



AS GRANDES CORPORAÇÕES DA PRODUÇÃO RESIDENCIAL, BRASILEIRAS E NORTE-AMERICANAS, ANALISADAS EM SUAS RELAÇÕES FISCAIS, SEUS PODERES DE MERCADO E SUAS ESTRATÉGIAS DE ACUMULAÇÃO

Resumo

Nesse artigo investigamos as repercussões dos diferentes pesos dos tributos, sobre propriedade imobiliária e renda das empresas, com relação à estratégia, à dinâmica e ao desempenho das grandes corporações da produção imobiliária residencial. Para tanto, observamos alguns aspectos das transformações históricas do processo de produção, das possibilidades de investimento, financiamento e valorização da riqueza, cujos novos condicionantes se ligam ao desenvolvimento da centralidade das finanças, mas, em especial, com a propriedade da terra ainda servindo como esteio estratégico de valorização da riqueza patrimonial e extração de renda. Assim, através dos registros públicos das grandes corporações de capital aberto de produção residencial, com base no seu estado de desenvolvimento, observamos a relação entre encargos fiscais e uso de ativos imobiliários, como forma de construção de estratégias de poder de mercado e de renda.

Palavras chave: Imposto sobre propriedade, Imposto sobre renda; Poder de mercado; Margem de lucro, Estratégia de imobilização de capital.

Abstract

In this article we investigate the repercussions of the different weights of taxes on real estate properties and corporate income, in relation to the strategy, dynamics and performance of large corporations in

LUÍS MAURÍCIO MARTINS BORGES

Pesquisador e doutorando do Instituto de Economia da Unicamp, no programa de Desenvolvimento Econômico, na linha de espaço e meio ambiente; e professor do Curso de Ciências Econômicas do Centro Universitário Fundação Santo André.

residential real estate production. In order to do so, we observe some aspects of the historical transformations of the production process, the possibilities of investment, financing and wealth valorization, whose new constraints are linked to the development of the centrality of finance, but especially to land ownership, still serving as strategic importance of wealth valuation and income extraction. Thus, through the public records of the large publicly traded corporations of residential production, based on their state of development, we observed the relationship between fiscal charges and the use of real estate assets as a way of constructing strategies of market power and income.

Keywords: Property Tax, Income Tax; Market Power; Profit Margin, Capital immobilization strategy.

1. Introdução

Nesse artigo investigamos as repercussões dos diferentes pesos dos tributos, sobre propriedade imobiliária e renda das empresas, com relação à estratégia, à dinâmica e ao desempenho das grandes corporações da produção imobiliária residencial. Para tanto, observamos alguns aspectos das transformações históricas do processo de produção, das possibilidades de investimento, financiamento e apreciação da riqueza, cujos novos condicionantes se ligam ao desenvolvimento da centralidade das finanças, mas,

em especial, com a propriedade de imóveis (da terra) ainda servindo como esteio estratégico de apreciação da riqueza patrimonial e extração de renda. Assim, através dos registros públicos das grandes corporações de capital aberto de produção residencial, com base no seu estado de desenvolvimento, observamos a relação entre encargos fiscais e uso de ativos imobiliários, como forma de construção de estratégias de poder de mercado e de renda.

Dessa maneira, destacamos as especificidades do setor de construção residencial de cada país, tendo em vista as distintas estratégias de retenção dos específicos ativos imobiliários (como terrenos, imóveis em construção e construídos), possibilitadas pelos efeitos das diferentes cargas, relações e consequências da política fiscal, que estabelecem as condições para os desempenhos das firmas¹, percebidas por seu peso de capital imobilizado, escala de vendas, preços e custos médios, lucratividade e preços das ações.

A pesquisa caracteriza, no Brasil e nos Estados Unidos, as maiores corporações da construção imobiliária de capital aberto no início do

¹ Como nos lembra Marx (1985, p. 148), o efeito do imposto sobre a propriedade possibilita ao proprietário do imóvel um diferencial de renda negativo, com uma renda maior quando o imposto for menor; assim como a depender da sua localização, produtividade e acúmulo de capital. Essa percepção difere da dos clássicos, de que o imposto simplesmente eleva os custos de produção, como concluímos do pensamento de Ricardo (GÁLBRAITH, 1989, pp. 75-77). O que coloca em evidência as diferentes perspectivas de poder de mercado das empresas, que é destacado em Marx, e subestimado em Smith e Ricardo. Por isso seguimos na influência do primeiro.

século XXI, com base nas novas determinações da dinâmica corporativa, dentre as quais se destacam o controle mais direto dos acionistas, a prioridade do pagamento de lucro e de apreciação da ação. Isso nos ajuda a discutir a relação entre o peso dos tributos e as estratégias de capital das empresas, que pode ser considerada sob aspectos relevantes da corporação por meio de indicadores políticos, econômicos e financeiros.

2. Referências históricas e teóricas

Consideramos que o modelo de organização empresarial se altera historicamente com o próprio desenvolvimento capitalista. Das firmas de propriedade familiar até as modernas corporações de capital aberto, ocorrem profundas mudanças sob o aspecto da divisão hierárquica, da estrutura técnico-financeira e das estratégias possíveis de apreciação das propriedades do capital que se transformam de acordo com as condições da acumulação. Entre as condições fundamentais da economia que se alteram, estão os mecanismos, o volume e as disponibilidades financeiras, a fim de reproduzir o capital produtivo, e a forma como os seus detentores influenciam a organização econômica empresarial, social e política (como veremos sob o aspecto fiscal e fundiário).

A moderna corporação de capital aberto, advinda do processo de industrialização e urbanização, que se completa já no final do século XIX nos países desenvolvidos, como no caso dos Estados Unidos, e mais recentemente, de forma incompleta e dependente (das multinacionais), em países subdesenvolvidos, como no caso do Brasil, transforma profundamente as relações de produção no campo e na cidade. Ainda assim, as transformações das corporações se articulam às especificidades do seu desenvolvimento regional, no bojo das mudanças nacionais e internacionais de mercado, do Estado (da política fiscal, social e de desenvolvimento) e da organização da indústria, de forma que: “as histórias coletivas das empresas proveem a história do crescimento e transformação econômica” (CHANDLER, 1990, p. 593)

Hobson (1996) já apontava no capítulo X, do seu livro clássico *A evolução do capitalismo moderno*, no final do século XIX, o fortalecimento do papel do financista no capitalismo e seu controle de todo tipo de indústria. A condição para o maior controle das finanças sobre a indústria está na elevação e diversificação do capital exigido para se iniciar a produção progressivamente mecanizada e em crescente escala e tecnologia. Consequentemente, o financiamento privado e individual sofre uma profunda reestruturação, por meio da qual o capital,

necessário para a produção, passa a se originar crescentemente de bancos, de acionistas ou sob a lógica do financista.

A grande corporação de capital aberto moderna – modelo organizacional dominante nos Estados Unidos até início da década de 1970 – era marcada pela dispersão da propriedade da empresa junto ao público, e a participação dos gerentes e diretores nas várias divisões, sem a interferência direta dos acionistas. Sob essas condições, as vantagens da corporação aberta estavam na capacidade de produção, de concentrar poder de mercado e de distribuir o risco financeiro das atividades ao público (indivíduos e instituições)².

Contudo, a tradicional corporação de capital aberto estadunidense encontrou limites na sua expansão em setores com baixa taxa de crescimento, ampliados pela crise de acumulação nos anos de 1970 e pela concorrência intercapitalista. Num sistema internacional inicialmente pautado pela concorrência por investimento produtivo, o surgimento de novas formas de intermediação financeira – em meio a uma menor regulação, ao câmbio flutuante e ao incremento das taxas de juros norte-americanas e dos títulos e ações nos Balanços Patrimoniais das empresas –, em conjunto, elevaria a volatilidade dos fluxos de capital e o custo do crédito. Assim, as grandes corporações passaram a ter obstáculos às fontes tradicionais do financiamento

da sua expansão produtiva, pois as oportunidades de inversão produtiva tornaram-se de menor interesse que a aplicação financeira.

É nesse contexto que pensadores conservadores (JENSEN, 1998) passam a atribuir às grandes corporações de capital aberto estadunidense³ a responsabilidade pela perda de competitividade da economia norte-americana, “justificando”, com isso, a teoria de maximização do valor do preço das ações como o princípio primordial de organização empresarial corporativa que reestabeleceria a eficiência “perdida” do mercado. Segundo essa perspectiva, o mercado poderia tanto financiar as empresas nas suas atividades quanto monitorar e controlar o seu funcionamento pela sinalização de estratégias que dariam mais retorno ao acionista, por meio de lucro e da apreciação patrimonial, ou seja, através dos preços e de avaliações de agências.

Por essa perspectiva conservadora, o mercado é encarado como a instituição capaz de alocar os recursos na economia de forma mais eficiente,

2 A funcionalidade dessas características da grande corporação de capital aberto está associada ao próprio padrão de industrialização do pós-guerra. O círculo virtuoso de crescimento diante de um mercado em expansão permitia a incorporação dos custos fixos relacionados às novas unidades produtivas, com o objetivo de obter crescentes economias de escalas. Sob essas condições, como destaca Chandler (1990, pp. 595-596), a administração gerencial era mais adequada para controlar o fluxo e a quantidade crescente de insumos e sua transformação por toda a cadeia produtiva, até a sua comercialização, seja porque o maior tamanho da firma diminuía o custo de transação ou a transmissão de informação era mais rápida e confiável sob essa forma de indústria.

3 Além das distorções da intervenção do Estado (FOX, 2010).

enquanto o “excessivo” poder dos gerentes e de diversificação das atividades das corporações constituir-se-iam em fonte de desperdício que limitariam a competitividade das companhias. Dessa forma, os “teóricos das agências” enxergam nas medidas de retenção de lucro, por parte da gerência, uma fonte de desperdício, que, ao imobilizar capital, reduz os dividendos e dificulta a transação das ações. Na visão de Jensen (1998), os acionistas teriam pouca capacidade de influenciar a administração e as estratégias das empresas de capital aberto: seja porque os produtos a serem produzidos nos novos projetos provavelmente encontravam uma demanda na economia capaz de justificar as inversões em custo fixo, seja porque tinham pouca capacidade de monitorar as decisões estratégicas das diversas unidades.

Tal situação eleva o nível de conflito de interesses entre gerentes (diretores) e acionistas (proprietários), ou seja, entre os que administram a empresa e os que “correm o risco”, na visão de Jensen (1998). Pois, como os gerentes têm objetivo primordial de crescimento global da corporação (pelo prestígio e influência do investimento, escala de negócios, diversificação de atuação e aumento das vendas e lucros), eles tendem a utilizar os recursos financeiros em novas estruturas ou em projetos produtivos que, do ponto de vista do mercado (mais especificamente de certos acionistas), não possuiriam necessariamente um elevado grau de rentabilidade.

Diante da estagnação da corporação norte-americana de capital aberto no final dos anos 1970 e da difusão dessa ideia de que o poder dos gerentes e diretores culminava em ineficiência e desperdício de recursos, na década seguinte surgiriam “novas” formas de organização através do (re)nascimento do “investidor ativo”⁴. Segundo Jensen (1998), as novas formas de organização eliminariam o conflito entre gerências e acionistas, com pagamento de bônus por resultados, e aumentariam a competitividade das firmas, pela diversificação de riscos e liquidez dos ativos.

Essa “nova” estratégia corporativa expressa uma profunda mudança da organização produtiva e financeira em relação à forma de controle da grande corporação de capital aberto que fora o padrão até a década de 1960. Anteriormente, sob o princípio de “reter e reinvestir”, a organização gerencial procurava aumentar o valor de mercado da corporação através do desempenho expansivo nas linhas produtivas que controlava. Essa estratégia se mostrava benéfica não apenas para a gerência e os acionistas, como para os empregados que recebiam salários maiores e melhores condições de trabalho, assim como os fornecedores que, em bases nacionais, ampliavam a escala dos negócios, e o Estado elevava

⁴ Jensen (1998, p. 446) define os investidores ativos como instituições financeiras que possuem um controle substantivo de direitos acionários, sobre a estrutura do passivo das empresas (devedoras), capaz de influenciar as estratégias empresariais.

a contribuição fiscal⁵. Agora, sob o novo lema de “encolher e distribuir”, os diretores, influenciados pelos acionistas, usariam as receitas corporativas para elevar dividendos e apreciar as ações⁶.

Essa visão que embasou a reestruturação das corporações norte-americanas, nos anos 1980, sofreu severas críticas. Como a de Lazonick e O’Sullivan (2000, p. 26), que questionam o fato de que o aumento de produtividade somente poderia ser restabelecido através da maximização do valor da ação e da maior liberdade de fluxo de caixa (liquidez do investimento). A crítica à teoria da maximização do valor das ações, enquanto princípio organizativo da corporação, diz respeito ao padrão da apreciação da riqueza patrimonial, que de fato acaba por se basear em fortes processos de especulação e inflação fictícia de preços de ativos financeiros, apreciados na expansão do mercado, depreciados após a ruptura de crises de avaliação dos preços no mercado.

A “apreciação improdutiva do capital” como uma realidade “que abrange um conjunto de mecanismos pelos quais os detentores de capitais podem realizar um lucro sem ter de passar pela produção” (CHEVALIER *apud* CHESNAIS, 1996, p. 82) acaba por conduzir as empresas aos usos especulativos, como de estoques de imóveis e móveis, na busca por todo tipo de renda.

A perspectiva dos “teóricos das agências” não só olvida o fato de que os acionistas não são os únicos a assumir o risco na firma, como há extrema relevância do capital humano, além de outros fatores (tangíveis e intangíveis) que se relacionam na geração de renda, de forma estratégica para a realização da expectativa dos acionistas⁷. A internacionalização financeira associada à apreciação das ações pela elevação do pagamento de lucro pode não se realizar completamente, caso as firmas vendam ou não renovem ativos estratégicos (para a produtividade do emprego – capital e trabalho –, escala e poder de mercado,) necessários à lucratividade e apreciação das ações⁸. A apreciação pode ser comprometida caso a produção de ativos intangíveis reduza-se à mera criação financeira, com o distanciamento dos ativos tangíveis no Balanço Patrimonial⁹.

A propriedade imobiliária como base de produção residencial constitui-se em um tipo especial de “mercadoria”, que, por ser meio de sustentação da vida, também pode ser trocada no mercado com elevada liquidez, pois o produto imobiliário pode gerar direito a renda pelo aluguel. Além disso, diante de obstáculos à

5 Como lembra Fox (2010, pp. 195-196): não havia conflito entre os interesses do setor público e privado.

6 Sobre isso, ver a crítica de Fox (*ibidem*, p. 201).

7 Alerta-nos Aglietta e Riberioux (2005, p. 38).

8 Como destacam Milberg e Winkler (2009).

9 Conforme Serfati (2008, pp. 47-50).

introdução generalizada de inovação, o setor de construção ainda se constitui num manancial de extração de valor pelo amplo uso de força de trabalho barata (MARICATO, 1983, p. 81), por firmas de diferentes escalas. Mesmo que tenham procurado ampliar a verticalização da produção, diferenciação de produtos e conceitos, com a introdução de bens de capital e inovações em geral (principalmente de insumos), fizeram-no precisamente para conseguir expandir a obtenção da renda, à custa das empresas com menor composição de capital técnico.

Nesse sentido, os empresários contemporâneos de “lugares” têm diferentes relações com esse tipo de propriedade imobiliária, como pontuam Logan e Molotch (1987, p. 19; tradução nossa):

i) o proprietário comum, o clássico rentista, tem comportamento passivo diante da perspectiva de “apreciação” do imóvel; ii) o empresário ativo, de pequena e média escalas, seleciona o lugar ou valor de uso, e procura antecipar a apreciação do mercado fundiário; e iii) o especulador estrutural, o incorporador com capacidade de intervir no futuro da cidade, determina o padrão de uso e as vantagens locais a serem construídas, por diversos produtos, estruturas de mercados, influência sobre o poder público e, subsequentes, diferenciais de renda.

O especulador estrutural é mais relevante para a presente investigação, devido ao alcance das suas ações e à criação de condições de intensificação do uso e extração da renda da

propriedade (da terra) imobiliária. Resulta do poder desses especuladores a constituição de comunidades de interesses e aparatos de articulação em prol do crescimento urbano, com o poder simbólico advindo da enorme produção de valor agregado, emprego, renda e impostos, sob a associação com as unidades governamentais em todos os níveis e poderes, e a constituição do que Logan e Molotch (*ibidem*, p. 32) chamaram de “máquina de crescimento imobiliário” nas cidades¹⁰.

Desde o fim da década de 1970, nos Estados Unidos, a dominação financeira pela preponderância das taxas de juros sobre as dívidas públicas e privadas causaria profundos impactos nas respectivas sociedades nacionais, nos mercados e nas dinâmicas corporativas. Esse domínio explica o fortalecimento da prática de planejamento das cidades, mas subordinado por interesses privados, constituindo máquinas de crescimento imobiliário, alimentados por concessões fiscais¹¹. Tal dinâmica seria uma resposta à estagnação econômica e ao aumento

10 A cidade apresentada como uma máquina de crescimento representa a convergência de interesses da elite política e econômica para elevar o ganho de renda da propriedade nos EUA (LOGAN; MOLOTCH, 1987, p. 50). A metáfora é proposta pelos autores para indicar como a cadeia de produção imobiliária nos Estados Unidos, no último quarto do século XX, dominou a política urbana no controle do planejamento da cidade, orientada diretamente pela produção de “bons negócios”.

11 Como nos conta Angotti (2001, p. 39, tradução nossa), sobre o caso da Cidade de Nova Iorque: “o mercado imobiliário dirige a máquina, o governo coloca o óleo e faz reparos, a construção faz os componentes e o capital fornece o combustível”.

da inflação no mundo – que, de fato, relacionavam-se ao choque do petróleo, à concentração de poder dos conglomerados produtivos, à internacionalização dos mercados e flexibilização (ou depreciação) do dólar – e seria usada como argumento de crítica da expansão da ação da política pública. Mas essa solução, de fato fortaleceria as coalizões na reestruturação produtiva, pública e privada, sob o controle de grupos financeiros, especialmente, no setor imobiliário¹².

Essa mudança de conjuntura nos EUA dificultaria a manutenção do câmbio no Brasil, com a moeda nacional violentamente depreciada, o descontrole das contas públicas e da inflação,

assim como os limites da política de desenvolvimento nacional, das políticas básicas e públicas em geral, além de resultar na elevação do custo e racionamento do crédito, contribuindo para décadas de expressiva taxa de juros real (descontada a inflação). O que teria desdobramentos para a toda a economia, mas em particular para o mercado imobiliário de lançamentos residenciais, que se reduziria até quase o fim do século XX. A retomada do mercado imobiliário em maior escala inicia-se com a estabilização dos preços em meados dos anos 1990, e depois cresce com o aumento da ocupação e do salário real, por volta dos anos 2000, e depois com a redução do juro real¹³.

Tabela 1. A evolução das Taxas Anuais do Brasil e dos Estados Unidos em décadas desde 1970 a 2000 e quinquênios até 2015 de: Câmbio relativo Brasileiro com relação ao Dólar Norte-americano, relacionado ao Pound Inglês; Taxa de Juros Nominal; Inflação; e de Salário Real R\$/Médio US\$

Ano	Brasil					Estados Unidos			
	Câmbio R\$/US\$	Taxa de Juros Nominal a.a. (Selic/Over)	Inflação (IPC/ FIPE)	Salário Mínimo Real (SMR_IPEA)	SMR em US\$ (BR/US\$ =3,90)	Câmbio GBP/US\$	Taxa de Juros Nominal a.a. (10 anos)	Inflação (CPI OCDE)	Salário Médio (OCDE)
1970	-	19,0%	17,5%	668,48	171,41	2,42	7,3%	5,8%	1.284,80
1980	-	46,4%	84,8%	765,26	196,22	2,39	11,5%	13,5%	1.848,00
1990	-	1411,6%	1639,1%	363,16	93,12	1,93	8,6%	5,4%	985,60
1995	0,97	53,1%	23,2%	393,50	100,90	1,72	4,3%	3,4%	651,20
2000	1,95	17,4%	4,4%	446,12	114,39	1,49	6,0%	3,4%	1.144,00
2005	2,34	19,1%	4,5%	573,54	147,06	1,72	4,3%	3,4%	651,20
2010	1,67	9,8%	6,4%	764,09	195,92	1,56	3,2%	1,6%	404,80
2015	3,90	13,3%	11,1%	839,85	215,35	1,47	2,1%	0,1%	475,20

Fonte: Ipeadata/Macroeconomia. OCDEData. Elaboração própria.

¹² Já nos anos 1950-1960, havia grandes empresas locais, mas é a partir da década de 1970 que elas passam a ser regionais. Nos anos 1990, inicia-se a abertura de capital na bolsa, com o início de grandes firmas nacionais dos EUA (FIX, 2011, p. 13).

¹³ A política nacional de infraestrutura e habitação, a partir de 2003, reforçaria a expansão do mercado imobiliário, que apoiaria as estratégias: de novos produtos; fusões e aquisições; abertura de capital na bolsa, especialmente a partir de 2006.

No mercado de trabalho, o padrão do salário médio nos Estados Unidos é marcado pela superioridade em quase todo o período, exceto em 2010, ainda que em vertiginosa decadência, desde os anos 1970, com relação ao Salário Médio (US\$) sobre o Salário Mínimo Real (R\$), em termos de dólar (SMR em US\$). Mas isso se explicita junto à persistente depreciação da moeda norte-americana, que se vê inclusive em termos de outras moedas, como a Libra, mas também em relação ao Marco, depois Euro, e ao Iene. O SMR reflete o mercado de trabalho formal, com uma participação importante da economia informal no Brasil, portanto, com um menor salário médio.

A economia estadunidense apresenta um menor nível relativo de inflação e de custo do crédito de longo prazo no mercado (por conta da abundância, do acúmulo e da disposição de capital), junto ao maior nível de renda per capita e salário médio, quando comparada à situação brasileira. Isso acaba por repercutir sobre a dinâmica imobiliária norte-americana, de forma mais favorável ao consumo e produção residencial em escala ou massificado, que se beneficiaria da redução da taxa de juros real, já nos anos 1990, mas de forma mais explícita a partir dos anos 2000.

Essas especificidades estruturais do Brasil e dos Estados Unidos refletem as distintas condições e processos históricos de formação

e desenvolvimento social, urbano, econômico, industrial, financeiro e da estrutura fiscal com relação às especificidades regionais, locais e dos conjuntos nacionais. Essas relações também marcam a dinâmica da produção imobiliária, desde a formação do preço dos imóveis (em diferentes custos, margens de lucro e possibilidade e condições de produtos), como dos mercados formais e informais (das distinções de classes e espaços sociais), e das estratégias de retenção de estoques de propriedades, de diferenciação da oferta e de relação com a política pública de habitação e infraestrutura, por meio da contribuição fiscal para construção da universalização e/ou escassez relativa de equipamentos públicos no Brasil e nos Estados Unidos.

3. Método da Pesquisa

A consideração desse debate histórico e teórico importa à investigação, que se concentra no período analisado de 2006 a 2014, com três observações (2006, 2010 e 2014), no Brasil e Estados Unidos, a fim de analisar as respectivas articulações do mercado da construção residencial, entre as especificidades de seus mercados imobiliários e de capitais, e de forma relacionada à contribuição fiscal. Partimos das informações públicas e disponíveis aos acionistas, para a constituição de bases relevantes de dados sobre: i) Capital: preço das ações, retenção,

investimento e divisão de lucros; ii) Propriedade imobiliária: terrenos, imóveis em construção e construídos; iii) Contribuição aos recursos públicos. Esse conjunto de informações nos permite observar como os novos determinantes da avaliação de capitais (interesses dos acionistas) relacionam-se no âmbito das decisões de concorrência de mercado e da gestão interna (diretoria), e as estratégias e resultados da realização do poder de mercado, articulados pela política fiscal, como suporte à apreciação da riqueza patrimonial.

Avaliamos a evolução recente do poder e das relações de mercado, por meio de indicadores políticos, econômicos e financeiros das maiores corporações de capital aberto em 2014, segundo dados disponíveis nos relatórios anuais publicados pelas firmas relacionadas pela BM&F (Bolsas de Mercadorias e Futuro de São Paulo) Bovespa e New York Stock Exchange (NYSE). Essa estratégia de pesquisa justifica-se pelo fato do mercado acionário ser marcado por certa institucionalidade pública, regulações e relatórios que permitem comparar a dinâmica, o desempenho e o poder entre as corporações dos países, ainda que como um retrato e não a plena realidade da ação corporativa.

A análise dos indicadores apresentados – à luz das novas determinações das grandes corporações – nos ajuda a compreender, em cada um dos casos investigados, o poder de mercado e

a estratégia das corporações no que se refere à relação com a imobilização de capital em imóveis, o custo fiscal e a rentabilidade do capital. A hipótese subjacente é de que ainda que as empresas de construção residencial de capital aberto considerem as novas determinações das corporações sob o domínio financeiro, outras relações ligadas às estratégias de rentabilidade, de organização da produção e de imobilização de capitais são importantes para a construção do seu poder, que subsidia a capitalização da empresa, pagamento de lucro e apreciação das ações.

Os dados foram selecionados para as maiores empresas do segmento da construção residencial, que detém um expressivo poder de mercado, segundo os dados compilados em 2006, 2010 e 2014. A escolha do período deve-se à abrangência de distintos momentos no setor (crescimento-crise-retomada no mercado dos EUA e crescimento-auge-declínio no Brasil), o que enriquece a análise dos indicadores e do comportamento estratégico das empresas. Além disso, no caso do Brasil, a escolha do ano de 2006 é significativa, pois marca a abertura de capital por parte das grandes empresas nesse segmento, ainda que o processo tenha se iniciado na década de 1990.

Tabela 2. Informações coletadas nos relatórios financeiros anuais das companhias selecionadas, no Brasil e Estados Unidos, em 2006, 2010 e 2014

Empresas	Anos	Participação do Faturamento Total	Participação das Unidades Vendidas	Preço (R\$) Médio Reajustado*	Lucro Líquido Unitário	Estoque Imobiliário Total/Receita Total	Estoque de Terrenos /em Construção e Construído	IRPJ/ Lucro Bruto	IPTU/ Lucro Bruto	Lucro Pago/ Retido	Preço (R\$) Reajustado*
Cyrela Brazil Realty S.A.	2006	46,6%	18,8%	888.627	20,9%	0,844	1,221	19,5%	0,9%	0,582	35
	2010	25,6%	22,1%	307.218	14,0%	0,746	1,537	15,8%	0,8%	0,237	30
	2014	31,2%	21,9%	279.654	14,3%	0,824	1,039	14,9%	0,7%	0,311	11
	Média	34,5%	21,0%	491.833	16,4%	0,805	1,266	16,7%	0,8%	0,377	25
PDG Realty S.A.	2006	12,4%	26,1%	169.844	7,9%	0,651	0,978	4,7%	0,2%	**	38
	2010	28,4%	14,2%	532.007	14,6%	0,751	0,582	11,7%	0,6%	0,283	11
	2014	22,9%	16,5%	271.121	-11,2%	0,974	1,642	-47,9%	-2,3%	0,311	1
	Média	21,2%	18,9%	324.324	3,8%	0,792	1,067	-10,5%	-0,5%	0,198	17
MRV Engenharia e Participações S.A.	2006	4,2%	15,8%	95.863	12,4%	2,244	1,801	9,9%	0,5%	**	53
	2010	15,8%	31,4%	133.778	22,4%	0,603	2,184	11,2%	0,5%	0,053	21
	2014	22,5%	43,5%	101.299	17,9%	0,955	1,894	7,8%	0,4%	0,333	8
	Média	14,2%	30,2%	110.313	17,6%	1,267	1,960	9,6%	0,5%	0,129	27
Even Construção e Incorporação S.A.	2006	8,7%	10,8%	287.786	10,4%	1,025	1,960	7,6%	0,4%	0,311	23
	2010	10,7%	7,0%	405.739	12,4%	0,294	0,460	21,3%	1,0%	0,333	12
	2014	11,8%	7,4%	312.583	12,4%	0,409	1,377	15,3%	0,7%	0,311	5
	Média	10,4%	8,4%	335.369	11,7%	0,576	1,265	14,7%	0,7%	0,319	13
Gafisa S.A.	2006	28,1%	28,4%	355.042	6,6%	0,632	0,571	10,9%	0,5%	0,311	55
	2010	19,5%	25,3%	204.834	11,8%	0,561	0,693	8,1%	0,4%	0,311	17
	2014	11,6%	10,6%	213.605	-2,0%	1,152	1,125	-34,9%	-1,7%	0,311	2
	Média	19,7%	21,4%	257.827	5,5%	0,782	0,797	-5,3%	-0,3%	0,311	25
Conjunto das 5 Maiores Firmas (Mil R\$ ou Unidades)	2006	2.480.770	11.928	359.00	11,6%	1,079	1,306	10,5%	0,5%	0,313	41
	2010	19.087.863	98.761	265,59	15,0%	0,591	1,091	13,6%	0,7%	0,301	18
	2014	18.617.608	94.956	166,07	6,3%	0,863	1,415	-9,0%	-0,4%	0,187	5
	Média	13.395.414	68.548	273,55	11,0%	0,844	1,271	5,1%	0,2%	0,267	22
Empresas	Anos	Participação do Faturamento Total	Participação das Unidades Vendidas	Preço (US\$) Médio Reajustado*	Lucro Líquido Unitário	Estoque Imobiliário Total/Receita Total	Estoque de Terrenos /em Construção e Construído	IRPJ/ Lucro Bruto	PTax/ Lucro Bruto	Lucro Pago/ Retido	Preço (US\$) Reajustado*
D.R. Horton	2006	26,3%	34,1%	336.057	8,4%	0,768	0,017	37,9%	2,1%	0,339	31
	2010	26,9%	34,8%	218.427	5,7%	0,800	0,278	-146,3%	-8,0%	2,338	13
	2014	27,6%	33,0%	274.102	6,8%	0,980	0,049	65,5%	3,6%	0,994	25
	Média	26,9%	33,9%	276.195	6,9%	0,850	0,115	-14,3%	-0,8%	1,223	23
Lennar Corporation	2006	29,0%	27,7%	456.048	3,7%	0,481	0,677	0,0%	0,0%	0,386	62
	2010	19,2%	18,2%	297.613	3,9%	1,356	1,491	-27,2%	-1,5%	2,584	20
	2014	27,3%	25,4%	353.162	8,2%	0,994	1,492	35,2%	1,9%	1,188	45
	Média	25,2%	23,7%	368.941	5,3%	0,944	1,220	2,7%	0,1%	1,386	42
Pulte Group	2006	25,4%	22,3%	497.951	4,8%	0,689	0,050	36,3%	2,0%	0,243	39
	2010	28,6%	25,2%	319.138	-24,0%	1,062	0,015	11,2%	0,6%	-3.539	8
	2014	20,4%	19,2%	349.649	8,1%	0,772	0,023	31,2%	1,7%	1,777	21
	Média	24,8%	22,2%	388.913	-3,7%	0,841	0,029	26,2%	1,4%	-0,506	23
NVR	2006	10,8%	8,7%	540.482	9,7%	0,187	0,554	39,0%	2,1%	0,183	763
	2010	18,6%	15,7%	334.959	6,9%	0,179	0,234	36,1%	2,0%	0,236	731
	2014	15,6%	13,7%	374.821	6,3%	0,262	0,339	37,9%	2,1%	0,271	1.275
	Média	15,0%	12,7%	416.754	7,7%	0,209	0,376	37,7%	2,1%	0,230	923
The Ryland Group	2006	8,5%	7,3%	595.650	7,6%	0,583	1,323	36,5%	2,0%	**	64
	2010	6,7%	6,2%	304.246	-8,0%	0,751	1,457	-0,2%	0,0%	**	18
	2014	9,2%	8,8%	341.037	6,7%	0,782	1,635	38,2%	2,1%	**	39
	Média	8,1%	7,4%	383.644	2,1%	0,705	1,471	24,8%	1,4%	0,000	40
Conjunto das 5 Maiores Firmas (Mil R\$ ou Unidades)	2006	56.095.022	152.468	435.405	6,8%	0,542	0,524	30,0%	1,6%	0,288	192
	2010	15.876.107	60.066	281.784	-3,1%	0,830	0,695	-25,3%	-1,4%	0,405	158
	2014	29.274.000	86.878	328.285	7,2%	0,758	0,707	41,6%	2,3%	1,057	281
	Média	33.748.376	99.804	348.491	3,7%	0,710	0,642	15,4%	0,8%	0,583	210

Fonte: Bovespa/Empresas por segmento; Relatórios (DFP; FR, RA e Resultados). NYSE/Empresas; Relatórios (Proxy Statement e Annual Report). Elaboração própria.

* Reajustado pelo IGP-DI, disponível no Ipeadata, ao nível de preço de 2015; dados atualizados para o nível de preços de 2015, através do Producer Price Index (PPI), 2010 = 100. ** Informação indisponível.

4. Estrutura, estratégias e relações do mercado produtivo residencial no Brasil

Ainda que a abertura pública de capital em bolsa não seja comum a todas as corporações, havendo muitas empresas como sociedades fechadas, é possível considerar que muitas das maiores e mais importantes empresas têm capital aberto no país. Como não há uma mídia brasileira que forneça a lista dos maiores construtores, como a *List of Builders* nos EUA, com dados para comparação das 100 maiores empresas do país (vendas, faturamento e com capital aberto ou não), a investigação considera as maiores firmas listadas na Bovespa. Nesse conjunto havia dezoito empresas que representaram, em 2014, um valor agregado de vendas de R\$ 31 bilhões, com mais de 165 mil unidades vendidas, e uma média das empresas de venda de 9,2 mil unidades, ao preço de R\$ 164 mil e receita próxima de R\$ 1,7 bilhão.

Embora tenha se relacionado todas as empresas de capital aberto do país, selecionou-se um grupo mais restrito, formado pelos cinco maiores faturamentos dentre as grandes corporações da construção imobiliária residencial, constituindo quase 60% de todo o faturamento e 27% da oferta de unidades corporativas de firmas de capital aberto em 2014. Esse conjunto evidencia o elevado nível de concentração da produção residencial, e que, em muitas dessas empresas, estende-se ainda aos segmentos de produtos

construtivos de infraestrutura, comerciais (escritórios), serviços (*shopping centers*, hotéis, *resorts* etc.), além da sua predominância no segmento residencial, com ofertas diferenciadas de produtos (entre o popular, o econômico e o luxuoso, condomínios verticais e horizontais).

A partir das características das firmas selecionadas, mais desenvolvidas política, financeira e economicamente, em grandes corporações da construção residencial de capital aberto, investigamos a relação dessas companhias com novos e antigos determinantes de poder no processo internacional de (re)organização industrial e financeira. Através das informações investigadas em seus relatórios, observamos, no início do século XXI, as condições de poder e as decisões estratégicas das corporações de construção residencial. No fim desta análise, refletimos sobre como as novas ou antigas determinações, como em relação aos impostos, lucros e juros, têm interferido ou se relacionado nos âmbitos corporativos da concorrência, poder de mercado e da gestão interna da estratégia com relação às decisões de coordenação do investimento em estoque de terrenos, imóveis em construção e construídos.

As relações entre o desempenho de mercado, estratégia de investimento e controle interno são investigadas como aspectos de poder das maiores corporações da construção residencial do Brasil. No caso do desempenho, o resultado

da concorrência é observado em termos de participação no faturamento e vendas do conjunto analisado, e sob o aspecto do poder de mercado, do preço médio e da margem de lucro líquido unitário das corporações. As estratégias de capitais são consideradas segundo as decisões de investimento de recursos pertinentes ao controle interno ou à diretoria da firma, sob o aspecto do estoque imobiliário (terrenos, imóveis em construção e construídos). Por fim, refletimos sobre o interesse do capital acionário observado a partir da relação entre a contribuição fiscal, o lucro pago, retido ao controle interno (por parte da diretoria) e apreciação da ação.

As empresas selecionadas para investigação, com maior participação em termos de faturamento e vendas de unidades anuais em 2014, apresentaram diferentes estratégias de oferta, como a Cyrela, que se tornou a primeira em faturamento e a segunda em vendas, no fim do período; a MRV, que passou à primeira posição em vendas de unidades, com a terceira posição em faturamento, em 2014; a PDG, que ascendera, em 2010, à primeira posição em faturamento, ainda que na quarta posição em vendas, chega a 2014 na segunda posição em faturamento e terceira posição em vendas; a Even manter-se-ia no quarto lugar em faturamento e quinto em vendas, entre 2006 e 2014; e a Gafisa perderia participação de segundo lugar em faturamento e primeira posição em vendas, passando à quinta e quarta.

As estratégias de poder de mercado são explicitadas pelo preço médio reajustado, mesmo que muitas empresas tenham apresentado a redução ou manutenção da média do preço de imóveis, caminhando na direção do segmento popular e econômico, caso da Cyrela e Gafisa. A PDG mostra, no primeiro ano, um preço médio baixo – mesmo com seu reduzido número de vendas –, menor margem de lucro – por conta do início da sua operação –, mas apresentaria um preço mais robusto já em 2010 e seguiria a competição nacional na direção do nível de preços mais baixos em 2014, mesmo que ao custo da redução da lucratividade da empresa. A MRV e Even, com suas específicas estratégias de preços (baixo e médio), consolidaram-se em segmentos específicos de mercado popular e classe média, acompanhando a evolução relativa de preços da economia, e mantendo um nível médio elevado de lucratividade. A Cyrela, a fim de incrementar o seu nível de vendas, reduziu tanto o seu preço médio relativo como a lucratividade, o que melhor evidencia o aumento da competição no mercado, especialmente em 2014.

A média simples do lucro líquido unitário das empresas no período (2006, 2010 e 2014) mostra o padrão elevado da lucratividade, com o destaque da Cyrela (16,4%), MRV (17,6%) e Even (11,7%), enquanto a PDG (3,8%) e Gafisa (5,5%) apresentavam uma menor média por conta do prejuízo em 2014. A média do lucro líquido unitário do mercado em 2014, em geral, foi mais

baixo (6,3%), depois do crescimento entre 2006 (11,6%) e 2010 (15%).

O preço médio, na sua relação com a margem de lucro unitária, explicita a magnitude do poder de mercado realizado das corporações, ainda que direcionadas por suas respectivas estratégias de preços e fatias de mercado. O poder de mercado mais substancial da Cyrela, MRV e Even, em termos de margem de lucro líquido unitário, em todo o período, contrasta com o poder declinante da Gafisa e PDG. Destaca-se que esse poder, entre 2006 e 2014, teve maior expansão conjunta até 2010; em 2014, o mercado imobiliário teve a sua demanda reduzida pela queda dos preços internacionais de *commodities* e da renda nacional com relação à oferta disponível de imóveis construídos.

Uma constatação da estratégia imobiliária comum no mercado brasileiro em 2006 era percebida pelo valor do estoque imobiliário total (MRV, Even e Cyrela) em muitas empresas, que se aproximava do valor da receita total, antecipando-se ao processo de expansão do mercado, por conhecimento prévio do efeito das políticas públicas. Essa realidade do estoque imobiliário muda já no ano de 2010, quando a maior parte dos estoques totais é superada pela expansão das receitas das firmas. Em 2014, novamente várias companhias (Gafisa, PDG, MRV e Cyrela) vão ter uma proporção de estoque considerável, na sua relação com a receita, ou uma receita

menor do que o estoque constituído, repercutindo sobre o desempenho e poder de mercado. Outras vão ter uma estratégia de maior redução de imobilização de capital em estoque imobiliário em todo o período (caso da Even, MRV e Cyrela), com menor relação com a receita total comparada às outras companhias, de 2006 a 2014, mostrando-se mais preparadas para a estagnação do mercado que se veria no fim do período.

A média da razão de estoque imobiliário total sobre a receita total, enquanto indicador da imobilização de capital em propriedade de imóveis (terrenos, em construção e construídos), entre 2006 e 2014, apresentou um maior nível na MRV (1,267), Cyrela (0,805), PDG (0,792) e na Gafisa (0,782), e somente a Even apresentou menor nível (0,576). Em geral, a imobilização de capital em imóveis do conjunto foi maior em 2006 (1,079) e 2014 (0,863), com um menor nível em 2010 (0,591), até por conta da expansão das vendas.

A proporção do valor do estoque imobiliário em terrenos com relação ao valor do estoque em produção e construído, que já era grande em 2006 (com uma razão de 1,306), quando a proporção do valor do estoque de terrenos era grande em muitas companhias (Cyrela, MRV, Even e mesmo a PDG), cresce em 2010 – à exceção da PDG e Even –, mas decresce no conjunto do mercado para 1,091. Em 2014, as companhias vão

ter uma imobilização de capital na propriedade de terrenos acima (1,415) do valor imobilizado em imóveis em construção e construídos, até pela redução ou retardamento da produção de unidades novas, considerando que o estoque total crescia à frente da receita de vendas.

A média das empresas, no período analisado, entre o estoque imobiliário de terrenos com relação ao conjunto de imóveis em construção e construídos, como indicador da imobilização relativa da propriedade, destacava-se pelo maior nível na MRV (1,960), Cyrela (1,266) e Even (1,265), com menor nível na PDG (1,067) e Gafisa (0,797).

Esse elevado padrão de imobilização de capital em estoques, construídos e em construção, e principalmente, em terrenos, explica-se pelo baixo nível de carga tributária, que além de se dar como custo de produção com relação ao nível de imobilização de capital em propriedades, através do IPTU, também se relaciona com o resultado das empresas, estabelecido pela arrecadação do Imposto de Renda sobre o lucro bruto, do qual decorre o lucro líquido. O que observamos é a importância predominante do Imposto de Renda (IR) com relação ao IPTU. Ademais da maior substância, o IR é determinante do lucro a ser pago, retido e investido, até por isso, é mais comum a sua divulgação. Vimos uma menção menos frequente do IPTU, também por sua pequena importância como custo de manutenção.

Verificamos que a proporção de IR sobre a margem de lucro bruto manteve uma proporção média, entre 4,7% até o máximo de 21,3% do lucro bruto. Com algumas especificidades, em poucos anos (resultados) de prejuízo, essa média fugiu desse padrão, como no caso da PDG (-47,9%) e Gafisa (34,9%) em 2014. A participação desses impostos mostrou-se declinante, a partir de 2006, como se viu no caso da Cyrela e Gafisa. Nas demais (PDG, MRV e Even), com o aumento da escala e de mercado, verificou-se um aumento da importância em 2010, reduzindo-se em geral em 2014, junto à demanda.

No caso do IPTU, o dado foi estimado a partir de informações da Cyrela em 2014. Isso porque o dado não se mostrou frequente nos relatórios (Administrativo e Financeiro Padronizado Anual) nos diversos anos e para as diferentes empresas, até por conta da sua menor importância com relação ao custo total e ao lucro bruto das vendas. Em geral, constitui-se em menos de 1% da margem de lucro bruto, variando entre 0,2% e 1% do lucro, saindo desse padrão nos casos dos anos de prejuízo.

O Controle Acionário logra receber lucro quando acumulado ou obtido no período do exercício anual da firma, e quando não exista possibilidade de retenção de lucro para a realização de investimentos de interesse comum entre diretores e acionistas. No caso da PDG e Gafisa, o prejuízo das empresas não permitiu o pagamento

de lucro em 2014, se bem que tenha sido pago, em 2010, uma proporção igual às demais. As empresas que pagaram lucros, especialmente em 2010 e 2014, fizeram-no dentro do mínimo previsto em contratos, que é de 25% do lucro líquido, após as despesas financeiras e fiscais.

Cabe explicitar que a proporção de lucro pago e retido não configura a única questão para o entendimento de por que os acionistas apreciam certas ações e não outras. Ainda mais por que não foram pagas grandes quantias de lucros, mesmo que eles tenham sido gerados. A Cyrela, MRV e Even, que pagaram lucros com frequência, obtiveram menores depreciações das ações ON, se comparadas às demais (Gafisa e PDG). A depreciação dos preços das ações, caso da PDG e Gafisa, expõe-nas a riscos como a tomada de controle acionário, falência, e recuperação jurídica, como aconteceria no caso da PDG em 2017. O que não se relaciona somente com o pagamento do lucro, mas com a existência de outras condições, como as reduções da margem de lucro, da participação e do poder de mercado.

O desempenho das maiores corporações brasileiras da produção imobiliária resulta da construção de poder e, especialmente, em sua elevada margem de lucro e participação de mercado, como verificado nos dados disponíveis das empresas. Tal fato nos possibilita verificar diferentes decisões estratégicas de preços, produtos e de alocação de capital em terrenos

e imóveis construídos, assim como uma menor incidência de carga fiscal, que tanto sob a forma do Imposto de Renda de Pessoa Jurídica (IRPJ), como do IPTU, demonstrou cumprir uma função instrumental de subsídio à lucratividade das companhias (como um diferencial positivo de renda) em todo o período analisado.

A relação entre diretoria e acionistas, a partir do lucro gerado, manteve-se no mercado nacional em torno do mínimo exigido de pagamento ao acionista (exceto Gafisa e PDG nos anos de prejuízo, quando não possuíam a condição de Lucro retido para pagamento). Esse conjunto de elementos contribuiu para explicar o contexto dos diferentes níveis de redução dos preços das ações, ainda que contraste com a lucratividade extraordinária do mercado brasileiro de produção imobiliária residencial.

Como observado nos casos da Cyrela, MRV e Even, que apresentaram as menores depreciações ao longo do período analisado, com relação ao seu próprio preço médio de ação, pode-se dizer que o êxito assentava-se, sobretudo, na construção do poder, em termos de participação de mercado e margem de lucro, ainda que variando ao longo do tempo, mas se destacando pelo elevado investimento em estoque imobiliário, especialmente em terrenos.

Em outro sentido, PDG e Gafisa têm demonstrado menor habilidade na sua estratégia de gestão de imobilização de ativos imobiliários,

de capitais (fusões e aquisições) e com os investidores, como forma de construção de desempenho e poder de mercado. Por isso têm apresentado um maior “derretimento” dos preços das ações. Como essas firmas não têm tido sucesso na competição de mercado, por meio das decisões da diretoria, a resposta dos investidores tem sido desfavorável na não retenção das ações, apresentando maior risco de tomada de controle, fechamento de capital, mudanças de diretoria e de estratégias.

Esse conjunto de aspectos relacionados nos ajuda a entender porque, na recente evolução dos preços das ações, algumas empresas têm conseguido resistir à péssima expectativa dos acionistas nesse segmento brasileiro do mercado de ações – o que contrasta com a extraordinária margem de lucro líquido das companhias, associada tanto a um menor peso fiscal (IRPJ e IPTU), como ao elevado investimento imobilizado na propriedade de terrenos, a fim de se realizar a especulação como forma estratégica de obtenção de renda. Esse tipo de investimento viabiliza-se pelo baixo peso do IPTU, na sua relação de subsídio a margem de lucro, tanto pela baixa importância do imposto como da elevada margem, evidenciando-se como um aspecto estrutural do mercado imobiliário brasileiro.

5. Estrutura, estratégias e relações do mercado produtivo residencial nos EUA

A abertura pública de capital em bolsa não abrange todas as grandes corporações da construção norte-americanas, havendo empresas importantes atuando como sociedade fechada de capital, por interesse estratégico dos proprietários. Porém, como se vê no *site* do *Builder 100 List*, das maiores construtoras estadunidenses, as principais empresas – em termos de escala de venda e receita – tinham o seu capital aberto em 2014. Nesse ano, as 100 maiores empresas formavam um conjunto de mais de 220 mil unidades, faturando quase R\$ 80 bilhões, com uma venda média de 2,2 mil unidades, ao preço de US\$ 361 mil, e receita média da firma de US\$ 795,5 milhões.

Esse conjunto de informações pode ser dividido em dois subgrupos de análise. O primeiro, com 23 empresas de capital aberto, que venderam mais de 150 mil unidades, com faturamento de US\$ 54 bilhões. Mesmo com bastante heterogeneidade, observou-se que o grupo das maiores firmas, em média, realizava venda de 6.500 unidades cada, ao preço de US\$ 360 mil a unidade, e com a média de receita de US\$ 2,3 bilhões. O outro grupo, com 77 firmas menores e de capital com participação fechada ao público, em conjunto, vendeu mais de 70 mil unidades, com US\$ 25 bilhões de valor agregado. Esse é um conjunto um pouco mais homogêneo de

empresas, que em média vendia menos de 1.000 unidades, com receita média de cerca de US\$ 330 milhões. Essa distinção explicita a concentração e escala dominante das grandes corporações da produção residencial de capital aberto nos EUA.

Embora tenha se relacionado todas as empresas de capital aberto, a investigação selecionou o grupo das cinco maiores companhias estadunidenses, que constituem um conjunto representativo de mais da metade da venda de unidades (59%) e do faturamento (54%) no mercado corporativo nacional. Além do elevado nível de concentração do mercado, muitas das empresas marcam-se também por seu escopo de produtos imobiliários .

Tendo em vista as características explicitadas dessas empresas mais desenvolvidas política, financeira e economicamente, em grandes corporações de produção residencial, investigamos a sua relação com os novos e antigos determinantes no processo internacional de reorganização produtiva, industrial e financeira. Através das informações incorporadas dos relatórios exigidos e certificados pela NYSE, tais como, *Annual Report e Proxy Statement*, no início do século XXI (em 2006, 2010 e 2014), investigamos os determinantes: do desempenho e poder de mercado, das estratégias de investimento e do controle interno do capital corporativo. Nessa trajetória, refletimos como as novas e antigas

determinações produtivas e financeiras têm se relacionado nos âmbitos da concorrência, do desempenho e poder de mercado, da estratégia interna de imobilização em capital, coordenação da contribuição fiscal e retenção ou pagamento de lucro, tendo em vista a apreciação do preço da ação.

Entre as empresas analisadas, a D. R. Horton liderou as vendas em todo o período e, sob o aspecto da participação do faturamento no conjunto, subiu da segunda para a primeira colocação no último período (2014). A Lennar, que detinha a liderança do faturamento no mercado no início (2006), e a segunda posição na participação de unidades vendidas, passa para a segunda posição nas duas dimensões. A Pulte manteve no período a terceira posição na participação em ambos os aspectos, superando a Lennar em 2010, num momento de forte recrudescimento do mercado, indicando alguma estabilidade da concorrência no conjunto. Tal equilíbrio também se observa nas firmas de menor participação: a NVR e a Ryland mantêm-se nas quarta e quinta posição em ambas as categorias (faturamento e vendas).

A NVR, sob o aspecto do preço médio do imóvel vendido, apresentou o maior valor, assim como uma das mais elevadas margens de lucro unitária em relação ao preço médio, indicando uma alta capacidade de agregação de valor e de geração de lucro em todo o período. Das

empresas com maior participação, a Lennar representava também tanto o segundo maior preço médio, assim como a respectiva posição na proporção de margem de lucro sobre o preço médio, melhorando seu desempenho ao longo do período analisado. Por sua vez, a D. R. Horton, que tinha a segunda maior proporção de margem de lucro em 2006, foi a que mais encolheu a sua margem em um esforço de concorrência, por meio de uma estratégia de imóveis mais baratos, chegando à sexta posição na relação tanto de preço médio como em margem unitária em 2014.

A média no período das empresas de lucro líquido unitário, como indicador mais geral de poder de mercado, destacou-se na NVR (7,7%), D. R. Horton (6,9%) e Lennar (5,3%), acima da média geral (3,7%), com pior desempenho da Ryland (2,1%) e Pulte (-3,7%). Já a média dos lucros líquidos unitários no ano foi mais elevada em 2014 (7,2%) e 2006 (6,8%), com um prejuízo (-3,1%) do conjunto de empresas analisadas em 2010.

A Ryland perdeu posição relativa, decaindo da segunda para a quarta posição de preço médio, mantendo, porém, a terceira melhor margem unitária. A Pulte manteve a terceira posição do preço médio, mesmo que com um importante declínio dessa variável, incluindo um elevado prejuízo no ano de 2010. Entretanto, as empresas mudaram substancialmente de estratégia de

preços e margens antes e depois da crise, com diferentes resultados em sua recomposição de poder de mercado.

A estratégia das corporações, considerando a imobilização de capital em estoque imobiliário total (terrenos, imóveis em construção e construídos), teve em geral um valor menor do que a receita total, especialmente em anos de maior dinamismo – considerando que a receita do conjunto, no ano de 2014, não havia recuperado o nível de 2006, anterior à crise de 2007-2008, exceção verificada no ano de 2010, posterior à crise, quando havia um estoque imobiliário total importante tanto na Lennar, Pulte, como na D. R. Horton, por efeito combinado do aumento do estoque e redução das vendas. Apesar de que o aumento desse estoque imobiliário total seja inerente ao processo de investimento em produção e lançamento, algumas companhias, como a NVR e Ryland, mantiveram uma média de estoque mais baixa do que as demais em todo o período, ainda que em progressão após o ano de 2006 (ou seja, após a crise dos títulos *Subprime* em 2007).

A média no período da razão do valor do estoque imobiliário total sobre o da receita de vendas total das empresas no tempo teve maior taxa no caso da Lennar (0,944), D. R. Horton (0,850) e Pulte (0,841), acima da média geral (0,710), com uma menor proporção da Ryland (0,705) e especialmente da NVR (0,209). A média

do mercado anual mostrou uma maior imobilização de capital em imóveis em geral, nos anos de 2014 (0,758) e 2010 (0,830), após a crise de 2007-2008, com uma menor proporção no início da série em 2006 (0,542), quando as vendas tinham uma maior demanda relativa ao estoque.

Sobre a composição do valor do estoque imobiliário avaliado em terrenos, com relação aos em construção e construídos, vimos que, após o ano de 2006, a partir do ano de 2010, a representatividade do valor do estoque de terrenos cresceu frente aos imóveis em construção e os construídos, para o maior conjunto das corporações, especialmente para a Ryland e a Lennar. Isso se explica em grande medida pela redução da produção de novas unidades, até o término da construção e venda das construídas, num período de incerteza e estagnação do mercado. Ao mesmo tempo é possível considerar que as firmas mais bem capitalizadas possam ter feito bons negócios imobiliários, tendo em vista a produção e venda futura.

A retomada de novos projetos, como se percebe já no ano de 2014, reflete um maior dinamismo do mercado, com maior venda e produção de unidades, como se vê no caso da D. R. Horton, que reduz, desde 2010, a sua relação de estoque de terrenos com relação ao estoque de imóveis em construção e construído, e mesmo da Pulte e da NVR, que, com uma pequena elevação, mantêm-se abaixo do ano de maior expansão

em 2006. Os casos da Lennar e da Ryland indicam padrão distinto que envolve um maior banco de terrenos, comparado ao de imóveis em construção e os construídos. Esses padrões de estratégia imobiliária refletem composições de estoques específicas por conta das estratégias de negócios.

A média das firmas no período analisado da relação entre o valor do estoque imobiliário em terrenos e o valor de imóveis em construção e os construídos apresentava maior destaque no caso da Ryland (1,471) e da Lennar (1,220), acima da média do mercado em geral (0,642), com uma menor importância relativa do capital imobilizado em terrenos, com relação aos imóveis em construção e os construídos da Pulte (0,029), D. R. Horton (0,115) e NVR (0,376). A média do mercado anual era menor em 2006 (0,524) e 2010 (0,695), crescendo em 2014 (0,707).

O que chama a atenção é a importância da *Income Tax* (Imposto de Renda das empresas) com relação à *Property Tax* (Imposto sobre Propriedade), ainda que constitua uma política fiscal de isenção integrada, com desconto do Imposto de Renda advindo do pagamento do Imposto sobre a Propriedade. A maior substância do Imposto de Renda com relação ao Imposto sobre Propriedade, novamente, explica a menção mais frequente do primeiro imposto nos relatórios, dada a sua importância para a lucratividade das corporações.

Viu-se que a proporção de imposto sobre a margem de lucro bruto manteve uma proporção média entre 35% e 39% do lucro bruto. Com algumas especificidades, em momentos de prejuízo, quando essa média saiu desse padrão, como no caso da Lennar e da Ryland em 2010. No caso da D. R. Horton, o prejuízo bruto em 2010 foi revertido em lucro líquido por benefícios fiscais (isenção e retardo do pagamento de impostos), conforme relatório considerado na investigação. Já o acúmulo relevante do pagamento de encargos de impostos em 2014 também promoveu um aumento da razão do Imposto de Renda sobre a margem de lucro bruto. Os anos anteriores e mais recentes mostram uma contribuição estimada de renda próxima a do lucro bruto das empresas. Com exceção da D. R. Horton, que, após um período de maior alívio fiscal, apresentou maior oneração desse imposto.

Vejam os casos do Imposto sobre a Propriedade (*Property Tax*), que foi estimado a partir do dado informado pela D. R. Horton em 2014, já que não foi encontrado com frequência, se comparado ao Imposto de Renda e às demais empresas, ainda que conste com mais frequência nos relatórios anuais, apesar de agregado junto com o juro capitalizado na conta de despesas com vendas, administrativas e gerais. A estimativa da *Property Tax*, em geral, constituiu cerca de 2% da margem de lucro unitária, variando entre 1,5% e 3,6%. Esse indicador apresentou alterações nos anos de prejuízo,

como observado no caso do Imposto de Renda (Lennar e Ryland), e alguns benefícios e ônus ocasionais, como se viu na D. R. Horton, respectivamente, em 2010 e 2014 – o que sugere, no período, uma estratégia de renegociação de ambos os impostos –, e a estatística redução da contribuição fiscal (15,8% do IR e 0,8% de *Property Tax*), explicados pelos anos de prejuízo.

Sob o aspecto do controle acionário, vemos que o acionista logrou receber lucro quando acumulado anteriormente ou obtido no referido período, e sempre que não houve possibilidade de retenção para a realização de investimentos de interesse de diretores e acionistas. O primeiro aspecto fica claro no início do período investigado, cujo maior nível de lucro disponível, ainda assim, evidencia uma pequena magnitude de lucro pago aos acionistas nas corporações em geral, por conta das oportunidades de negócios existentes à época.

Com a redução do dinamismo do mercado em 2010 e 2014, mesmo que com um menor lucro, verificou-se maior nível de pagamento aos acionistas. Mas há padrões específicos entre as empresas, como o caso da NVR, que foi a que menos pagou lucro, proporcionalmente ao lucro gerado e retido. Outras empresas importantes, como a D. R. Horton, a Lennar e a Pulte, que elevaram a proporção de pagamento de lucro aos acionistas nos períodos posteriores a 2006, inclusive o fizeram em situação de prejuízo, caso da Pulte em 2010 (utilizando lucro anteriormente retido).

O aspecto do lucro retido e pago não explica totalmente o porquê de os acionistas apreciarem a compra e manutenção de certas ações e não de outras. Como no caso da NVR e da Pulte, que apresentaram, respectivamente, a menor e a maior proporção de lucro pago sobre o retido, mas que, no primeiro caso, apresentou a ação mais apreciada do mercado, enquanto a outra ação foi a menos apreciada, ao longo de todo o período observado. Com exceção da NVR, que reteve substanciais lucros em todo o período, todas as demais ações apresentaram uma queda do preço médio da ação Ordinal (ON) em 2010 e nos anos subsequentes à crise. Algumas empresas como a D. R. Horton, a Lennar e a Pulte não recuperariam completamente o nível do preço da ação no início da série até o fim do período analisado. A Ryland recuperaria ainda menos o seu valor anterior à crise.

O desempenho das corporações, que culmina na construção de poder de mercado e especialmente em escala e margem de lucro, como verificado, passa por decisões de preços e produtos, alocação de capital em terrenos, imóveis em construção e construídos, assim como por incentivos fiscais, que cumprem função instrumental à melhoria da lucratividade das companhias, especialmente, como se viu nos anos de prejuízo, reduzindo-o ou postergando-o. A relação entre diretoria e acionistas, a partir do lucro gerado, pôde ser mais favorável nos anos de bons resultados, como condição para a

viabilidade do pagamento de benefícios, mesmo ocorrendo em anos de prejuízo, por meio do lucro anteriormente retido. Todos esses elementos em conjunto contribuem para explicar a apreciação das ações do segmento do mercado da produção imobiliária norte-americana após a crise.

Pode a apreciação das ações ser entendida sem as estratégias internas na realização do poder de mercado e competição entre capitais e que, de fato, produz o lucro e a renda a ser controlada por diretores e paga aos acionistas? A NVR, como a empresa de ações mais apreciadas no segmento da construção residencial dos EUA, mesmo após a crise, indica que não. Pois, apesar de não apresentar a maior fatia de mercado, é uma das que mais vem ganhando espaço em termos de faturamento e unidades. Contudo, tem o maior preço médio e, principalmente, a maior margem de lucro unitária e relativa massa de lucro retido. Na sua estratégia, apresentava menor proporção de estoque imobiliário total e de terrenos.

Esse conjunto de relações, junto com a evolução do poder de mercado, em especial da margem de lucro unitária, ajuda a explicar porque a ação da NVR apreciou-se ao longo do período, assim como porque certas empresas recuperam-se mais rapidamente depois da crise, com relação às outras, sob o aspecto do valor do preço da ação.

A estratégia de capital coloca a NVR numa posição mais próxima das empresas que têm tido maior expansão do mercado (D. R. Horton e Ryland). Observamos um padrão estratégico de capitalismo imobiliário-financeirizado, sob uma menor relação de investimento em ativos imobiliários, especialmente de imobilização de capital em terrenos, que na medida em que se eleva em demasia, mostra-se como uma séria restrição à margem de lucro das companhias (caso da Lennar e da Ryland em 2010). Pois, além do custo de imobilização de capital em estoque de imóveis, existe um ônus a mais, pelo custo fiscal de retenção do ativo imobiliário, uma característica do mercado nos EUA, mas que, até certo ponto, faz-se estratégico para a retomada da lucratividade (veja a Lennar, a Pulte e a Ryland em 2014), apesar de não se mostrar central ao melhor desempenho (NVR e mesmo D. R. Horton).

6. Considerações Finais

O presente artigo procurou mostrar, através das características das empresas mais desenvolvidas do segmento de construção residencial no Brasil e nos Estados Unidos, as específicas estratégias de apreciação das ações para os acionistas e de construção do poder, por meio da participação do mercado e da margem de lucro. Isso porque, no fim do século XX, as grandes corporações capitalistas acentuaram a sua organização tendo em vista a avaliação predominante do mercado financeiro, sob o objetivo de maximizar o

valor das ações e encurtar o tempo de extração de renda do capital, ainda que subordinadas à expansão da participação e do poder de mercado. Entretanto, é importante destacar que os mercados financeiros e imobiliários se encontravam em diferentes níveis de desenvolvimento e condições estruturais de oferta e demanda em cada uma das economias nacionais.

Com isso posto, em resposta à pergunta retórica, de se é possível entender a apreciação dos preços das ações sem considerar as estratégias internas das grandes companhias de capital aberto da construção residencial, caracterizadas por serem especuladoras estruturais, a partir das posições acumuladas e da realização concreta do poder de mercado na competição entre capitais, que produz o lucro a ser controlado por diretores e acionistas, o conjunto de relações consideradas na investigação aponta que não. Verificamos que o poder de mercado (margem de lucro, escala e participação das vendas), percebido por meio das relações de produção e de controle interno do capital, fornece uma explicação mais satisfatória sobre quais fatores concorreram para que o preço da ação da NVR, por exemplo, apreciasse-se substancialmente ao longo do período nos EUA, ou como a Cyrela ou a Even conseguiram se depreciar menos no mercado recente do Brasil, e como certas empresas recuperaram-se mais prontamente da conjuntura de redução da renda e da demanda.

Observamos, com base nos indicadores políticos, econômicos e financeiros, que, na evolução

das empresas de construção, a adequação ao novo paradigma da corporação não é tão simples ou direta em favor dos desígnios dos acionistas, pois pesam como determinação diferentes aspectos, tais como: a composição e nível de estoques de capital imobilizado, que assumem proporções relativamente distintas e estratégicas ao desempenho; a retenção e o pagamento de lucro, explicitados na relação de interesses e poderes dos acionistas, diretoria e dos projetos de expansão; e até mesmo o peso, a resistência e o adiamento fiscal.

Sob o aspecto da conduta de preços médios, as firmas brasileiras apresentam uma maior diferenciação, mesmo que na direção de imóveis mais baratos, por efeito da política pública nacional de habitação e da busca de expansão da oferta na direção da demanda não atendida. Outra diferença importante está na elevada margem de lucro unitária das firmas brasileiras, ainda que sobre imóveis mais baratos, mas que chega a ser mais que o dobro da realizada pelas corporações dos EUA. Uma evidência de que a diferença do peso da carga tributária, que se relaciona à estrutura do mercado imobiliário no Brasil (marcado por mais alta vacância de imóveis, maior estoque de imóveis e, principalmente, de terrenos para especulação das corporações), viabiliza o maior nível de lucratividade e renda aos acionistas, mesmo considerado o maior custo de capital, como indicado pela relação da Taxa Selic com a inflação.

As estratégias das empresas brasileiras mostram singularidades: primeiro de um maior nível de capital imobilizado em estoque imobiliário em geral (0,863), e especialmente em terrenos, sobre as operações em construção e construídas (1,415) com relação ao padrão de mercado das corporações dos EUA (0,758 e 0,707, respectivamente). Numa comparação entre os anos de maior e menor dinamismo entre os mercados no Brasil (2010 e 2014) e nos Estados Unidos (2006 e 2010), havia, por aqui, maior proporção de valor em estoque imobiliário total e de terrenos relativo à Receita Total, segundo as razões investigadas dos diferentes estoques (Estoque Imobiliário Total/Receita Total; e Estoque de Terrenos/Construído e em Construção) – mesmo considerando a gravidade da crise norte-americana, cujo grupo analisado não havia recuperado o nível de faturamento do período inicial, ainda que os preços das ações de diversas companhias já estivessem mais próximos do nível mais elevado da série. No caso brasileiro, não houve tanta redução de faturamento e vendas das firmas, apesar da maior decadência dos preços das ações, mesmo com frequente pagamento do elevado lucro.

Agora, como se relacionam as estratégias de mercado das empresas da construção residencial com os distintos níveis de impostos sobre a propriedade e a renda? Consideramos imprescindível observar as características da dinâmica de produção do lucro nos respectivos

conjuntos econômicos, pois além de se considerar a origem do processo de acumulação da riqueza, importa analisar o uso dos fatores de produção para se entender as diferenças de poder de mercado das corporações e como se relacionam com a estrutura fiscal.

A dinâmica de concentração de capital na propriedade de imóveis, adotada por todo tipo de especulador nas cidades brasileiras, como o custo do capital é alto (pela elevada taxa de juros real do mercado), exige, para a viabilidade do negócio, uma elevadíssima capitalização, que é promovida pela isenção fiscal do patrimônio e da renda. Essa isenção não é totalmente oficial, mas é praticada no sentido de serem comuns a subavaliação, a inadimplência e o baixo nível de contribuição fiscal com relação ao lucro obtido das firmas. As empresas no Brasil apostam nos estoques de imóveis devido ao baixo custo fiscal e elevado retorno de renda. Nos EUA, o maior peso do imposto sobre propriedade implica uma menor imobilização de terrenos e menor aposta das corporações na manutenção de imóveis ociosos por longo período, até porque a inadimplência com relação ao imposto pode acarretar a perda da propriedade. E sob o aspecto da concentração da estrutura de poder e de mercado, encontram-se grandes diferenças entre as companhias, seja nas posições mais consolidadas das participações, seja na avaliação dos acionistas, no mercado estadunidense, mesmo que com menores margens de lucro e menor

distinção entre preços médios. No Brasil, as posições e estratégias de mercado, dos acionistas e de preços, mostraram-se bem mais voláteis, advindas da menor estabilidade da economia, sob elevada imobilização de capital em imóveis, especialmente terrenos, com uma abundante rentabilidade, apoiada pela persistência da mais reduzida contribuição fiscal sobre a propriedade imobiliária e a renda.

Os resultados corroboram a hipótese da investigação sobre a influência da relação entre impostos (patrimonial e renda) como forma de controle de poder e instrumento de politização de mercadorias fictícias, como a propriedade de imóveis (da terra) e o acúmulo da riqueza social.

Bibliografia

AGLIETTA, Michel & RIBERIOUX, Antoine. *Corporate Governance adrift. A critique of shareholder value*. Cheltenham: Edward Elgar, 2005.

ANGOTTI, Tom. *New York for Sale: community planning confronts global real estate*. Cambridge (MA): The MIT Press, 2008.

BORGES, Luís Maurício Martins. "Imposto sobre Propriedade: uma reflexão crítica do caso do Município de São Paulo e da Cidade de Nova Iorque.", *Revista Brasileira de Estudos Urbanos e Regionais (RBEUR)*, São Paulo, v. 20, n. 3, pp. 570-588, set-dez, 2018.

CHANDLER, Alfred. *Scale and scope: the dynamics of industrial capitalism*. Cambridge (MA): Belknap Press, 1990.

CHESNAIS, Françoise. *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã, 1996.

CYRELA BRAZIL REALTY S.A. *Demonstrações Financeiras Padronizadas*. Ano Fiscal: 2006, 2010 e 2014.

D. R. HORTON. *Annual Report*. Fiscal Year: 2006, 2010 and 2014.

EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A. *Demonstrações Financeiras Padronizadas*. Ano Fiscal: 2006, 2010 e 2014.

FIX, Mariana de Azevedo Barretto. *Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil*. 2011. Tese de Doutorado – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas (SP), 2011.

FOX, Justin. *O mito dos mercados racionais: uma história de risco, recompensa e decepção em Wall Street*. Trad. Gabriel Zide Neto. Rio de Janeiro: Best Business, 2010.

GAFISA S.A. *Demonstrações Financeiras Padronizadas*. Ano Fiscal: 2006, 2010 e 2014.

GALBRAITH, John Kenneth. *O pensamento econômico em perspectiva: uma história crítica*. São Paulo: Edusp, 1989.

HOBSON, John Atkinson. *A evolução do capitalismo moderno: um estudo da produção mecanizada*. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

JENSEN, Michael C. "O eclipse da corporação de capital aberto." In: MONTGOMERY, Cynthia A. et alii *Estratégia: a busca da vantagem competitiva*. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

LAZONICK, William & O'SULLIVAN, Mary. "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance.", *Economy and Society*, v. 29, n. 1, pp. 13-35, 2000.

LENNAR CORPORATION. *Annual Report*. Fiscal Year: 2006, 2010 and 2014.

LOGAN, John R. & MOLOTCH, Harvey L. *Urban Fortunes, the Political Economy of Place*. Berkeley (CA): University of

California Press, 1987.

MARICATO, Ermínia. *Indústria da construção e política habitacional*. 1983 – Tese de Doutorado. Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1983.

MARX, Karl. *O Capital: Crítica da Economia Política*. São Paulo: Abril Cultural, 1985.

MILBERG, William & WINKLER, "Deborah. *Financialization and the Dynamics of Offshoring in the USA.*", *Cambridge Journal of Economics Advance Access*, 2009.

MRV, ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A. *Demonstrações Financeiras Padronizadas*. Ano Fiscal: 2006, 2010 e 2014.

NVR. *Annual Report*. Fiscal Year: 2006, 2010 and 2014.

PDG REALTY S.A. *Demonstrações Financeiras Padronizadas*. Ano Fiscal: 2006, 2010 e 2014.

PULTE GROUP. *Annual Report*. Fiscal Year: 2006, 2010 and 2014.

REZENDE, Fernando Antonio. *Finanças Públicas*. São Paulo: Editora Atlas, 2001.

SERFATI, Claude. "Financial Dimensions of Transnational Corporations, Global Value Chain and Technological Innovation.", *Journal of Innovation Economics*, n. 2, 2008.

THE RYLAND GROUP. *Annual Report*. Fiscal Year: 2006, 2010 a