

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO



MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

OS IMPACTOS DA CRISE ECONÔMICA DE 2014 NO MERCADO DE *SHOPPING*
CENTERS NO BRASIL

Daniela Fernandes Matheson Drummond

Número de matrícula: 1512420

Orientadora: Prof. Maria Nazareth Maciel

Rio de Janeiro

Junho/2019

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

OS IMPACTOS DA CRISE ECONÔMICA DE 2014 NO MERCADO DE *SHOPPING*
CENTERS NO BRASIL

Daniela Fernandes Matheson Drummond

Número de matrícula: 1512420

Orientadora: Prof. Maria de Nazareth Maciel

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor".

Rio de Janeiro

Junho/2019

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

Agradecimentos

Agradeço aos meus pais por sempre apoiarem minhas decisões e estarem ao meu lado, me estendendo o braço nos momentos difíceis e vibrando comigo nos bons. Às minhas irmãs que tornaram todas as angústias e nervosismos mais leves e fáceis.

Às amigas que fiz nesses últimos 4 anos na PUC-Rio e que vou sempre levar comigo. À Julia, minha amiga de longa data e companheira de Economia que estudou, torceu e vibrou comigo em cada etapa dessa jornada.

À minha orientadora, Professora Maria de Nazareth Maciel, por ter me auxiliado e dado suporte durante todo o trabalho de conclusão com muito profissionalismo e dedicação.

À entidade PUC-Rio e a todos os professores que foram fundamentais no conhecimento e aprendizado em toda trajetória acadêmica, profissional e pessoal.

Resumo

DRUMMOND, D. F. M. *Os Impactos da Crise Econômica de 2014 no mercado de Shopping Centers no Brasil*. 2019. xx f. Monografia de Conclusão de Curso - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

O presente trabalho monográfico tem por escopo abordar e analisar os impactos da crise brasileira que teve início no ano de 2014 e seus efeitos que permanecera, nos anos seguintes, com impactos concretos em diversos setores do Brasil. O trabalho monográfico em questão tem por objetivo compreender os impactos do cenário de recessão econômica, na indústria de *shoppings centers*, avaliando assim, economicamente, financeiramente e estrategicamente a partir dos dados do Censo Brasileiro de *Shopping Centers* 2018/2019, elaborado pela Abrasce– Associação Brasileira de Shopping Centers, bem como relatórios, demonstrações financeiras e do mercado atual.

Palavras-chave: Crise Econômica de 2014; *Shopping Centers*; recessão econômica.

Abstract

DRUMMOND, D. F. M. Os Impactos da Crise Econômica de 2014 no mercado de Shopping Centers no Brasil. 2019. xx f. Monografia de Conclusão de Curso - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The purpose of this monographic work is to analyze and analyze the impacts of the Brazilian crisis that began in 2014 and its effects that in the following years would have had concrete impacts in several sectors of Brazil. The monographic work in question aims to understand the impacts of the economic recession scenario in the shopping mall industry, thus evaluating, economically, financially and strategically from the data of the Brazilian Census of Shopping Centers 2018/2019, prepared by Abrasce-Association Brazilian Shopping Centers, as well as reports, financial statements and the current market.

Keywords: Economic Crisis of 2014; Shopping Centers; economic recession.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	8
2 MERCADO BRASILEIRO DE <i>SHOPPING CENTERS</i>	10
2.1 Histórico no Brasil.....	11
2.2 Conceituação e classificações.....	12
3 A CRISE ECONÔMICA E O IMPACTO NESTE SEGMENTO.....	15
3.1 Retrato da crise econômica de 2014 no Brasil até os dias atuais.....	16
3.2 Análise dos dados do setor pós crise econômica de 2014.....	19
3.2 .1 Principais Empreendedores.....	23
4 SETOR FINANCEIRO.....	25
4.1 Setor Financeiro e o mercado de Shopping center.....	25
4.2 fontes de receitas e de financiamento.....	26
4.2.1 fontes de receitas	27
4.2 fontes de financiamento.....	28
4.3 Os Fundos Imobiliários no Setor de Shopping Centers.....	30
4.3.1 Principais Gestores e Administradores.....	34
4.4 Reits Americanos.....	34
4.5 Principais Tendências dos Shopping Centers.....	35
4.6 O Caso Multiplan – Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A.....	37
4.6.1 Estrutura societária.....	39
5 CONCLUSÃO.....	42
REFERÊNCIAS.....	43

1. INTRODUÇÃO

A crise econômica vivenciada no país é considerada em números absolutos como uma das maiores crises já vivenciadas no País, dada sua abrangência, velocidade e consequências até internacionais. Isso é notado com bases em estudos e trabalhos realizados com dados da época. Em um desses estudos, Rossi e Mello (2017) compara a crise iniciada em 2014 com outras crises históricas brasileira e identificou que não existiu outra crise com uma queda de mais de 7% do PIB como a crise econômica iniciada em 2014.

O presente trabalho foi desenvolvido com o objetivo de analisar o impacto da crise brasileira de 2014 no setor de varejo, analisando dados e relatórios sobre o andamento do mercado de *shopping centers* no Brasil durante os anos da crise. Assim, este presente trabalho monográfico, visa analisar os impactos da crise que impactam, diversos setores da economia, especificamente o setor de varejo e o mercado de *shopping centers*. Considerando o fato de o assunto da crise econômica brasileira de 2014 ser contemporânea a esse trabalho, são escassas pesquisas, estudos com tal problemática.

Neste contexto, a análise de mercado, gestão e de planejamento estratégico é de suma importância para as empresas e setores se fortaleçam e consigam sobreviver às crises. Este estudo tem em seu objetivo geral mostrar como o estudo da crise brasileira dos meados de 2014 a 2017 é de tal modo expressiva e historicamente relevante para o Brasil e para o setor varejista, enfatizando as estratégias utilizadas para abertura de novos mercados.

A metodologia utilizada para o desenvolvimento do presente trabalho consistiu na revisão bibliográfica, pesquisas científicas, artigos de revistas acadêmicas, seminários, relatórios financeiros de consulta pública e grupos do setor varejista e especificamente de *shoppings centers*.

O trabalho está organizado em quatro capítulos. A primeira seção contempla esta introdução com a identificação do problema, justificativa e objetivos para este estudo. A segunda seção contempla o referencial teórico, onde está apresentado o enquadramento teórico sobre o mercado brasileiro de *shopping centers* e seus conceitos em análise, apresentando uma recapitulação dos tópicos principais e necessários para a construção da análise dos dados. Nesta seção, também está presente a apresentação do setor varejista a conhecer, de forma necessariamente sintética, suas características principais, e as referências teóricas sobre o mesmo

A terceira seção contempla uma análise sobre o contexto da crise econômica do ano de 2014 e seus impactos na indústria de *shopping centers*, onde estão descritas as características

da análise realizada, tais como, procedimentos e apresentação dos resultados da pesquisa para este trabalho. A quarta seção discorre sobre as inovações do setor financeiro que são subsídios ao *shoppings centers*. Por último, está a quinta seção que contempla as principais tendências, conclusões e considerações finais deste trabalho.

2. MERCADO BRASILEIRO DE *SHOPPING CENTERS*

2.1 Histórico no Brasil

O crescimento da indústria de *shopping centers* no Brasil está caracterizada pelo grande crescimento no número de empreendimentos nos idos de 2000, além de movimentos de aquisição e/ou ampliação de participação acionária de diversos *shoppings*. O mercado de *shopping centers* no Brasil é bastante pulverizado, onde os principais participantes possuem uma participação de apenas 22% no total de do mercado. Apesar desta participação relativamente pequena, estas empresas são as maiores do segmento, estão presentes em todas as regiões do Brasil e são proprietárias de alguns dos principais empreendimentos do país.

O grande crescimento da indústria de *shopping centers* no Brasil está caracterizada pelo grande crescimento no número de *shopping centers* e ABL- Área Bruta Locável, além de movimentos de aquisição e/ou ampliação de participação acionária de diversos *shoppings* por estas empresas.

No Brasil, a indústria de *shoppings* teve início na década de 60, com a inauguração *Shopping Iguatemi*, em São Paulo, em 1966. Foi seguido logo na década de 70 pelo conjunto Nacional de Brasília, primeiro *shopping* a ser desenvolvido nos padrões internacionais, assim como outros cinco *shoppings*: dois em São Paulo, um no Paraná, um na Bahia, e um em Minas Gerais.

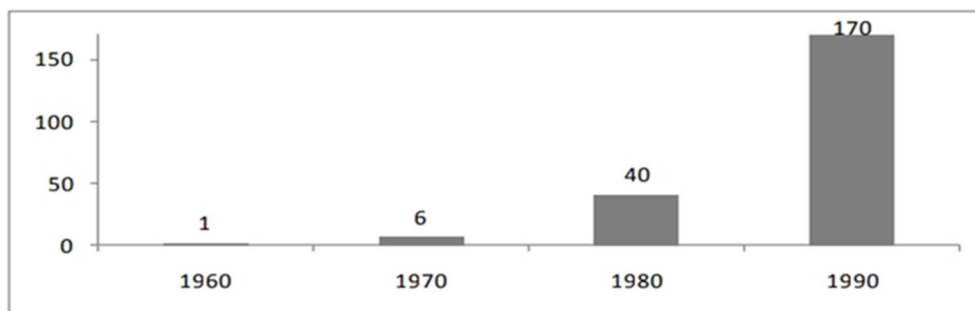
Os *Shoppings* foram substitutos dos centros tradicionais. A grande diferença é que esse novo conceito é planejado de tal forma que os problemas surgidos no passado fossem solucionados e de forma que a administração estivesse preparada para garantir a viabilidade de um ponto comercial ao longo dos anos.

Os *Shoppings* fazem parte do comércio de varejo, onde o valor do negócio é medido pelo fluxo de caixa, ou seja, depende integralmente da movimentação de vendas. Para que esse índice seja o maior possível, os *Shoppings* precisam passar por uma série de análises: onde é o melhor local, quais são os acessos para o local escolhido, determinar a área de influência, o público-alvo, a logística de transporte, entre muitos outros.

O surgimento dos *shopping centers* no Brasil está articulado à intensa urbanização da economia e da população ocorrida a partir da década de 1960, e que concentrou-se no Sudeste brasileiro. Num momento em que a economia brasileira se desenvolve com a formação de monopólios, e os *shopping centers* representam esta tendência em nível das atividades

comerciais varejistas, que não possuíam nenhum poder de mercado, exceto as grandes lojas e os supermercados.

Gráfico 1 – *Shoppings* no Brasil no século XX



Fonte: Abrasce

O desenvolvimento do setor de *shopping center* está associado em grande parte à entrada da mulher no mercado de trabalho, ao crescimento urbano, à necessidade de maior conforto e maior segurança, às características climáticas do Brasil e ao aumento da carteira de fundos de pensão que aumentou seus investimentos em *shopping centers*.

Além dos acontecimentos citados acima, um outro fator muito importante foi a estabilidade econômica auferida com a implementação do Plano Real a partir de 1994 que provocou grandes mudanças no país. Como a redução, de forma significativa e duradoura, das taxas de inflação que permitiu a possibilidade de previsão dos ganhos, propiciando a expansão dos negócios e o aumento do consumo interno de bens duráveis e não duráveis.

Esse aumento da demanda por bens de consumo refletiu-se, sobretudo, no comércio varejista, que passou por forte expansão e reestruturação no período. Foi, também, um período de expansão da atividade dos *shopping centers*, que, ao mesmo tempo em que exploravam os últimos espaços disponíveis nos grandes centros urbanos, iniciavam uma expansão rumo ao interior e aos centros menores.

Nos idos de 2000, o setor ganhou impulso em função das boas condições da economia, houve aumento do número de investidores estrangeiros especializados no setor em busca de se associar às empresas brasileiras. Esse movimento está muito ligado também ao movimento global, com reflexos na realidade brasileira, do deslocamento do eixo de investimentos para mercados menos saturados, com um potencial maior de expansão, com terrenos menos valorizados e mais disponíveis para negócios.

Nesse contexto, o número de empreendimentos aumentou significativamente até meados de 2000, quando o setor registrou 230 unidades no país. No entanto, a partir deste período, o número de inaugurações começou a diminuir, sobretudo, devido à escassez de recursos e fontes de financiamento. Ao mesmo tempo, verificou-se redução do interesse dos fundos de pensão por novas construções, dada a regulamentação.

Havia uma extrema dificuldade na obtenção de financiamento para esse tipo de empreendimento, pois o mesmo necessitava de grande prazo de maturação e investimentos volumosos, assim, nessa década, a maioria dos *shoppings* foi construída com recursos próprios dos empreendedores ou com o auxílio de capitais internacionais. O capítulo 4, posteriormente, tratará em maior detalhe esta questão da fonte de financiamento para a expansão desta indústria.

2.2 Conceituação e classificações

De acordo com a Associação Brasileira de *Shopping Centers* (ABRASCE), *shopping center* pode ser conceituado como um empreendimento constituído por um conjunto planejado de lojas, operando de forma integrada, sob administração única e centralizada; composto de lojas destinadas à exploração de ramos diversificados ou especializados de comércio e prestação de serviços; estejam os locatários lojistas sujeitos a normas contratuais padronizadas, além de ficar estabelecido nos contratos de locação da maioria das lojas cláusula prevendo aluguel variável de acordo com o faturamento mensal dos lojistas.

Assim, os mesmos possuem lojas-âncora, ou características estruturais e mercadológicas especiais; que funcionem como força de atração e assegurem ao *shopping center* a permanente afluência e trânsito de consumidores essenciais ao bom desempenho do empreendimento; ofereça estacionamento compatível com a área de lojas e correspondente afluência de veículos ao *shopping center*; esteja sob o controle acionário e administrativo de pessoas ou grupos de comprovada idoneidade e reconhecida capacidade empresarial.

O *shopping center* pode ser considerado uma revolução tecnológica ao gerar ganhos de eficiência. Sua grande inovação foi a relação contratual estabelecida entre o empreendedor do *shopping center* e os lojistas, onde foi definido um aluguel mínimo além de um percentual sobre o faturamento dos comerciantes.

Segundo a ABRASCE (2019) o setor tem buscado se adaptar às mudanças sociais e tecnológicas e, cada vez mais, oferecido aos seus consumidores experiências capazes de fazê-los retornar e torná-los fidelizados. Hoje, os consumidores já não buscam somente o consumo.

Nos Estados Unidos, o *International Council of Shopping Center* (ICSC) e o *Institute of Transportation Engineers* (ITE, 1991) definiram *Shoppings Centers* de maneira semelhante, como sendo um conjunto de estabelecimentos comerciais unificados, que é planejado, desenvolvido, administrado e pertencente a uma unidade operacional, com oferta suficiente de estacionamento no próprio local. Geralmente o tamanho e o ramo de atividade estão relacionados com as características de sua região de entorno (área de mercado).

Segundo a ABRASCE (Associação Brasileira de Shoppings Centers), um empreendimento pode ser caracterizado como *Shopping Center*, caso possua as seguintes características:

- Seja constituído por um conjunto planejado de lojas, operando de forma integrada, sob administração única e centralizada;
- Seja composto de lojas destinadas à exploração de ramos diversificados ou especializado de comércio e prestação de serviços;
- Estejam os locatários lojistas sujeitos a normas contratuais padronizadas, além de ficar estabelecida nos contratos de locação da maioria das lojas uma cláusula prevendo aluguel variável de acordo com o faturamento mensal dos lojistas;
- Possua lojas-âncora, ou características estruturais e mercadológicas especiais, que funcionem como força de atração e assegurem ao *shopping center* a permanente afluência e trânsito de consumidores essenciais ao bom desempenho do empreendimento;
- Ofereça estacionamento compatível com a área de lojas e correspondente afluência de veículos ao *Shopping Center*;
- Esteja sob controle acionário e administrativo de pessoas ou grupos de comprovada idoneidade e reconhecida capacidade empresarial.

Os *shoppings* podem ser classificados também em função de seu tamanho, público alvo e localização, conforme classificação feita pela ABRASCE:

- *Shopping* de vizinhança: reúne lojas de conveniência para suprir a demanda do dia-dia dos clientes de sua vizinhança imediata e, geralmente, tem como âncora o supermercado. Sua área construída varia entre 3 mil e 15 mil m²;
- *Shopping* comunitário: grande oferta de vestuário e mercadorias em geral. Tem como âncora lojas de departamento ou de descontos, supermercados ou hipermercados. Sua área construída varia entre 10 mil e 35 mil m²;
- *Shopping* regional: oferta de mercadorias em geral (grande parte são lojas satélites de vestuário) e serviços variados. Tradicionalmente, as lojas estão dispostas internamente ao longo de corredores comuns e o estacionamento localiza-se ao longo do perímetro externo. Pelo seu

porte só é viável nas grandes cidades e para um público consumidor das classes A e B. Sua área construída varia entre 40 mil e 80 mil m²;

- *Shopping* super-regional: similar ao *shopping* regional, recebeu esta designação por apresentar maiores dimensões. Nesse caso, seu estacionamento costuma ser mais estruturado para absorver o aumento de demanda. Sua área construída é superior a 80 mil m²;

- Especializado/Temático: composto por lojas especializadas/temáticas como modas, decoração, material esportivo, etc., geralmente sem lojas âncoras. É direcionado para as classes A e B e onde as compras são geralmente planejadas e não por impulso do cliente. Sua área construída varia entre 8 mil e 25 mil m²;

- Outlet Center: constituídos por lojas de fábricas e *off-price* que oferecem preços mais baixos. Possui como âncoras grandes lojas de fábricas. Os valores de aluguéis são menores, devido ao custo de construção ser mais reduzido por causa das diferenças de acabamento. Está dirigido principalmente para as classes B e C para cidades com população acima de 300 mil habitantes. Dispõe de áreas construídas que variam de 5 mil a 40 mil m²;

- Power Center: reúne um conjunto de lojas âncoras normalmente constituídas por category killers (oferecem uma vasta diversidade de produtos nas mais diferentes categorias, com preços bastante competitivos), lojas de departamento, lojas de desconto, ou *off-price*, e com reduzido número de lojas satélites. Ocupa áreas construídas entre 8 mil e 25 mil m²;

- Discount Center: composto normalmente por lojas que trabalham com grandes volumes de produtos vendidos a preços reduzidos. Possui área construída entre 8 mil e 25 mil m²;

- Festival Mall: comporta somente lojas dedicadas ao lazer, à cultura e restaurantes, sendo dirigido às classes A e B nas grandes cidades. Com áreas construídas entre 8 mil e 25 mil m².

3. A CRISE ECONÔMICA E O IMPACTO NESTE SEGMENTO

A palavra crise remete à ideia de ação desastrosa e ruim, o Dicionário Aurélio Crise. Esta palavra acompanha a economia, a administração, a política, a medicina e até a psicologia. Em economia representa a culminação de erros em série, a tragédia que poderia ser evitada, mas não foi. Uma crise, no que lhe diz respeito, é uma mudança brusca ou uma situação de escassez, desemprego.

Durante a história mundial, linhas de pensamentos econômicas surgiram para explicar porque as crises surgem e como administrá-las. A crise econômica sempre foi um assunto polêmico no estudo da Economia Política. Para alguns autores não passa de um detalhe e para outros se configura como uma das mais relevantes matérias a serem tratadas pela Ciência Econômica.

Correntes de pensamentos ditas liberais apontam a intervenção econômica como movedor de uma crise. Essa corrente criada por Adam Smith resalta que a lei de oferta e procura deve ser guiada pelo mercado livre e a Mão Invisível seria responsável por corrigir as falhas eventuais surgidos no mercado. A interferência governamental no curso normal econômico poderia gerar crises.

Por outro lado, a corrente de Keynes acredita no intervencionismo como forma de evitar crises. Essa linha mostra que os investidores são ávidos por lucro e esperam o momento favorável para investir e tirar dinheiro de um país. Dessa forma, o capitalismo liberal gera crise porque o dinheiro é transferido de forma repentina e os investimentos podem cair drasticamente. Por isso é necessário que o governo intervenha fomentando a economia e assegure os direitos sociais por meio de benefícios e bens públicos.

O pensamento marxista aduz que enquanto existir as classes sociais existirá conflitos e culminando em crises. O sistema capitalista necessita da exploração do trabalhador e da desigualdade para que o modelo consiga se sustentar.

A partir dos conceitos mostrados percebe-se que as crises não possuem uma identidade fixa ou modelo determinado, por isso a economia pertence à área das humanas, pois depende de uma interpretação subjetiva. Vários são os exemplos de crises ocorridas durante a história mundial, crises de 1929, crise do petróleo 1979, crise da internet em 2001, a crise financeira mundial de 2008 e a crise brasileira de 2014 abordada nesse trabalho.

3.1 Retrato da crise econômica de 2014 no Brasil até os dias atuais

Por definição, a recessão é um período de crise na economia, caracterizada pela diminuição da atividade econômica em diferentes setores. Em outras palavras, é uma contração na economia de um país, ou seja, quando ocorre a queda do Produto Interno Bruto (PIB) por mais de um trimestre consecutivo, que é o índice de medição do quanto a economia cresceu em determinado período de tempo.

Existem alguns indicadores que podem causar esse impacto no PIB. Entre eles, tem a diminuição dos níveis de consumo, de investimento, de produtividade das empresas e o aumento do desemprego. Isso ocorre porque pelo lado da oferta a indústria acaba produzindo menos e o setor de serviços não funcionando, e pelo outro lado não há demanda, encadeando em uma economia sem produção, venda, emprego, renda e capacidade de investimento.

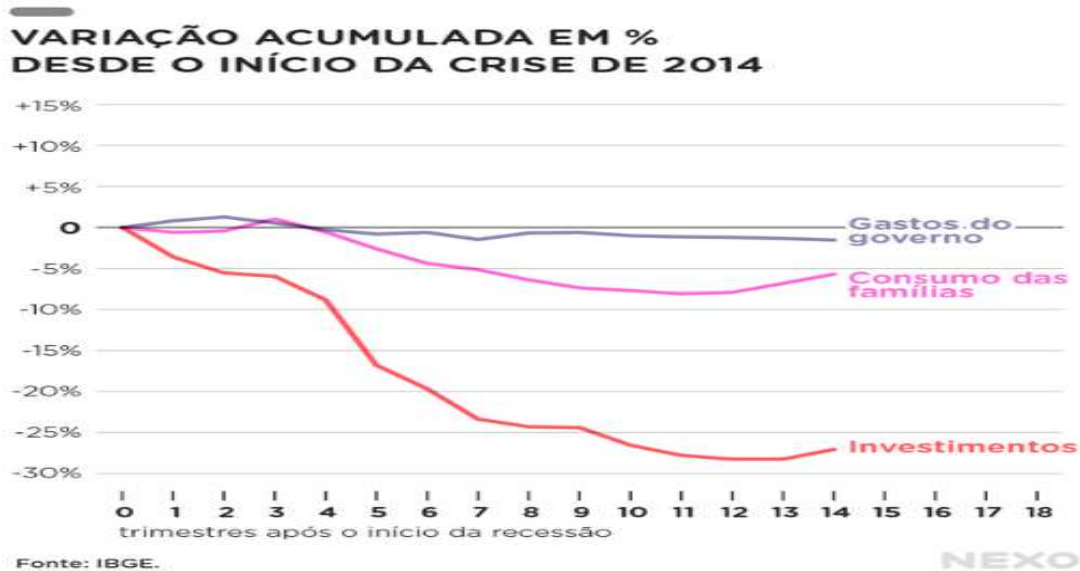
Entre os anos de 2014 e 2016, tivemos onze trimestres de quedas no PIB, onde no maior pico de contração, o índice chegou a cair 8,1% acumulados. Foi a maior recessão que o país já enfrentou desde os anos 90.

Para chegar nesse ponto, o Brasil passou por alguns momentos pré-crise que desestabilizaram a economia e abriram margem para uma possível crise. Apesar do Brasil não ter sido um dos países mais afetados com a crise de 2008 nos Estados Unidos, o efeito também chegou no lado sul da América. A demanda internacional sofreu uma baixa e o efeito disso foi de uma desaceleração do crescimento brasileiro que estava em alta. As exportações dos produtos brasileiros como o minério de ferro para a China, de automóveis para a Argentina, de carnes para a Europa, entre outros segmentos importantes para o Brasil, sofreram uma queda significativa.

Além disso, deu-se início a uma profunda instabilidade política, aumentando as incertezas, diminuindo a credibilidade e afastando investimentos. Foram inúmeros escândalos de corrupção que geraram insegurança em relação ao futuro da economia do país e que adiaram a possível recuperação.

Logo antes da crise, o consumo das famílias estava em alta. A estratégia adotada para gerar crescimento na economia era por meio do aumento do consumo. Porém, no longo prazo o efeito foi contrário, como pode ser visto no gráfico abaixo. Com mais famílias ativas no mercado, o governo acabou por incentivar esse consumo por meio da redução de impostos e da concessão de crédito, o que levou posteriormente a um endividamento das famílias pois consumiram além de suas capacidades e contribuíram para o aumento da taxa de inadimplência no comércio.

Gráfico 2 – Variação acumulada do consumo das famílias, gastos do governo e investimentos em %



Fonte: IBGE

Facilmente identificado no gráfico acima, temos uma situação desfavorável para a econômica de um país. Enquanto o investimento e consumo das famílias são indicadores que são melhores quando estão positivos, os gastos de governo seguem a linha oposta. Durante a recessão podemos ver que esses papéis se invertem.

Conjuntamente ao endividamento, há o aumento no desemprego, fazendo com que essas famílias não consigam quitar com suas dívidas e acabam por gerar um rombo econômico. As variações no varejo ajudam a defender a ideia da tamanha força que o consumo tem na definição do crescimento econômico de um país.

O Comitê de Datação de Ciclos Econômico da Fundação Getúlio Vargas (Codace/FGV) definiu o quarto trimestre de 2016 como o fim do período recessivo. Pelo comitê, o ciclo de retração iniciou no segundo trimestre de 2014. A recessão durou 11 trimestres, com o PIB acumulado uma queda de 8,6%, o que caracteriza uma das maiores recessões da história econômica do País pela sua intensidade e duração.

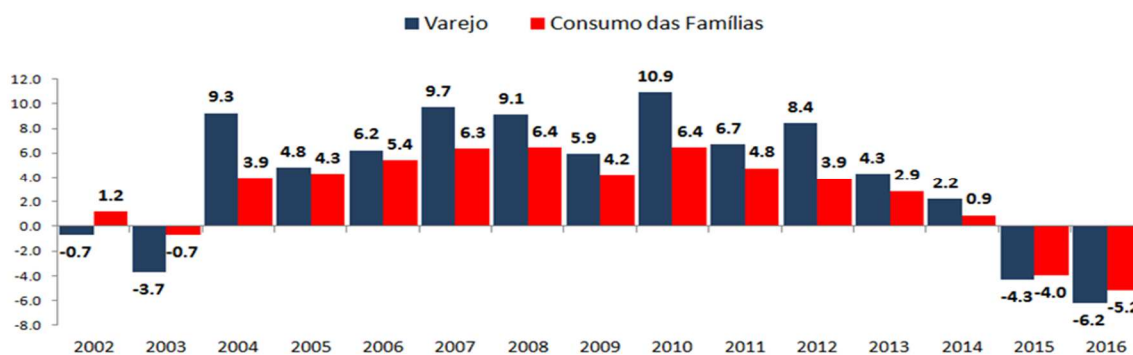
A taxa de desemprego nos níveis pré-crise foi da ordem de 6,5% (quarto trimestre de 2014) e atingiu um pico de 13,7% no primeiro trimestre de 2017. Segundo a FGV a recessão 2014-2016 fez o desemprego subir 5,95 pontos percentuais no total, uma média de 0,54 ponto a mais a cada trimestre de crise. Já a renda real a taxa média de queda foi de 0,11% por trimestre e 1,22% no acumulado.

Apesar dos efeitos de uma queda muito pronunciada no preço das commodities que determinou uma redução nas exportações, a conjunção de fortes desequilíbrios macroeconômicos, distorções microeconômicas em mercados relevantes e o recrudescimento da crise política podem ser considerados os principais fatores explicativos dessa crise.

Com relação aos erros de política econômica pode-se citar: a ampliação de desonerações fiscais equivocadas e seletivas, o estímulo ao endividamento dos estados e municípios e o aporte do Tesouro em R\$ 500 bilhões para o BNDES para uma política de empréstimos subsidiados e adoção de mecanismos contábeis artificiais para mascarar as contas públicas. Essas medidas levaram a um desequilíbrio fiscal do setor público que se manifestou fortemente a partir de 2014, quando alcançou R\$ 32,5 bilhões (0,64% do PIB), crescendo para R\$ 111,2 bilhões (1,9% do PIB) em 2015 e elevando-se para R\$ 155,8 bilhões (2,5% do PIB) em 2016.

A crise trouxe um colapso na taxa de investimento que ainda não sofreu uma inflexão. A queda acumulada nos últimos 3 anos atingiu 30% e a taxa de investimento que foi de 20,9% do PIB no primeiro trimestre de 2014 caiu para 15,8% do PIB no segundo trimestre de 2017.

Gráfico 3: Variação do PIB



Fonte: IBGE

Ao analisar o gráfico acima, pode-se ver que durante a crise de 2014 a 2016, o varejo foi positivamente relacionado com o consumo em questões de queda na variação do PIB. Houve, uma queda da demanda, a redução dos investimentos tem efeitos sobre o crescimento potencial da economia brasileira. Diante desse cenário de aumento do desemprego, queda da renda em termos reais, inflação em alta e redução dos níveis de confiança dos agentes econômicos, a recessão atingiu fortemente o setor de comércio e serviços, que registrou índices historicamente negativos.

Gerar um ambiente de negócios mais favorável nas economias de mercado é fator fundamental para que as empresas possam aumentar seus investimentos, gerar empregos e melhorar a produtividade. Esse ambiente de negócios é determinado por condições macroeconômicas e por fatores microeconômicos e institucionais, tais como a qualidade das leis e dos marcos regulatórios, além dos demais arranjos institucionais, que influenciam diariamente no funcionamento dos negócios e na capacidade que os empreendedores têm em produzir, gerar riqueza e renda na economia.

Dessa forma, os poderes, buscam implementar reformas econômicas e regulatórias no sentido de garantir a estabilidade macroeconômica (especialmente com relação à Inflação e a Sustentabilidade Fiscal) e um arcabouço institucional-legal transparente, simplificado, com elevado grau de previsibilidade e estabilidade, de forma a reduzir as incertezas e incentivar a atuação do setor privado.

O Brasil está saindo de uma aguda recessão, ainda de forma lenta e gradual. Neste ano, a expectativa de crescimento é de apenas 0,7%, após uma queda acumulada de 7,2% no biênio 2015-2016.

3.2. Análise dos dados do setor pós crise econômica de 2014

Os dados utilizados para a elaboração do presente trabalho foram extraídos das demonstrações do Censo Brasileiro de Shopping Centers completa, em 2019. Os relatórios anuais dos empreendimentos estabelecidos no país, ou seja, informações necessárias para avaliar o impacto da crise econômica no setor.

A ABRASCE - Associação Brasileira de *Shopping Centers*, é a entidade representativa do setor no país. Atuando desde 1976 com o compromisso de fomentar, fortalecer e colaborar com o desenvolvimento e crescimento do setor no Brasil, além de zelar pelos interesses de seus associados. A entidade possui em seu quadro de associados mais de 400 colaboradores divididos entre *shopping centers*, empreendedores, fornecedores de produtos, varejistas e prestadores de serviços.

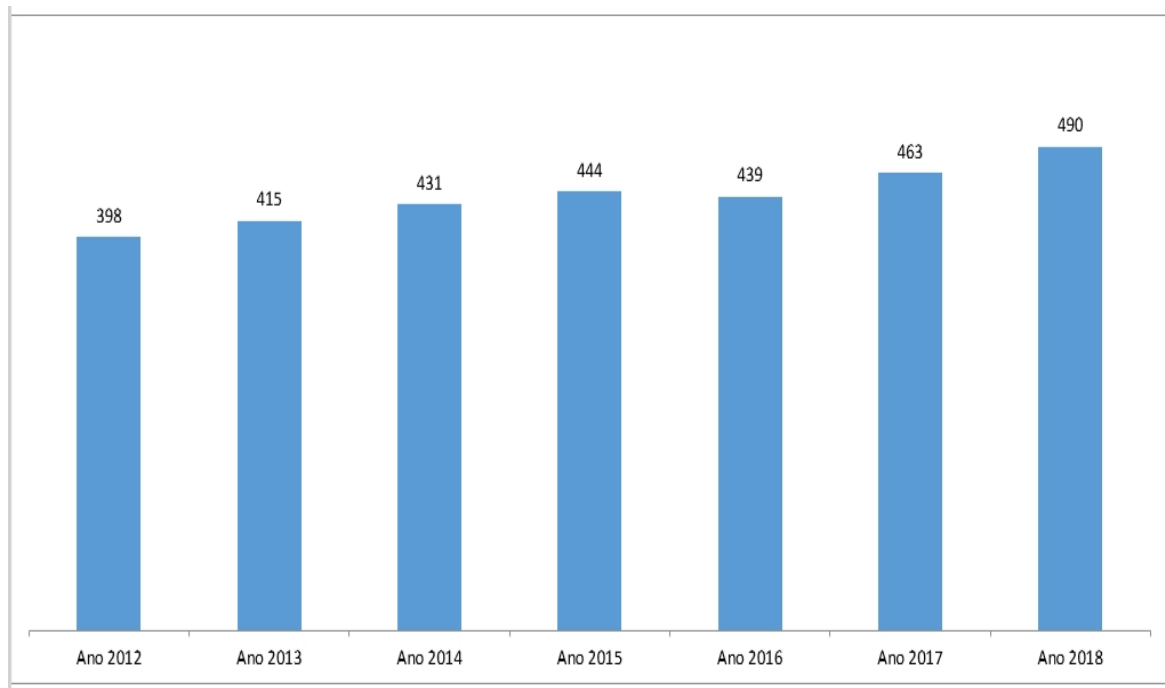
Mais do que um negócio imobiliário e um formato de varejo, o *Shopping Center* desempenha no Brasil um papel fundamental para o crescimento das comunidades: alia praticidade à segurança, contribui para o progresso e a valorização do entorno, movimentando a economia, traz arrecadação ao poder público e, acima de tudo, gera empregos.

- **Histórico de Visitas 2018 – visitação/ média de *shoppings* do país por mês**

Tabela 1 – Visitação/ visitação/ média de *shoppings* do país por mês

Visitação						
Ano 2012	Ano 2013	Ano 2014	Ano 2015	Ano 2016	Ano 2017	Ano 2018
398	415	431	444	439	463	490

Fonte: Abrasce

Gráfico 4 – visitação/ média de *shoppings* do país por mês

Fonte: Abrasce

É notável o crescimento do tráfego de pessoas período, mesmo que de forma modesta, o que revela um aumento expressivo da demanda por clientes nesses centros comerciais.

Há que registrar as externalidades positivas associadas com a emergência e crescimento dos *shoppings centers*, sobretudo, com relação ao processo de revitalização das áreas em seu entorno que, antes da presença dos *shoppings*, estavam subutilizadas ou estagnadas. Inclusive, constata-se um processo de valorização dos imóveis próximos aos centros comerciais. No ano de 2012 o número médio era de 398 mil pessoas por *shoppings* e no ano de 2018 490 mil pessoas por mês, crescimento modesto nos anos posteriores a crise.

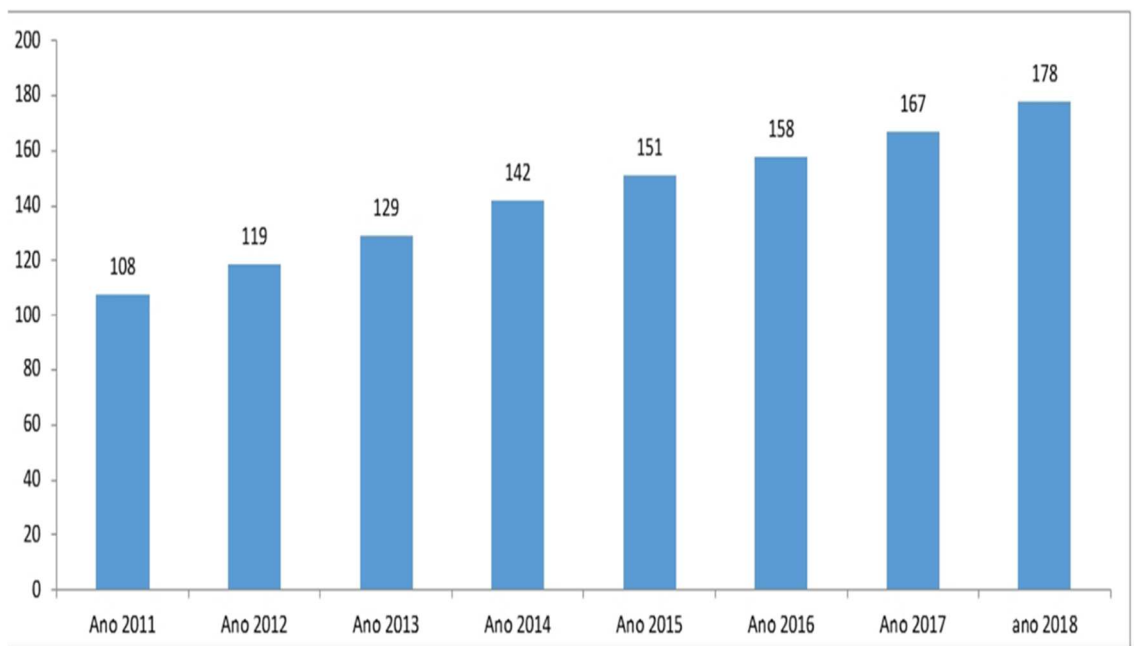
- **Histórico de Faturamento**

Tabela 2 – Histórico de Faturamento

Histórico de faturamento							
Ano 2011	Ano 2012	Ano 2013	Ano 2014	Ano 2015	Ano 2016	Ano 2017	ano 2018
108	119	129	142	151	158	167	178

Fonte: Abrasce

Gráfico 5 - Histórico de Faturamento



Fonte: Abrasce

A indústria de *shoppings* se expandiu mesmo em períodos de desaceleração da atividade econômica do país, o que indica que eles substituíram, em muitos casos, o próprio comércio de rua, em razão da disponibilidade de estacionamento, horários, segurança e outras facilidades oferecidas.

De acordo com o gráfico acima, que mostra a evolução recente do segmento no Brasil, o número de *shopping centers* apresentou, um crescimento de 12,4% ao ano. Nesse aspecto, cabe destacar o fortalecimento da indústria de *shoppings centers* nesse período. Além de oferecer um espaço com conforto, segurança e localizado nos bairros dos consumidores, esses centros comerciais apresentam opções de lazer e entretenimento com diversidade para as compras.

Os centros comerciais também têm se caracterizado por um espaço de convivência social, dado que cerca de um terço dos empreendimentos compõem um complexo multiuso, que incluem atividades diversas, tais como condomínios empresariais, hotéis, torre com centro médico e laboratórios, condomínios residenciais e faculdades.

Nesse caso, a tendência dos complexos multiuso é o da otimização do espaço, o que garante maior comodidade e conveniência para os frequentadores.

Os dados da Associação Brasileira de *Shopping Centers* (Abrasce) mostram que, entre 2012 a 2018, o número de centros comerciais passou de 316 para 541, um crescimento de quase 60%.

- **Histórico de ABL – Área Bruta locável**

A Área Bruta locável é um termo utilizado para designar a área interna de um *shopping center*, destinado à locação de lojas, quiosques, espaços e afins. A ABL é medida em metros quadrados .

Tabela 3 - Evolução de ABL

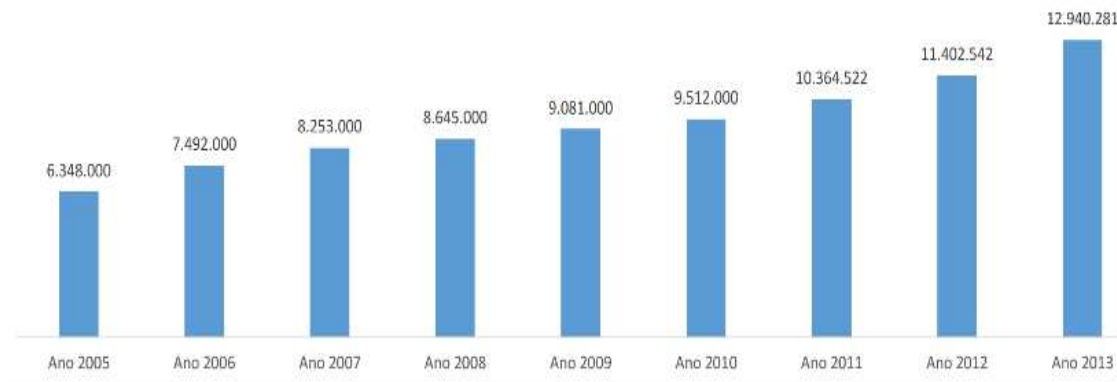
Evolução de ABL													
Ano 2005	Ano 2006	Ano 2007	Ano 2008	Ano 2009	Ano 2010	Ano 2011	Ano 2012	Ano 2013	Ano 2014	Ano 2015	Ano 2016	Ano 2017	Ano 2018
6.348.000	7.492.000	8.253.000	8.645.000	9.081.000	9.512.000	10.364.522	11.402.542	12.940.281	13.845.896	14.679.972	15.236.629	15.580.379	16.322.252

Fonte: Abrasce

Ao analisar a tabela acima, pode-se ver que no ano anterior a crise a ABL dos *shopping centers* praticamente dobrou do ano de 2005 a 2013. De acordo com o Censo nesse intervalo de tempo, o número de *shoppings centers* cresceu 41%, passando de 495 em 2013, para 541 em 2018. O número de lojas cresceu 52,7% e área bruta locável expandiu-se 72,7%, o que significa que um crescimento dos *shoppings* de maior porte no período.

A distribuição dos *shopping centers* por faixa de área bruta locável, mostra que, entre 2005 e 2013, o crescimento no número de *shopping centers* se verificou nas faixas maiores que 20 mil m², apesar de a expansão do segmento a partir da segunda metade dos anos 80 ter ocorrido pela via das cidades menores, fora das capitais e regiões metropolitanas, onde o tamanho médio dos empreendimentos, por questões ligadas ao tamanho do mercado, é necessariamente menor.

Gráfico 6 - Histórico de ABL – Área Bruta Locável



Fonte: Abrasce

3.2.1 Principais Empreendedores

A indústria brasileira de *shopping centers* possui baixo grau de concentração, operando com muitos grupos empreendedores. Os principais grupos e os *shoppings* por eles controlados são os seguintes:

- Ancar Empreendimentos Comerciais, criada em 1972, participando do Conjunto Nacional Brasília, o segundo *shopping* do Brasil, do *Shopping Center* Recife, hoje o maior do país em área bruta locável, do *Shopping Center* Iguatemi Porto Alegre, pioneiro na região, líder de mercado e, segundo a própria Ancar, um dos *shoppings* com maior venda por m² do país, do Nova América *Outlet Shopping* e do Carioca *Shopping*, estes últimos no Rio de Janeiro.

- Brascan, que opera os *shoppings* Rio Sul, Bay Market, Madureira *Shopping* e *Shopping* Paço do Ouvidor.

- Engenharia Comércio e Indústria S. A. (Ecisa), que hoje atua privilegiando a tarefa de administração de empreendimentos, como o Norte *Shopping* (RJ), o *Shopping* Del Rey (BH), o *Shopping* Campo Grande (MS), o *Shopping* Iguatemi (Caxias do Sul/RS), o *Shopping* Recife (PE) e, o *Shopping* Villa-Lobos (SP), todos de sua propriedade, além do Top *Shopping* (RJ) e do *West Shopping* (RJ), de terceiros.

- Irmãos Araújo Engenharia, Comércio S. A. (Ecia), criada em 1954, tem como principal setor de atuação a construção civil, operando na incorporação e construção de casas, apartamentos, conjuntos residenciais, loteamentos, *shopping centers* e academias de ginástica. Na condição de empreendedora de *shopping centers*, a Ecia é a proprietária do *West Shopping*

Rio (Campo Grande/RJ) e do Center *Shopping* Rio (Jacarepaguá/RJ), possuindo também,, o São Gonçalo *Shopping*, no município de mesmo nome.

- La Fonte Participações S. A. é uma empresa holding, cujas principais receitas advêm da prestação de serviços e do retorno de seus investimentos. Além de controlar a Iguatemi Empresa de Shopping Centers S. A., que controla os *shoppings* Iguatemi São Paulo, Iguatemi São Carlos, Praia de Belas, Market Place, Iguatemi Campinas, Iguatemi Rio, entre outros, a La Fonte Participações controla ainda outras companhias, como o Grande Moinho Cearense S. A. e a La Fonte Telecom S. A., esta última reunindo os investimentos do Grupo Jereissati nos setores de telecomunicações e internet.

- O Grupo Malzoni possui, através da empresa Plaza *Shopping* Empreendimentos Ltda., participação nos seguintes empreendimentos: Paulista *Shopping*, West Plaza *Shopping*, *Shopping* Plaza Sul, Condomínio Comercial *Shopping* Pátio Higienópolis e *Shopping* Praia de Botafogo.

- O Grupo Vinci Partners, entre os cinco maiss líquidos do país, em seu portfolio conta com nove shoppings e mais de 49 mil m2 ABL próprios.

- O Grupo Multiplan, através da controlada *Multishopping* Empreendimentos Imobiliários, é líder no mercado nacional de *shopping centers*. Atualmente, a *Multishopping* detém participações muitos empreendimentos: sete *shoppings* regionais (BH *Shopping* e Diamond Mall, em Belo Horizonte, Morumbi *Shopping*, Ribeirão *Shopping* e *Shopping* Anália Franco, em São Paulo, Park *Shopping*, em Brasília, Park *Shopping*, *Village mall* e Barra *Shopping*, no Rio de Janeiro) e um centro de entretenimento (New York City Center, no Rio de Janeiro).

Merecem ainda registro, pela importância e participação no mercado, os seguintes grupos:

- in-Mont (Pinto de Almeida): Ilha Plaza, Plaza *Shopping* e *Fashion Mall*;
- Nacional Iguatemi: Iguatemi Bahia, Feira de Santana e CampinaGrande;
- Otto Baumgart: *Shopping Center* Norte e Lar Center;
- Savoy: *Shopping* Interlagos e Leste Aricanduva;
- Sonae Enplanta: Parque D. Pedro e Pátio Brasil *Shopping*; e
- Construtora Líder: Governador Valadares *Shopping*, *Big Shopping* e Minas Casa.

4 SETOR FINANCEIRO

4.1 Setor Financeiro e o mercado de *Shopping center*

O tipo de empreendimento de shopping center atingiu elevado nível de modernização e diversificação e assumiu participação expressiva nas vendas do varejo. O empreendedor de *Shopping Centers*, ou seja, a empresa proprietária do mesmo, pode ser uma instituição, sindicato, sociedade limitada, ou pode até mesmo não ser uma empresa, mas sim, um indivíduo. O empreendedor, assim, é fundamentalmente um empresário que tem como missão organizar os fatores de produção, ou seja, seu trabalho não é apenas o de construir um edifício e locá-lo para lojistas.

Ao contrário do cenário encontrado nos países onde o setor de *Shopping Center* é mais desenvolvido, no Brasil o mercado investidor ainda é extremamente segmentado. Enquanto aqui as três maiores empresas representam menos de 30% do mercado, em países como EUA, Canadá, Argentina, as três maiores empresas apresentam mais de 50% da participação do mercado. Essas três maiores empresas do setor hoje, no Brasil, são os grupos BRMALLS, Multiplan e Iguatemi, os três listados em bolsa, em 2007, período de amplo crescimento do setor.

Segundo dados disponibilizados pelo IBGE, as taxas de crescimento anual do varejo no Brasil se mantiveram altas nos primeiros anos da atual década, sendo de 10,88% e 8,42% em 2010 e 2012, respectivamente. No entanto, mesmo apresentando crescimentos positivos até 2014, o setor passou a contrair em 2015 e 2016, devido ao cenário de crise econômica. Tal movimentação é explicada em grande parte pela política de oferta de crédito e juros baixos praticados até 2014, aliado a redução impostos e tarifas.

No entanto, com a piora dos indicadores macroeconômicos brasileiros e as políticas contracionistas, o consumidor passa a ter menos renda, assim como as empresas do varejo, dado o aumento da taxa básica de juros, elevação do custo de energia elétrica, maior tributação de produtos e importações mais caras.

De outra parte, a interligação dos mercados financeiros incorporou vantagens fantásticas, mas trouxe a semente da instabilidade, especialmente para países menos preparados para enfrentar a competição pela atração dos capitais internacionais. As crises mostraram-se presentes e com um agravante perigoso: a velocidade de propagação e a intensidade da movimentação dos fluxos financeiros tornaram virtualmente impossíveis o seu controle a partir de sua deflagração.

Diante dos desafios da concorrência em escala internacional, não há crescimento econômico sem aumento do endividamento – embora o inverso nem sempre se confirme. O crescimento deste setor econômico depende de fontes de financiamento.

4.2 fontes de receitas e de financiamento

4.2.1 fontes de receitas

A capacidade de auferir receitas é determinante para o sucesso financeiro de um *shopping center*, cujas principais fontes de receita são as seguintes:

- Aluguel: A renda de aluguel – mais importante fonte de receita dos empreendedores – é composta de um percentual sobre o faturamento bruto da loja, chamado aluguel variável, sendo também fixado um piso mínimo, chamado aluguel fixo, reajustado anualmente.

Toda vez que o aluguel variável não alcança o piso (aluguel fixo), o lojista arca com a diferença entre os dois. Os valores fixo ou variável do aluguel dependem da capacidade, previamente reconhecida, que o lojista possui em atrair público para o *shopping*. O aluguel variável parte de cerca de 2,5% do faturamento bruto no caso de lojas-âncora e chega até cerca de 8% do faturamento bruto nas lojas-satélite, responsáveis pela maior parcela dos aluguéis pagos aos empreendedores.

- Cessão de direitos de uso (luvas): A cessão de direitos é uma fonte relevante de receita dos *shopping centers* que, porém, vem perdendo importância, uma vez que se baseia na relação entre oferta e procura por pontos comerciais no interior dos *shoppings*, relação que, na atual crise do comércio, vem pendendo mais favoravelmente para o lado da demanda do que da oferta.

- Fundo de promoção: Quando é gerido pelo empreendedor, de modo a financiar gastos que resultem em atração de fluxo de pessoas ao *shopping*.

- Estacionamento: Vem se tornando uma das principais receitas do empreendedor. O fato de haver cobrança ou não e o valor da tarifa podem ser identificados como termômetros do sucesso do *shopping*, ressalvados certos casos, incluindo aqueles em que a cobrança é proibida por lei municipal.

- Despesa condominial: Compõe-se do rateio das despesas comuns gerais, tais como energia, água etc.

4.2.2. fontes de financiamento

Historicamente, o empreendedor do ramo de *shopping center* utilizava seus recursos próprios e, a partir dos bons resultados, se encontrava capaz de obter empréstimos bancários. Empréstimos bancários provados dependentes da análise positiva de crédito fornecida pelos bancos privados ou dependentes de políticas públicas de desenvolvimento quando envolve bancos públicos e o próprio BNDES.

Com a evolução do mercado de capitais brasileiro, alguns grandes grupos comerciais alcançaram o mercado acionário e fizeram abertura de capitais com lançamento de ações em Bolsa.

Havia uma extrema dificuldade na obtenção de financiamento para esse tipo de empreendimento, pois o mesmo necessitava de grande prazo de maturação e investimentos volumosos, assim, nessa década, a maioria dos *shoppings* foi construída com recursos próprios dos empreendedores ou com o auxílio de capitais internacionais.

Atualmente, o setor ganhou impulso em função das boas condições da economia nos idos de 2000, houve aumento do número de investidores estrangeiros especializados no setor em busca de se associar às empresas brasileiras. Esse movimento está muito ligado também ao movimento global, com reflexos na realidade brasileira, do deslocamento do eixo de investimentos para mercados menos saturados, com um potencial maior de expansão, com terrenos menos valorizados e mais disponíveis para negócios.

O empreendedor de *Shopping Centers*, ou seja, a empresa proprietária do mesmo, pode ser uma instituição, sindicato, sociedade limitada, ou pode até mesmo não ser uma empresa, mas sim, um indivíduo. O empreendedor, assim, é fundamentalmente um empresário que tem como missão organizar os fatores de produção, ou seja, seu trabalho não é apenas o de construir um edifício e locá-lo para lojistas.

Ao contrário do cenário encontrado nos países onde o setor de *Shopping Center* é mais desenvolvido, no Brasil o mercado investidor ainda é extremamente segmentado. Enquanto aqui as três maiores empresas representam menos de 30% do mercado, em países como EUA, Canadá, Argentina, as três maiores empresas apresentam mais de 50% da participação do mercado. Essas três maiores empresas do setor hoje, no Brasil, são os grupos *BRMALLS*, *Multiplan* e *Iguatemi*, os três listados em bolsa. As três fizeram o IPO de forma bem sucedida em 2007, o que culminou diretamente na posição de liderança atual.

Assim, o IPO da *BRMALLS* ocorreu em abril de 2007, tendo sido a empresa que apresentou a maior captação no ano (R\$ 2,6 bilhões). Em julho de 2007, a *Multiplan* abriu seu

capital e captou recursos da ordem de, aproximadamente, R\$ 666 milhões. Já a Iguatemi teve seu IPO em fevereiro de 2007, que resultou em uma captação de aproximadamente R\$ 550 milhões.

Emissões no mercado de capitais de títulos de renda fixa também impulsionam este segmento. OS títulos mais comuns são as debentures e as notas promissórias mas recentemente os CRI – certificados de recebíveis imobiliários imovou uma nova forma de captação de recursos de terceiros.

Todos estes instrumentos financeiros, sejam as ações, debentures os CRI, são destinados ao investidor de maior poder aquisitivo, mais especificamente os investidores institucionais. Nos anos recentes, a CVM introduziu a possibilidades de gestão de fundos estruturados, sendo eles os fundos imobiliário FII, os fundos de participações FIP também conhecidos como Private equity e os FIDIC – fundos de investimentos em direitos creditórios,

Na tabela abaixo – com dados fornecidos pela Ambima, verifica-se que a partir de 2006 a evolução do patrimônio dos fundos FII, FIP e FIDIC. Com estas novas modalidades de fundos de investimentos, outro tipo de investidor passa a ter acesso a categoria de investimentos em ativos relacionados a *shopping centers*.

Em termos comparativos com toda a indústria de fundos , a participação destes fundos estruturados não é significativa. Em 2019 – os FIDIC representam 2% ; os FIP 5% e os FII - Fundos imobiliários 2% do volume de patrimônio da indústria de fundos. Mas vale destacar o crescimento deste tipo de produto e a importância da existência de mais um instrumento do mercado de capitais capaz de atrair investidores para o ramo do comércio de *shopping*.

Tabela 4 – Patrimônio Líquido por classe ANBIMA

Patrimônio líquido por classe ANBIMA											
											Voltar ao índice
Dados em R\$ milhões											Jan/19
Período	Renda fixa ¹	Ações	Multimercados	Cambial	Previdência	ETF	FIC	FI	FI	Off shore	Total
dez-06	510.238,33	92.988,56	212.877,1	1.279,8	74.535,8	2.735,4	19.330,2	-	173,1	25.458,3	939.616,5
dez-07	545.333,66	176.141,29	275.705,2	694,2	92.560,1	3.747,2	28.688,4	-	292,7	36.738,2	1.053.901,2
dez-08	549.651,46	112.768,84	266.191,2	768,9	111.380,5	1.935,6	43.523,4	15.767,3	378,2	23.788,9	1.026.095,3
dez-09	618.919,62	166.119,30	335.970,1	650,8	148.969,3	2.904,0	53.288,3	24.696,6	758,3	50.623,0	1.403.101,2
dez-10	726.095,15	163.173,73	404.879,6	863,4	184.072,6	2.409,5	59.432,0	42.538,7	2.950,9	58.862,5	1.671.284,3
dez-11	911.217,89	181.582,84	399.741,2	924,3	230.951,9	3.249,2	79.431,3	69.951,7	9.334,3	96.002,5	1.941.387,1
dez-12	1.050.899,33	202.727,56	475.242,6	796,6	291.739,0	4.336,7	84.606,9	87.701,8	26.650,1	64.488,5	2.270.189,0
dez-13	1.321.208,14	205.989,60	508.825,7	2.192,8	330.938,5	3.120,2	77.548,0	125.112,5	35.061,3	59.644,6	2.469.639,3
dez-14	1.248.578,91	176.327,33	533.931,4	3.093,7	399.743,5	3.302,9	66.303,5	154.168,7	49.075,4	57.120,2	2.691.585,6
dez-15	1.409.959,07	139.698,89	588.691,7	6.381,0	494.419,5	2.723,9	74.547,9	173.127,8	59.639,5	45.323,4	2.994.512,7
dez-16	1.677.675,77	149.805,95	670.343,6	3.823,0	618.996,0	3.798,0	86.621,4	179.854,0	61.546,3	36.625,5	3.489.289,4
dez-17	1.916.528,63	228.108,39	844.347,5	3.079,8	730.869,5	6.917,1	103.489,0	211.845,8	84.236,5	40.517,1	4.149.919,4
jan-18	1.945.976,79	245.462,91	872.313,8	3.143,5	737.331,4	8.028,0	104.138,9	214.274,4	88.686,3	41.661,8	4.241.017,5
fev-18	1.950.709,31	249.277,34	888.802,2	3.261,1	742.226,7	8.669,1	98.865,3	221.319,4	89.527,6	42.194,6	4.274.792,7
mar-18	1.958.117,31	254.811,78	909.811,9	3.429,8	751.794,5	9.121,1	101.295,5	225.990,1	71.480,6	43.067,2	4.328.919,7
abr-18	1.960.243,62	267.389,77	928.228,7	3.570,8	758.838,2	8.798,7	106.023,7	219.603,9	72.792,4	41.859,5	4.385.289,2
mai-18	1.964.224,02	249.847,68	928.653,2	4.028,9	757.335,1	7.640,7	101.361,9	230.039,7	74.194,9	41.980,1	4.359.312,1
jun-18	1.959.733,24	239.312,81	924.420,3	5.227,7	759.456,9	6.894,4	105.575,3	233.988,5	74.801,9	40.471,4	4.349.662,3
jul-18	1.975.458,63	249.855,71	935.296,4	5.258,5	767.468,3	6.949,4	107.578,2	235.994,0	76.444,2	43.019,5	4.403.182,8
ago-18	1.997.125,89	248.195,07	949.649,8	5.438,3	772.658,0	6.701,4	108.695,7	237.336,5	76.280,5	45.977,9	4.448.038,9
set-18	2.011.628,14	265.562,49	957.637,5	5.532,9	778.416,8	7.121,7	110.745,3	234.019,3	75.587,8	44.644,5	4.490.876,3
out-18	2.034.126,84	290.342,42	966.828,0	4.659,4	790.189,0	9.417,4	110.392,5	234.167,8	78.640,7	40.800,0	4.559.574,0
nov-18	2.032.773,88	301.761,09	968.142,1	4.959,4	797.734,4	10.063,4	111.704,6	230.846,1	79.860,0	42.276,4	4.579.551,4
dez-18	2.044.394,37	304.479,86	980.203,6	4.365,4	808.768,8	11.368,9	114.378,3	234.935,8	81.067,1	42.337,2	4.626.298,9
jan-19	2.068.701,16	327.842,92	999.005,9	4.071,7	812.984,1	13.697,2	114.423,7	238.903,7	81.067,1	42.337,2	4.700.040,7
	44%	7%	21%	0%	17%	0%	2%	5%	2%	1%	100%

Fonte: ANBIMA

4.3 Os Fundos Imobiliários no Setor de *Shopping Centers*

A participação do investimento de forma indireta no segmento imobiliário vem crescendo, seja entre investidores individuais, seja entre investidores institucionais como fundos de pensão, seguradoras e gestores de investimentos.

Este instrumento financeiro vem crescendo ano a ano como alavancador de recursos para o crescimento dos investimentos em *shopping*. Neste caso, os pequenos investidores podem adquirir cotas de um fundo imobiliário e os recursos serão destinados aos investimentos em ativos imobiliários que compreende desde imóveis, hospitais, escritórios e o alvo deste estudo que são os centros comerciais.

Imagem 1 - FII

Fundos de Investimento Imobiliários	
Acesso	Possibilidade de investimento em Shopping Centers, Lajes Corporativas, Galpões Logísticos e outros ativos de grande porte a partir de R\$ 100,00.
Liquidez	Negociação diária em bolsa das cotas. Possibilidade de vender apenas parte do investimento.
Custos	Transações em geral sofrem apenas corretagem de 0,5% dependendo do acordo do cliente com sua corretora de valores.
Gestão Profissional	Equipe de profissionais especializados para cuidar de toda a gestão dos ativos investidos.
Benefício Fiscal	Isonomia de imposto de renda nos rendimentos distribuídos.

Fonte: Abrasce

A possibilidade de ampliação do acesso a investidores no segmento imobiliário foi um dos principais fatores que estimulou o surgimento no mercado do conceito de fundo de investimento imobiliário, regulamentado pela legislação brasileira a partir da década de 90, por meio da lei 8668/93 e da Instrução 205/94 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2010).

O FII é um condomínio de investidores com o objetivo de aplicar recursos financeiros, em empreendimentos imobiliários, a serem implantados ou já concluídos. O cotista do FII não

tem nenhum direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo. Assim, a regulamentação exige o titular das cotas de responder pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual relativa aos imóveis e empreendimentos integrantes do fundo ou do administrador.

A administração do fundo compreende a gama de ofícios direta ou indiretamente relacionados ao seu funcionamento e manutenção, que pode ser prestada pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, desde que devidamente habilitados.

A qualificação e experiência do administrador do FII é um aspecto de grande importância na seleção do investimento uma vez que este é o proprietário fiduciário dos imóveis e direitos integrantes do patrimônio do fundo, exercendo todos os direitos e obrigações em benefício dos cotistas.

As principais vantagens dos FIIs são:

- (i) acesso ao mercado imobiliário;
- (ii) ganhos de escala;
- (iii) diversificação;
- (iv) simplificação; e
- (v) possibilidade de fracionar o investimento.

Num primeiro momento o financiamento era feito por intermédio do BNDES ou por meio de fundações que comprovavam participações dos *shoppings* como aquecimento do setor posteriormente a 2005, os fundos americanos passaram a investir nas maiores empresas de *shoppings*, abrindo assim o capital, com tal abertura houve aumento de recursos desses fundos, do mercado e dos bancos nacionais.

Os *shoppings centers* se recuperaram do período de recessão econômica e favoreceram o mercado de fundos imobiliários, investimentos diretos em incorporações imobiliárias exigem elevado desembolso de capital, pois normalmente o valor mínimo de cada investimento corresponde ao valor de cada imóvel adquirido. Já o Fundo de Investimento Imobiliário possibilita o acesso ao pequeno investidor que, com um valor relativamente baixo, pode investir no setor imobiliário e, em muitos casos, possibilita a diversificação com a participação simultânea em diversos imóveis.

Os fundos que investem em *shoppings centers* representa hoje a segunda maior categoria entre os fundos Imobiliários do mercado em termos de patrimônio líquido, tanto na bolsa quanto fora.

Tabela 5- Principais Fundos no Mercado

Fundo	Código	Fundo	Código
ABC Plaza Shopping	ABCP11	Opportunity	FTCE11B
Ancar IC	ANCR11B	Panamby	PABY11
Anhanguera Educacional	FAED11B	Parque Dom Pedro Shopping Center	PQDP11
BB Fundo de Inv. Imob. Progressivo	BBFI11B	Presidente Vargas	PRSV11
Caixa Cedae	CXCE11B	Projeto Água Branca	FPAB11
CSHG Brasil Shopping	HGBS11	RB Capital Renda I	FIP11B
CSHG Real Estate	HGRE11	Rio Bravo Renda Corporativa	FFC11
CSHG Recebíveis Imobiliários BC	CSBC11	São Fernando	SFND11
Edifício Almirante Barroso	FAMB11B	SCP	SCPF11
Edifício Ourinvest	EDFO11B	Shopping Pátio Higienópolis	SHPH11
Europar	EURO11	Sigma	FSIG11
Excellence	FEXC11B	Square Faria Lima	FLMA11
Floripa Shopping	FLRP11B	Torre Almirante	ALMI11B
Hospital da Criança	HCRI11B	Torre Norte	TRNT11B
Hospital Nossa Senhora de Lourdes	NSLU11B	Via Parque	FVPQ11
Hotel Maxinvest	HTMX11B	West Plaza	WPLZ11B
Memorial Office	FMOF11		

Fonte: Abrasce

Um dos aspectos que mais tem atraído a atenção dos pequenos aos grandes investidores na forma indireta de investimento em imóveis é o incentivo fiscal. O FII possui isenção de impostos como PIS, COFINS e Imposto de Renda (Incidirá IR nas aplicações do caixa do fundo). Entretanto, para que o fundo tenha o benefício tributário, é necessário ainda distribuir aos cotistas no mínimo 95% de seu lucro pelo menos a cada seis meses. Também não é permitido ao fundo investir mais de 25% de seu patrimônio em empreendimento imobiliário com pessoa a ele ligado.

Para as pessoas físicas que investem em FIIs, a Lei nº 11.033/04 confere a isenção de imposto de renda para os rendimentos distribuídos pelo fundo, desde que se trate de fundo com no mínimo 50 quotistas e tenham suas cotas negociadas exclusivamente em bolsa ou mercado de balcão organizado. Além disso, o investidor pessoa física não pode ter rendimentos que representem mais do que 10% dos lucros percebidos pelo FII ou deter mais do que 10% das cotas do fundo.

Com relação às pessoas jurídicas, tanto os rendimentos como os ganhos de capital, uma vez distribuídos pelos fundos imobiliários (apuração de acordo com o regime de caixa), recairá imposto de renda na fonte, à alíquota de 20%. Vale lembrar que o ganho de capital fruto da alienação das cotas no mercado secundário é tributado à alíquota de 20%.

Considerando que o Fundo Imobiliário é uma alternativa bastante procurada para investimento direto em imóveis, visando o benefício da valorização deste mercado no Brasil,

bem como à atratividade da geração de renda, este trabalho tem uma contribuição ao melhor entendimento do segmento e pode respaldar as estratégias de gestores dos fundos.

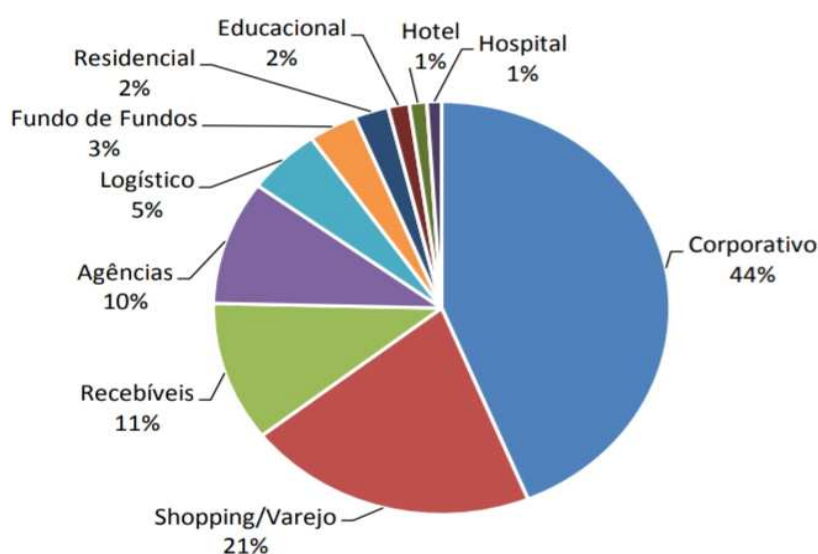
Um fundo de investimento possui diversas opções de alocação de recursos, cabendo ao gestor atuar de acordo com as suas estratégias e escolhas de ativos. As questões fundamentais são em que classes de ativos e em que proporções os recursos deverão ser alocados .

Os fundos imobiliários foram estruturados com o objetivo de se tornarem um mecanismo que aumente a eficiência no investimento em imóveis. Em função disto, conseguem apresentar vantagens relevantes na comparação com o investimento direto em imóveis por pessoas físicas. São cinco as principais: acesso, liquidez, custos, gestão profissional, benefício fiscal.

No que diz respeito ao acesso, o mercado de fundos de investimento imobiliário permite que o investidor pessoa física comum, com um patrimônio disponível para investimento reduzido, possa estar exposto aos riscos e benefícios de imóveis de grande porte, como edifícios corporativos, galpões logísticos e *shopping centers*. Com cotas que em geral são lançadas a R\$ 100,00, praticamente qualquer investidor pode através dos FIIs adquirir participação em empreendimentos deste porte.

A legislação atualmente vigente permite que FIIs invistam em qualquer ativo que possa ser enquadrado como um imóvel, além de possibilitar também o investimento em recebíveis derivados de algum imóvel ou até mesmo em cotas de outros fundos, o que resultou em um mercado com uma série de opções diferentes de investimento.

Gráfico 7 - Diversificação de investimentos em 2018



Fonte: Abrasce

Em 2018 o mercado possuía uma exposição nitidamente concentrada no setor de lajes corporativas, *shoppings* e imóveis de varejo, que respondiam por aproximadamente 82% do patrimônio do mercado.

4.3.1 Principais Gestores e Administradores

Para ser o responsável judicialmente pelo fundo e de um gestor, que é quem toma as decisões de investimento do produto. Muitas vezes o próprio administrador também atua como gestor, o que faz com que os maiores players do mercado muitas vezes sejam os mesmos seja qual for a ótica utilizada.

Tabela 6 – Principais Administradores

Administrador	Valor de Mercado (R\$ milhões)
BTG Pactual	4831,16
Credit Suisse Hedging-Griffo	2907,34
Rio Bravo Investimentos	2506,96
Votorantim Asset Management	2186,13
Banco Ourinvest	2239,81
Citibank	1625,30
Brazilian Mortgages	1104,72
Caixa Economica Federal	901,17
Intrag	691,95
Banco J Safra	666,54

Fonte: Bloomberg

Tabela 7 – Principais Gestores

Gestor	Valor de Mercado (R\$ milhões)
BTG Pactual	4736,21
Credit Suisse Hedging-Griffo	2907,34
Rio Bravo Investimentos	2757,28
Banco Ourinvest	2167,75
Votorantim Asset Management	2055,58
Brazilian Mortgages	1035,47
Kinea Investimentos	938,56
RB Capital	701,22
XP Gestao de Recursos	681,12
Banco J Safra	585,17

Fonte: Bloomberg

Isto fica evidente ao observar os primeiros cinco maiores, que se repetem em ambos os casos. O caso do CSHG é ainda mais interessante. O banco não administra nenhum fundo do qual não seja gestor assim como não é gestor de absolutamente nenhum fundo o qual não administre.

4.4 Reits Americanos

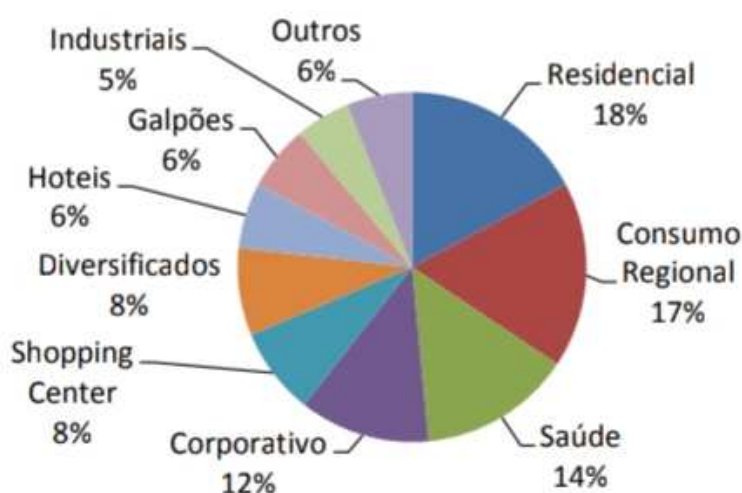
Os *Real Estate Investment Trusts*, ou REITs, surgiram nos Estados Unidos no ano 1960 criados pelo então presidente Dwight Eisenhower. Por serem os precursores do mercado possuem muitas características em comum com todos os outros instrumentos financeiros de investimento em imóveis equivalentes, incluindo os FIIs brasileiros.

Inicialmente uma característica presente em todas as estruturas analisadas neste estudo, que é a de distribuir a maior parte de seu lucro líquido para seus cotistas. No caso dos EUA, seus REITs são obrigados a distribuir anualmente 90% deste lucro. Além disso, todo lucro líquido distribuído pelos REITs é deduzido do lucro que poderia sofrer incidência de imposto, de modo que os dividendos chegam ao cotista sem influência direta de impostos no nível corporativo.

Diferente do que ocorre aqui no Brasil, o mercado americano não tem estímulos fiscais diretos para o cotista. Uma vez recebidos os rendimentos, o cotista tem de arcar com o imposto de renda.

A diversificação dos REITs americanos é bastante diferente dos FIIs nacionais. Enquanto no Brasil mais de 50% está em ativos corporativos, posteriormente em *Shoppings* e varejos nos EUA apenas 12% está nesta classe de ativos. Existe uma distribuição equilibrada, com maiores concentrações em apartamentos e *shoppings* regionais

Gráfico 8 - diversificação dos REITs americanos



Fonte: Abrasce

4.5. Principais Tendências dos *Shopping Centers*

A atividade de *shopping centers* vem passando por mudanças nas suas características. Os principais movimentos observados são:

- Concordata, falência e encerramento de atividades de tradicionais lojas-âncora dos *shopping centers*, o que gera aumento na dependência dos *shoppings* ao desempenho das lojas-satélite componentes de seu mix e necessidade de readequação de mix, com os *shoppings* destinando maiores espaços para serviços, cultura, lazer e entretenimento.

- A ampliação das áreas destinadas para serviços por se tratar de uma importante tendência do negócio de *shopping centers* no Brasil. Tem crescido com muita velocidade o espaço destinado a consultórios e clínicas médicas, laboratórios, serviços públicos, universidades e outros. Tal movimento tem efeitos contrários, pois ao mesmo tempo que gera um fluxo de pessoas em horários, dias e épocas que não concorrem com os picos das lojas tradicionais, reduz a receita média por m², pois tais atividades pagam, por m², um aluguel menor que as lojas-satélite, uma vez que quanto maior a loja menos ela paga por m².

- O crescimento da área dos *shopping centers* tem sido, principalmente nas regiões metropolitanas, superior ao crescimento do mercado, o que eleva os riscos de superposição de empreendimentos e de competição dos *shoppings* por lojistas, resultando na redução do poder de barganha dos empreendedores de *shoppings* junto aos lojistas e, conseqüentemente, na redução da cessão de direitos de uso (luvas) recebida pelos empreendedores. Se, nos primórdios da atividade no Brasil, os *shoppings* financiavam sua construção contando com as luvas, hoje essa forma de financiamento está restrita, obrigando os empreendedores a buscar outras fontes.

- Outro fator que limita as fontes de financiamento dos empreendimentos é a redução da participação dos fundos de previdência privada no segmento de *shopping centers*, que se tornou obrigatória a partir da entrada em vigor da Resolução 2.829, do CMN, de 30.03.01, que no artigo 34 do seu regulamento anexo determina reduções progressivas na alocação de recursos no segmento imóveis por parte dos fundos de previdência privada. Tal fato, uma vez que representou o fim de uma das principais fontes de recursos para o investimento em *shoppings*, força a criação de novas modalidades de financiamento, a exemplo de fundos imobiliários.

- A redução dos espaços livres para a construção de *shopping centers* nas regiões metropolitanas pode inviabilizar ou, ao menos, ampliar os custos de construção dos empreendimentos localizados nas grandes cidades.

- O aumento no número de *shopping centers* e de lojistas não tem sido acompanhado na mesma proporção pelo aparecimento de novas marcas, o que vem tornando os *shoppings* menos diferenciados, na percepção dos clientes.

- A expansão dos *shopping centers* para fora das capitais (interiorização) é uma tendência crescente

- Quanto à administração de *shopping centers* por terceiros, 43% deles hoje possuem, segundo a Abrasce, administração terceirizada. Além disso, vem se ampliando o número de serviços internos ao *shopping* que são contratados por terceiros, tais como atividades de marketing, comercialização de espaços, auditoria de lojas, arquitetura, estacionamento etc.

- Um último fator seria o aumento do peso do gasto com energia, em função da elevação das tarifas, o que se reflete na arquitetura dos novos *shopping centers*, mais voltada para o aproveitamento da luz solar, reaproveitamento de água, pautas sustentáveis.

4.6 O Caso Multiplan – Multiplan/ Multishopping Empreendimentos Imobiliários S.A

De acordo com dados da própria empresa, a Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A. é uma das maiores empresas de *shopping centers* do Brasil. Fundada como uma empresa *full service*, responsável pelo planejamento, desenvolvimento, propriedade e administração de um dos maiores e melhores portfólios de *shopping centers* do Brasil.

A Multiplan, através da *Multishopping* Empreendimentos Imobiliários, é líder no mercado nacional de *shopping centers*. Atualmente, a *Multishopping* detém participações muitos empreendimentos: sete *shoppings* regionais (BH Shopping e Diamond Mall, em Belo Horizonte, Morumbi *Shopping*, Ribeirão *Shopping* e *Shopping* Anália Franco, em São Paulo, Park *Shopping*, em Brasília, Park *Shopping*, Village mall e Barra *Shopping*, no Rio de Janeiro) e um centro de entretenimento (New York City Center, no Rio de Janeiro).

Estabelecida em 1974, a Multiplan possui uma das melhores carteiras do setor, com 19 unidades em grandes mercados consumidores do Brasil, como Rio de Janeiro, São Paulo, Minas Gerais, Distrito Federal e Rio Grande do Sul, que somadas são mais de 2 milhões de metros quadrados construídos, mais de 5.700 lojas e cerca de 180 milhões de consumidores por ano.

A Multiplan atua na área de incorporação imobiliária, e é pioneira em investimentos em empreendimentos comerciais e residenciais, chamados de multiuso. A empresa oferece mais do que um *shopping centers*, oferece opções de moradia, trabalho, lazer, compras, serviços, comodidade e conveniência aos seus usuários o que promove uma sinergia com as atividades relacionadas aos *shoppings*.

É uma das mais antigas empresas de *shopping center* no Brasil, a empresa tem alguns dos seus ativos como os mais representativos deste mercado. Desde o início se caracterizou por construir seus *shoppings* em áreas pouco exploradas das grandes cidades. Nos últimos anos vem focando sua estratégia em criar complexos multiusos (*shopping*, torres comerciais e condomínios empresariais e torres residenciais).

Com relação à estrutura de propriedade, nos últimos anos o principal acionista diminuiu sua participação, mas ainda detém a posição de maior acionista além de acumular a presidência executiva e do conselho de administração. A empresa possui ainda dois outros investidores estrangeiros com grande participação acionária, sendo um deles um fundo de pensão canadense que mantém uma participação representativa no período.

A Multiplan detém uma das maiores carteiras do setor, com operações no Rio de Janeiro, São Paulo, Brasília, Minas Gerais, Rio Grande do Sul, Alagoas e Paraná, somando mais de 2 milhões de m² construídos. Em Fevereiro de 1975, foi criada a primeira empresa da Multiplan, a Embraplan, que atuava na área de Planejamento, Engenharia e Projetos e foi pioneira na construção de *shoppings* com praça de alimentação.

Em 1979, inaugurava-se o BH *Shopping*, que além de ser o primeiro em Minas Gerais, foi o empreendimento que inaugurou o símbolo de trevo da Multiplan, que foi originário do trevo rodoviário de Minas Gerais. Em 1983, a Multiplan lançou um condomínio residencial composto por cinco edifícios em uma área de 59 mil m², a Chácara Santa Elena, em São Paulo.

Com a expansão do setor e da própria Multiplan, os sócios acordaram em realizar um IPO (*Initial Public Offer*) com o nome Multiplan e sigla MULT3, para se tornar uma sociedade por ações aberta em bolsa e concentrar suas atividades no segmento de *shopping centers*. Segundo a própria Empresa seu objetivo principal foi garantir um crescimento sustentável, com um portfólio de qualidade, ativos premium, sob gestão, maximizando o valor para os acionistas da empresa.

Com a crise do mercado em 2014, as ações da Bolsa de Valores no Brasil sofreram fortes desvalorizações. Em contrapartida, a indústria de *shopping centers* se mostrou sólida, aumentando a sua área bruta locável (ABL) e mantendo seus aluguéis e vendas crescentes acima da inflação, mostrando ser um ativo seguro em tempos de aversão ao risco.

A Companhia contabilizou até o final de 2018, uma participação de média de 77% em 19 *shopping centers* distribuídos pelo Brasil, dos quais administra 18, mais de 5.400 lojas e tráfego anual estimado em 180 milhões de visitas – totalizando uma ABL de 833.165 m².

A Companhia também participa estrategicamente do setor de desenvolvimento de imóveis comerciais e residenciais, gerando sinergias para operações relacionadas a *shopping*

centers ao criar projetos multiuso em áreas adjacentes. Quanto aos FII relacionados a Multiplan têm suas cotas também negociados em bolsa, comprados em totalidades ou em parcelas de diferentes shoppings, assim

4.6.1 Estrutura societária

A Multiplan realizou o seu primeiro IPO (*Initial Public Offer*), em 2002, na Bovespa, com a distribuição primária de 29.900.000 de ações ordinárias. A Multiplan, MULT3 passou a ser listada no Mercado Bovespa em 27 de Julho de 2007. Atualmente, as ações da empresa pertencem à lista de ativos Nível 2 da principal bolsa de valores brasileira.

Dentre os direitos que a Multiplan garante ao acionista MULT3, estão: o direito de tag along de 100%; o direito ao dividendo mínimo obrigatório sobre o lucro líquido de cada exercício social; o direito a voto pleno; o direito a reembolso de capital; e a garantia de restrição de circulação de ações.

A Multiplan assegura ao investidor detentor de ações ordinárias MULT3 o direito de tag along de 100% sobre o preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador no caso de venda do controle acionário da empresa.

Sobre o direito a dividendos, de acordo com o Estatuto Social da Multiplan e com a Lei das Sociedades por Ações, é conferido aos titulares de ações de emissão da companhia direito ao recebimento de dividendo mínimo obrigatório, em cada exercício social, equivalente a 25% do lucro líquido ajustado.

O capital social da Companhia Multiplan S.A., subscrito e integralizado é de R\$ 265.419.053,00 (duzentos e sessenta e quatro milhões, quatrocentos e dezenove mil, e cinquenta e três reais), e dividido em 120.266.332 (cento e vinte milhões, duzentas e sessenta e seis mil, trezentas e trinta e duas) ações nominativas e sem valor nominal, as quais são divididas em 92.267.820 (noventa e dois milhões, duzentas e sessenta e sete mil e oitocentas e vinte) ações ordinárias e 27.998.512 (vinte e sete milhões, novecentos e noventa e oito mil e quinhentas e doze) ações preferenciais, sendo a totalidade das Ações Preferenciais de titularidade da CFBrazil.

A Companhia é titular do controle societário de (a) CAA Corretagem Imobiliária Ltda., (b) CAA Corretagem e Consultoria Publicitária Ltda., (c) Renasce - Rede Nacional de *Shopping Centers* Ltda., (d) Multiplan Administradora de *Shopping Centers* Ltda., (e) MPH Desenvolvimento Imobiliário Ltda., assim como de todas e quaisquer subsidiárias a serem

constituídas conforme acordado pelos Acionistas, e de, aproximadamente, 98% (noventa e oito por cento) do empreendimento residencial denominado "Península Royal Green" (tais sociedades, em conjunto, "Subsidiárias").

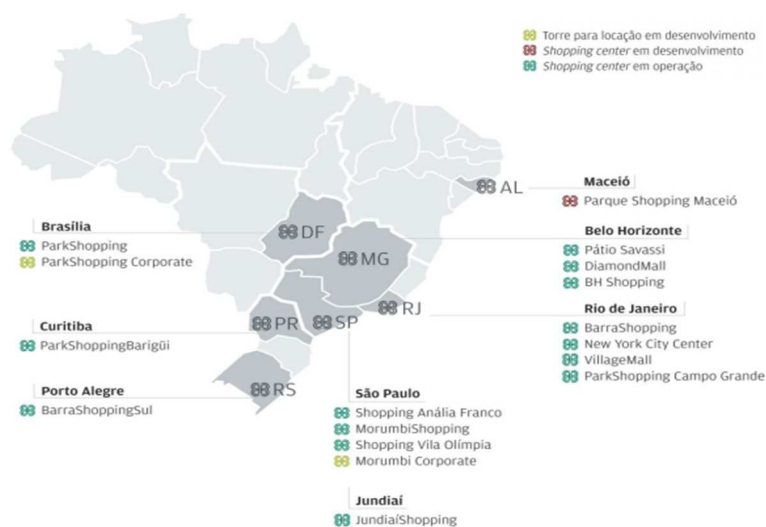
Em 31 de Dezembro de 2018, 27,4% das ações da Companhia eram detidas direta e indiretamente pelo Sr. E pela Sra. Peres. A *Ontario Teacher's Pension Plan* (OTTP), cuja foi feita uma parceria por meio da sua subsidiária *Cadillac Fairview*, detinha 27,4% e o *free-float* era equivalente a 44,8%. As ações detidas pela administração e em tesouraria totalizavam 0,4% das ações emitidas. O total de ações emitidas é de 200.253.625. (Multiplan, 2019).

Tabela 8 - Participação Acionária

PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA 2018	
Free-Float	44,70%
OTTP	27,40%
MTP+Peres	27,40%
Adm.+Tesouraria	0,50%

Fonte: Multiplan/Próprio autor

Imagem 2 - Distribuição dos *shopping centers* Multiplan pelo Brasil



Fonte: Aprendiz de Investimentos

A Multiplan está inclusa no segmento de shopping centers e vem enfrentando desafios de crescimento no cenário macroeconômico brasileiro. O setor é diretamente impactado pelas variáveis de renda e consumo, aumentando ou diminuindo as expectativas futuras de faturamento e rentabilidade do negócio.

A Multiplan com a evolução do mercado de capitais brasileiro atraiu novos investidores neste segmento econômico, se adequando as mutações necessárias do mercado financeiro. Destaca-se os fundos imobiliários que trouxe avanços nas formas de financiamento sendo uma forma de se manter estável frente as instabilidades econômicas.

5 CONCLUSÕES

Frisa-se que o setor de comércio e serviços passou por um processo de acelerada expansão a partir de meados dos anos 2000 e meados da atual década. Essa expansão de demanda gerou uma pressão no mercado de serviços, sobretudo, em segmentos como os serviços destinados para às famílias, o que produziu uma elevação nos preços do setor.

Neste contexto, o crescimento econômico no Brasil e a retomada do setor de comércio e serviços vão depender fundamentalmente de aumentos de produtividade. Vale salientar que diversas estimativas mostram que há um processo de relativa estagnação da produtividade no Brasil. No período mais recente o Brasil tem apresentado desempenho da produtividade inferior à média da América Latina e de alguns países emergentes, como China e Índia, tanto em termos de produtividade do trabalho como da produtividade total dos fatores.

Além disso, os estudos mais recentes é que esse não é um problema setorial, mas sistêmico dado que os níveis de produtividade setoriais brasileiros são bem inferiores à média dos países desenvolvidos. Portanto, dado a importância do setor de comércio e serviços no produto e no emprego no Brasil, que alcança mais de 70% nas duas dimensões, é fundamental para o País que se possa elevar a produtividade setorial.

Esse desafio somente será possível se melhorarmos um ambiente de negócios e de operação das empresas. Foi possível ver ao longo deste trabalho os motivos pelos quais o sucesso do modelo de *Shopping Center* é tão incontestável. Ao considerarmos o histórico do setor, vimos como a profissionalização gradual das administradoras de *Shopping Centers* auxiliou a uma maior rentabilidade do negócio, e vimos também como ao longo do tempo o maior interesse de grandes investidores também foi um diferencial para o sucesso.

Foi analisado que a grande variedade de fontes de receita que o empreendimento proporciona também é um grande diferencial, pois além de torná-lo muito rentável, gera maior estabilidade no longo prazo, posto que mesmo em momentos críticos da economia o administrador terá diversas frentes de trabalho.

Verificou-se como a evolução do mercado de capitais brasileiro atraiu novos investidores neste segmento econômico. Em especial a regulação dos fundos imobiliários trouxe avanços nas formas de financiamento destes empreendimentos.

A evolução do comércio eletrônico deve trazer grandes transformações no setor do consumo e a estrutura dos *shopping* deve caminhar para oferecer vários outros serviços que não a oferta de produtos para compra. Este pode ser mais um ponto a ser aprofundado em estudos futuros.

REFERÊNCIAS

ABRASCE. Administração de Shopping Centers – Recomendações, São Paulo, abril, 2019

ABRASCE. Censo Brasileiro de Shopping Centers 2018/19, São Paulo, abril, 2019

ABRASCE. Disponível em <<http://www.portaldoshopping.com.br>>. Acesso em 20/04/2019.

ABRAPP. Disponível em <<http://www.abrapp.org.br>>. Acesso em 20/04/2015.

ALSHOP. Disponível em: <<http://www.alshop.com.br>>. Acesso em 10/05/2019.

Associação Brasileira de Shopping Centers. Disponível em: <http://www.portaldoshopping.com.br>. Acesso em maio de 2019.

ASSAF NETO, A. Finanças Corporativas e valor. São Paulo: Atlas, 2013.

ALVES, P.; FRANCISCO P. The impact of institutional environment on the capital structure of firms during recent financial crises, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, v. 57, p. 129-146, 2015.

ALVES, E. 2014. O consumo cultural das famílias brasileiras. In: Seminário internacional de políticas culturais, V, Rio de Janeiro, 2014. Anais...Fundação Casa de Rui Barbosa, I:1-15.

BASTOS, D.D., Nakamura, W.T. & Basso, L.F.C. Determinantes da Estrutura de Capital das Companhias Abertas na América Latina: Um Estudo Empírico Considerando Fatores, 2009.

BNDES. Caracterização da Indústria de Shopping Centers no Brasil. In BNDES Setorial n°20, Rio de Janeiro, junho, 2018.

BODIE, Zvi & MERTON, Robert C. Finanças. 2ª edição São Paulo: Bookman, 2011.

BRITO, G., Corrar, L. & Batistella, F. (2007). Fatores Determinantes da Estrutura de Capital das Maiores Empresas que Atuam no Brasil. *Revista de Contabilidade e Finanças USP*, 43, p 9-19.

BAUMAN, Z. 2008. Vida para consumo: a transformação das pessoas em mercadoria. Rio de Janeiro, Ed. Zahar, 199 p.

BOURDIEU, P. 2011. Razões práticas: sobre a teoria da ação. São Paulo, Papirus, 224 p.

DAMODARAN, A. Finanças corporativas: teoria e prática. 2 ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DESEMPENHO DA INDÚSTRIA DE SHOPPING CENTERS NO BRASIL. Disponível em: <<http://www.abrasce.com.br/monitoramento/desempenho-da-industria>>. Acesso em 21 de março de 2019.

FREITAS LEMOS, Mario e SILVEIRA DA ROSA, Sergio. Os Setores de Comércio e de Serviços, p 14.

Macroeconômicos e Institucionais. Revista de Administração Mackenzie, v.10, n.6, p. 47-77.

MERCADO BRASILEIRO DE SHOPPING CENTERS. Disponível em: <http://ri.brmalls.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=50852>. Acesso em: 20 de março de 2019.

MULTIPLAN QUEM SOMOS. Disponível em: <http://multiplan.com.br/pt-br/a-empresa/quem-somos>>. Acesso em: 25-de junho de 2019.

IQBAL, A.; KUME, O. Impact of Financial Crisis on Firms' Capital Structure in UK, France, and Germany. Multinational Finance Journal, v.18, n. 3, p. 249-280, 2014.

GERHARDT et ali. MÉTODOS DE PESQUISA, Porto Alegre: UFGS, 2009.

GIAMBIAGI, Fabio; PORTO, Claudio. Propostas Para o Governo 2015-2018 - Agenda Para Um País Próspero e Competitivo. 2013. Rio de Janeiro.

GIL, Antônio Carlos. Métodos e técnicas de pesquisa social. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008. ISBN 978-85-224-5142-5.

LIMA, Maria Lúcia L. M. Padua. Direito e Economia - 30 Anos de Brasil - Agenda Contemporânea. Tomo 1. São Paulo: Editora Saraiva, 2012.

Recomendação de compra-para shoppings Acessado dia 24/06/2019 às 23h00min. Disponível em: <<https://br.advfn.com/jornal/2018/12/btg-reitera-recomendacao-de-compra-para-shoppings-com-preferencia-para-iguatemi>>

Melhores Fundos Imobiliários Acessado dia 24/06/2019 às 23h10min. Disponível em: <<http://manualdodinheiro.com/melhores-fundos-imobiliarios-de-shopping-maio-2018/>>