imobiliários registram em 2018 o seu melhor ano. *Valor Econômico*. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/01/20/fundos-imobiliarios-registram-em-2018-o-seu-melhor-ano.ghtml>. Acesso em: 18 de março de 2021.

_____. (2020). Fundo imobiliário de logística e habitação ganha destaque. Disponível em: <https://valor.globo.com/impreso/noticia/2020/05/25/fundo-imobiliario-de-logistica-e-habitacao-ganha-destaque.ghtml>. Acesso em: 15 de março de 2021.

THEURILLAT, T., & CREVOISIER, O. (2013). Sustainability and the Anchoring of Capital: Negotiations Surrounding Two Major Urban Projects in Switzerland. *Regional Studies*. Londres, 48(3), 501-515, DOI: [10.1080/00343404.2013.787160](https://doi.org/10.1080/00343404.2013.787160)

UQBAR (2021). Anuário Uqbar 2021 - Fundos de Investimento Imobiliário, 14ª Edição. Disponível em: <https://www.uqbar.com.br/anuarios2021/fii.php>. Acesso em: maio de 2021.

WIJBURG, G., & AALBERS, M. B. (2017). The internationalization of commercial real estate markets in France and Germany. *Competition and Change*. Califórnia, 21(4), 301– 320. <https://doi.org/10.1177/1024529417712040>

ZONTA D'AVILLA, M. (2020). Fundos imobiliários de logística são os vencedores da pandemia e devem sair fortalecidos da crise, dizem gestores. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/fundos-imobiliarios-de-logistica-sao-os-vencedores-da-pandemia-e-devem-sair-fortalecidos-da-crise-dizem-gestores/>. Acesso em: 15 de março de 2021.