GEOUERJ

e-ISSN 1981-9021
DOSSIÊ

PARA UMA CRÍTICA DO ALUGUEL: valor e preço nas avaliações de ativos imobiliários

FOR A CRITIQUE OF RENT: value and price in real estate asset valuations

PARA UNA CRÍTICA DEL ALQUILER: valor y precio en las valoraciones de activos inmobiliarios

Carolina Alvim de Oliveira Freitas[a]

[a] Universidade de São Paulo (USP), São Paulo, SP, Brasil.

DOI: 10.12957/geouerj.2024.83211

Correspondência:
carolina.alvim.freitas@usp.br

Recebido em: 30 mar. 2024
Revisado em: 01 abr. 2024
Aceito em: 01 mai. 2024

RESUMO

Buscamos analisar o aluguel como forma específica de circulação do valor de empreendimentos imobiliários para investimento. Situamos os investimentos baseados na receita operacional de locações de imóveis como uma manifestação das articulações crescentemente orgânicas entre o mercado imobiliário e os mercados de capitalização de renda. Para nos ajudar nessa leitura, apresentamos teses sobre o "capitalismo assetizado", um conjunto de estudos que destaca a relevância do movimento específico do aluguel como "exploração financeira" de ativos. Depois, cotejamos, à luz da crítica da economia política, os métodos de avaliação imobiliária empregados por distintos agentes do setor. Defendemos que ocorre um processo contraditório, de cisão mais aberta, mas, ao mesmo tempo, de subordinação mais acirrada do valor de uso da mercadoria-imóvel ao direito à renda capitalizada da sua propriedade.

Palavras-chave: aluguel; empreendimento imobiliário; financeirização; assetização; avaliação imobiliária.

ABSTRACT

We seek to analyze rent as a specific way of circulating the value of investment real estate projects. We situate investments based on operating income from property rentals as an expression of the increasingly organic articulations between the real estate market and income capitalization markets. To help us with this reading, we present theses on "assetized capitalism", a set of studies that highlights the relevance of the specific movement of rent as "financial exploitation" of assets. Afterwards, we compare, through the critical political economy, the real estate valuation methods used by different agents in the sector. We argue that a contradictory process occurs, of a more open split but, at the same time, a more intense subordination of the use value of the real estate commodity to the right to capitalized income from its property.

Keywords rent; real estate development; financialization; assetization; real estate valuation.

RESUMEN

Buscamos analizar el alquiler como una forma específica de hacer circular el valor de los proyectos inmobiliarios de inversión. Situamos las inversiones basadas en ingresos operativos provenientes del alquiler de propiedades como una manifestación de las articulaciones cada vez más orgánicas entre el mercado inmobiliario y los mercados de capitalización de ingresos. Para ayudarnos en esta lectura, presentamos las tesis acerca del "capitalismo assetizado", estudios que destacan la relevancia del movimiento específico de la renta como "explotación financiera" de los activos. Después, comparamos, por medio de una economía política crítica, los métodos de valoración inmobiliaria utilizados por diferentes agentes del sector. Sostenemos que se produce un proceso contradictorio, de una separación más abierta pero, al mismo tiempo, de una subordinación más intensa del valor de uso de la mercancía inmobiliaria al derecho a la renta capitalizada de su propiedad.

Palabras Clave: alquiler; desarrollo inmobiliario; financiarización; assetización; valoración de inmuebles.

.

2024 Freitas. Este é um artigo de acesso aberto distribuído sob os termos da Licença Creative Commons BY-NC-SA 4.0, que permite uso, distribuição e reprodução para fins não comercias, com a citação dos autores e da fonte original e sob a mesma licença.

INTRODUÇÃO

Este artigo busca analisar o aluguel como um preço específico da circulação do valor de empreendimentos imobiliários para investimento. Situamos os investimentos baseados na receita operacional de locações de imóveis como uma manifestação das articulações crescentemente orgânicas entre o mercado imobiliário e os mercados de capitalização de renda. Para nos ajudar nessa leitura, apresentamos teses sobre o "capitalismo assetizado" (CHIAPELLO, 2015; LANGLEY, 2020; BIRCH E MUNIESA, 2020; GOLKA, 2021), um conjunto de estudos que destaca a relevância da relação específica da locação e da apropriação do preço do aluguel como "exploração financeira" de ativos, algo que aqui nos serve para um debate crítico de interpretação da economia política imobiliária contemporânea.

A cisão progressiva entre o uso dos imóveis, a gestão e a propriedade deles – ou seja, entre as atividades econômicas que requerem espaços especializados e o mercado de renda capitalizada baseada na locação desses segmentos (escritórios, apartamentos, shoppings, hotéis, redes educacionais, galpões logísticos, hospitais, entre outros)[1] – reflete o processo de *desabsolutização da propriedade imobiliária* (PEREIRA, 2005), pelo qual o valor de uso do imóvel é apropriado como base da capitalização do aluguel.

É um processo contraditório, de *cisão* mais aberta, mas, ao mesmo tempo – como defendemos aqui –, de *subordinação* mais acirrada do valor de uso da mercadoria-imóvel ao direito à renda capitalizada da sua propriedade. É ilustrativa desse esgarçamento paradoxal a própria norma instituinte dos fundos de investimento imobiliário no Brasil (Lei n°. 8.668 de 1993), que proíbe o exercício de qualquer direito real dos investidores sobre os imóveis que formam as carteiras dos fundos[2], ao contrário, por exemplo, do que ocorre quando um proprietário investe na locação e gestão direta de seus imóveis e deles pode dispor caso opte por não os ofertar no mercado.

No intento de compreender os elementos que singularizam a circulação do investimento dos imóveis em aluguel, abordaremos os métodos de avaliação do preço de empreendimentos de base imobiliária para rendimento, estabelecidos pelo mercado e pela normalização nacional e internacional do segmento de avaliação imobiliária[3]. Destacamos como especificamente um deles, o método da renda, próprio de uma

[1] Entre outros, podemos citar como exemplos de estudos brasileiros que se voltam a casos de fundos de investimento imobiliário, *por segmento de imóveis*: Botelho (2007), Volochko (2008), Guerreiro et al (2022) sobre o mercado residencial; Rocha Lima Jr. e Alencar (2004), Fix (2007; 2011), Sanfelici (2018) a respeito do mercado de escritórios; Magnani et al (2021) sobre o mercado de galpões logísticos.

[2] Segundo a referida lei, em seu artigo 13: "O titular das quotas do Fundo de Investimento Imobiliário: I - não poderá exercer qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo [...]" (BRASIL, 1993).

[3] Pela Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT), a Norma 14653-2 (2011) corresponde ao padrão brasileiro de avaliação de imóveis e, em sua segunda parte, trata de imóveis urbanos. Disponível em: https://www.prefeitura.sp.gov.br/cidade/secretarias/upload/infraestrutura/arquivos/ACESSO%20WEB%20novo/DESAPROPRIACAO/avaliacao_bens_imoveis_urbanos_procedimentos_gerias_nbr_14653_2.pdf. Acesso em: 06/09/2023.

operação *à jusante*[4], arbitra o preço em termos de capitalização do aluguel como um rendimento periódico futuro.

Pensamos que este preço funciona como um tipo fictício de capital — porquanto estimado em base a uma "taxa de atratividade", ou seja, um cálculo probabilístico de retorno futuro trazido, em forma de desconto, para o presente —, ao contrário do que se poderia supor, *renova a importância do valor de uso do imóvel-mercadoria transformado em ativo.* Reputamos isto à inserção particular do *fator temporal* no método protagonizado por agentes da cadeia de valorização imobiliária, como consultores, avaliadores, gestores e, sobretudo, administradores dos fundos de investimento em aluguel (MUNIESA E DOGANOVA, 2020) – representações que não personificam ou, ao menos, deslocam os interesses econômicos clássicos da valorização pela construção/incorporação (produção/realização da mercadoria imobiliária).

O longo retorno do valor do imóvel por meio da periodização da capitalização da renda de aluguel implica diretamente num dilema fronteiriço entre a razão contábil e a razão financeira e, afirmamos aqui, de um rearranjo entre a representação do *tempo de circulação* do imóvel como capital fixo[5] e o *tempo de circulação* do empreendimento como base do capital fictício. Ao mesmo tempo em que se calcula e se representa o *valor* de base imobiliária como um certo preço dado no tempo, também há que representar e calcular o preço relacionado à natureza própria do que chamaremos de seu *antivalor*.

O aluguel não é um movimento que cria *mais-valor*, mas se trata de uma captura pela capitalização periódica da exploração de um estoque arquitetônico, de *um valor já criado*, enfim estocado. Funciona como se fosse um capital portador de juros com parâmetros temporais próprios (MUNIESA E DOGANOVA, 2020), o que, no fluxo da extração da renda imobiliária, defronta-se com os parâmetros temporais do capital fixo construído, ou seja, com o consumo do tempo de vida operacional dos edifícios, uma espécie de "falso custo" [*faux frais*[6]] permanente do negócio de aluguel, assim como o terreno costumava ser visto na contabilidade da produção.

Nesse sentido, buscamos apresentar como se estabelece uma medida própria para a avaliação [*valuation*] e o equivalente da devaluação [*devaluation*] desses imóveis. Veremos como os especialistas do setor de investimentos em fundos imobiliários operam a matemática financeira para respaldar os momentos de investimento e desinvestimento dos ativos através do tempo. As técnicas de cálculo e os discursos do mercado

[4] Em momento posterior à produção do imóvel, e *não à montante*, a partir do início da construção.
[5] Capital fixo na locação para o comércio e fundo de consumo para fins residenciais.
[6] *Faux frais* é um conceito da economia política para designação de gastos improdutivos ou custos "falsos", "mortos", "externos" ou "secundários" de produção. No primeiro volume d'*O capital*, o termo *faux frais* ocorre em três ocasiões: duas vezes no Capítulo 11 - "Cooperação" (p. 501 e 505); e uma vez no Capítulo 23 - "A lei geral da acumulação capitalista" (p. 874). No segundo volume, aparece cinco vezes: no Capítulo 6 - "Os custos de circulação" (p. 235, 240, 241, 254) e no Capítulo 17 - "A circulação do mais-valor" (p. 493). No terceiro livro, Capítulo 20 - "Considerações históricas sobre o capital comercial" (p. 378) e no Capítulo 38 - "A renda diferencial: considerações gerais" (p. 707).

para analisar os componentes que subtrairiam "valor" do ativo serão objeto da nossa análise a partir da noção do *antivalor* e sua implicação na precificação do aluguel – e, para sua crítica, mobilizaremos a diferença entre os termos marxianos *desvalorização*, *devaluação* e *depreciação*, oportunamente esclarecidos por Smith (2015).

Encaramos essa entronização da *valuation* como desdobramento das tensões fetichistas e das lutas intercapitalistas – expressivas das contradições entre valor e preço – nos processos de financeirização da economia política imobiliária. Esses processos, segundo apontam autores trazidos a este texto (LANGLEY, 2020; BIRCH E MUNIESA, 2020), foram pensados mais até agora como o movimento de cisão entre valor e dinheiro, de separação entre riqueza real e riqueza fictícia, frequentemente embocados pela noção de "especulação" (LANGLEY, 2020).

No entanto, o espraiamento contemporâneo dos negócios de aluguel pode nos oferecer uma outra chave interpretativa da financeirização, em que esses termos estejam postos mais como *relação* do que como *separação*. Mais como *subordinação* do que como *autonomização*. Consideramos relevantes os estudos que apontam a *assetização* [*assetization*] do capitalismo como uma forma de interpretar a financeirização da produção do espaço pela via dos negócios de aluguel e os apresentaremos a seguir.

O problema do aluguel no capitalismo "assetizado"

Para fazer esse exame crítico da economia política do aluguel na contemporaneidade, achamos oportuno iniciar este item retomando o clássico estudo *Sobre a questão da moradia* (2015 [1872]), de Friedrich Engels, no qual ele polemiza com o pensamento de Pierre-Joseph Proudhon e seus seguidores em termos não apenas político-programáticos, mas também em termos teóricos e conceituais que nos interessam. Engels rebate a maneira como Proudhon compreende a formação do preço do aluguel de um imóvel, ao recusar a ideia de que o aluguel consistiria tão somente em parcelas amortizadas do custo total de uma construção ao longo do tempo. No lugar, ele define o aluguel como um preço oriundo de uma circulação específica do valor, que pode ser representado contabilmente da seguinte forma:

> O primeiro item que entra no cálculo é o **custo de construção** e **manutenção da casa** ou da respectiva parte da casa; em segundo lugar, leva-se em conta o **valor do terreno**, condicionado pela localização mais ou menos favorável da casa; o valor final é determinado pela situação momentânea da **relação entre oferta e procura...**
> [...] **o aluguel da casa não só tem de incluir os juros referentes aos custos da construção da casa, mas também cobrir os consertos e o montante médio de dívidas ruins, alugueis não pagos, bem como os ocasionais períodos em que a casa fica vazia** {acrescenta: "e, por fim, **amortizar em parcelas anuais o capital investido numa casa perecível**, que com o passar do tempo torna-se inabitável e sem valor"}. [...] ele esquece que o aluguel da moradia tem de incluir também os juros referentes ao aumento de valor do terreno em que se encontra a casa e, portanto, que **uma parte dele consiste em renda fundiária.** Nosso proudhonista se apressa a explicar que esse aumento de valor, por ter sido efetuado

> sem a participação do proprietário da terra, por direito não pertence a ele, mas à sociedade; mas ele não se dá conta de que, desse modo, ele exige na realidade a abolição da propriedade fundiária, um ponto que aqui nos levaria longe demais, se fôssemos tratá-lo mais detidamente. Por fim, ele não se dá conta de que, em toda essa transação, **nem se trata de comprar a casa do proprietário, mas tão somente do direito de usá-la por um tempo determinado** (ENGELS, 2015, p. 41, grifos nossos[7]).

A partir desses elucidativos comentários, supomos que a formação do preço do aluguel pode ser então considerada por meio da somatória dos componentes do imóvel, ou seja, por meio da abordagem "evolutiva" de Engels, compreendendo os seguintes elementos:

(i) custos da construção;

(ii) juros dos custos da construção;

(iii) custos da manutenção;

(iv) renda fundiária;

(v) taxa de vacância;

(vi) taxa de inadimplência;

(vii) taxa anual de amortização do tempo de vida útil do imóvel[8].

Esta definição dos componentes do aluguel tem sua importância para a crítica da urbanização contemporânea, na medida em que permite demonstrar que a renda fundiária – e, mais precisamente, *a renda imobiliária*, se buscarmos atualizar o problema da unidade entre construção e capitalização (produção e apropriação) do espaço urbano[9] – é *um dos* componentes do aluguel, mas não é o sinônimo ou a integralidade do preço do aluguel, ou seja, renda da terra não pode ser com ele confundida. A formação do preço do aluguel tem na renda imobiliária a expressão de sua receita líquida, mas não a sua composição bruta, a qual implica também um conjunto de custos de circulação do produto criado, próprio do negócio de locação: os custos da manutenção, a amortização do valor ao longo da vida do edifício, a vacância e o não pagamento pelo inquilino.

[7] Embora este registro faça parte da obra publicada em 1872, já em 1851, em troca de correspondências com Marx, Engels faz uma crítica similar à mesma posição proudhonista, destrinchando os elementos da constituição contábil do aluguel (Engels, "Bemerkungen zu Proudhons *Idée générale de la révolution au XIX siécle"*, MEGA-2I/11).

[8] Ainda em outro trecho da mesma correspondência que Engels utiliza para apontar a ausência da estimativa do custo de manutenção ou funcionamento do imóvel no pensamento de Proudhon: "Se a taxa do juro = 0, o aluguel também cai para zero (portanto, lucro e renda fundiária dependem do juro), p. 218. Decreto: *Tout paiement fait à titre de loyer sera porté en à-compte de la propriété, celle-ci estimée au vingtuple du prix de location* [Todo pagamento feito a título de aluguel será por conta da propriedade e esta será estimada e vinte vezes o preço da locação] - e os consertos?" (ENGELS, "Bemerkungen zu Proudhons *Idée générale de la révolution au XIX siécle"*, MEGA-2I/11 apud ENGELS, 2015, p. 41).

[9] Vale remontar aqui à seção VI do terceiro volume d'O capital, que reúne sua teoria da renda da terra, em particular, o pouco comentado e ainda assim relevante Capítulo 46 – "Renda de terrenos para construção. Renda de mineração. Preço da terra" (MARX, 2017).

Essa compreensão de Engels, pouco explorada, aliás, na literatura que comenta sua obra, auxilia no aprofundamento das questões que a circulação monetária do aluguel impõe atualmente. A acumulação capitalista baseada na *financeirização* (CHESNAIS, 2016; LAPAVITSAS e MENDIETA-MUÑOZ, 2016) redundou no alargamento do setor imobiliário e das possibilidades de "exploração" econômica da propriedade, transformando-a em "ativo".

Alguns destes autores anglófonos debruçados sobre o tema da financeirização, aliás, fazem um jogo terminológico para considerar esta relação entre o valor e o preço, utilizando "exploitation" – para referir-se à exploração da força de trabalho – e "exploration" – para tratar 'exploração' no sentido de 'expedição', 'descoberta', 'busca', ao analisar justamente a questão dos ativos (BIRCH E MUNIESA, 2020). Ao contrário de dividir essas dimensões da extração do valor pelo trabalho e a extração da renda pela propriedade, pensamos que são movimentos articulados, e a questão do aluguel – "nem tão complicada assim", nas palavras de Engels há um século e meio – convalida-se hoje sob formas mais complexas, por isso deve ser examinada.

As formas mais atuais nos negócios financeiros baseados na renda de aluguel, como os fundos de investimento, tendendo à relativização do domínio do bem imóvel, podem ser interpretadas a partir da noção de "desabsolutização da propriedade imobiliária", apresentada por Pereira (2005). O conceito é útil para compreender a exponenciação das formas de propriedade privada imobiliária por meio de *papeis capitalizados* baseados em *tijolos construídos*, ou seja, em imóveis realmente produzidos que servem de base ao investimento em títulos de renda. Trata-se de um mesmo complexo financeiro-industrial, que amalgama e justapõe a fabricação tangível de infraestruturas e a fabricação intangível de títulos de propriedade – ainda que, justapondo-os, faça também por afastar a imediaticidade da sua correspondência, relativizando-os (ou *desabsolutizando-os*) entre si.

Esta relação contraditória de separação e complementação, de paralelismo e imiscuidade é, essencialmente, um "mal" da desmedida entre valor e preço da produção imobiliária e, alegamos aqui, uma tensão entre valor e antivalor, convertidos na dualidade entre apreciação e depreciação no investimento específico de rendimento em aluguel. Trata-se de uma operação de mudança de forma do valor que não se traduz na troca de dinheiro pela propriedade da mercadoria, mas na troca de dinheiro pelo consumo do *valor de uso* da mercadoria por empréstimo com tempo determinado.

Esta economia urbana baseada na desabsolutização da propriedade imobiliária *nega a correspondência entre posse da coisa e propriedade da coisa, para conservar esta última e recriá-la ao infinito,* por isso chamamos atenção para a metamorfose da operação do aluguel como uma espécie de suprassunção ("*aufheben"*) da

propriedade imobiliária[10]. É justamente esta separação entre a valorização (produção e realização da mercadoria) e a capitalização (da propriedade) que chama também atenção dos autores das teses sobre a assetização.

A liberação da circulação do capital portador de juros no mundo, a partir dos anos 1970, foi estudada por muitos economistas políticos críticos, e uma das chaves de explicação mais comuns entre eles, sobretudo depois da crise imobiliária-financeira em 2008, reside na noção de *especulação*, ou seja, na expansão e internacionalização dos mercados de "capital parasitário puramente especulativo" (CARCANHOLO e NAKATANI, 1999). Tomando Chesnais como um dos autores que aposta nessa embocadura em sua argumentação, destacamos, a exemplo, o seu livro mais atual, *Finance Capital Today: Corporations and Banks in the Lasting Global Slump*, publicado em 2016, como se forma historicamente a atual etapa do capitalismo financeirizado:

> Seguindo sua destruição parcial nas décadas de 1930 e 1940, a acumulação financeira recomeça no final dos anos 1950 e 1960 com a retenção de uma parte do lucro e do seu investimento em Londres como capital de empréstimo, seguida do sistema de dívida pública, primeiramente no Terceiro Mundo e depois nos países centrais do capitalismo. O fim do sistema monetário internacional de Bretton Woods abre um enorme campo novo para **a forma particular do lucro financeiro pertencente à especulação cambial** (CHESNAIS, 2016, p. 15).

Não necessariamente confrontando a explicação acima, mas munindo-se de outra abordagem, Paul Langley opina que "à medida que os economistas políticos enfatizaram suas preocupações conceituais com as lógicas especulativas e as relações de crédito-dívida como marcadores ostensivos do capitalismo financeirizado contemporâneo, eles acabaram ignorando os ativos e a assetização" (LANGLEY, 2020, p. 2, tradução nossa). O autor considera que o *ativo* [*asset*] e seu processo correspondente, "assetização" [*assetization*], é um ponto cego no debate contemporâneo sobre a financeirização da economia. Embora reconheça a longa (e até secular) discussão sobre a importância dos ativos no capitalismo, ele considera que, sobretudo depois da última crise mundial em 2008, o problema dos ativos geradores de renda ganhou mais centralidade, embora siga oculto como objeto em grande parte das teses críticas sobre a acumulação capitalista atual.

[10] Verbo alemão empregado por Hegel em *A Ciência da Lógica* que geralmente é traduzido filosoficamente pela tríade verbal "negar", "conservar" e "elevar". No texto de Hegel traduzido para o português, aparece como "suprassumir": *"'Suprassumir' possui dois sentidos na língua: por um lado, significa preservar, manter, por outro, também significa cessar, levar ao fim. Mesmo 'preservar' inclui um elemento negativo, ou seja, que algo é removido de sua imediaticidade e assim de uma existência que é aberta às influências externas, para ser preservado. Desta forma,* ***o que é 'suprassumido' é ao mesmo tempo preservado; apenas perde sua imediaticidade, mas não é por isso aniquilado****. As duas definições de 'suprassumir' que nós apresentamos, podem ser referidas como dois significados de dicionário para esta palavra. Mas é certamente notável que uma língua venha utilizar uma mesma palavra para dois sentidos opostos. É um deleite para o pensamento especulativo encontrar na língua palavras que trazem nelas mesmas uma acepção especulativa; a língua alemã possui várias delas... Algo é 'suprassumido' apenas na medida em que entra em unidade com o seu oposto; neste sentido mais particular como algo refletido, pode ser apropriadamente chamado de momento"* (HEGEL, 1969, p. 107, grifos nossos).

Tomando a definição de "ativo" como "toda propriedade capitalizada" (BIRCH, 2017, p. 468), temos que, em termos marxianos, não se trata da realização da mercadoria – o que seria, na fórmula geral do capital *D – M...P…M' – D'* correspondente ao momento *M' – D'*, ou seja, de equivalência entre o capital-mercadoria (produto acrescido do mais-valor) trocado pelo dinheiro excedente resultante final da operação de venda. Nesse sentido, reforçamos que o aluguel não é uma relação de criação e realização do valor integral, mas parte de uma equivalência monetária (de um preço) na circulação estabelecida na relação de locação, de conversão fragmentária do capital-mercadoria em capital-dinheiro por uma dada precificação no tempo.

Ao mesmo tempo, as tendências mais atuais da economia imobiliária não precificam o aluguel nos termos clássicos do método contábil evolutivo remontados por Engels. Diferentemente da lógica do balanço contábil, que compreende ativo como uma propriedade "fixa" ou "circulante", no processo de "assetização" as coisas tangíveis ou intangíveis são apropriadas e avaliadas a partir de um desconto que verifica as condições de investimento em vista aos retornos e riscos. Ou seja, o cerne metodológico de formação do preço é a prospecção de um fluxo (circulação) futuro trazido ao presente. Esse complexo de lógicas, práticas e técnicas de investimento em ativos não são meramente especulativos, como alerta Langley.

Isto porque a precificação dos ativos é dada através do cálculo de antecipação de um retorno futuro a partir do *custo do capital*, o que não corresponde à lógica volátil da oferta e procura do mercado de ações. Nessa esteira, Birch e Muniesa (2020) defendem que o *ativo* seria a marca da financeirização da economia contemporânea, no lugar da *mercadoria*, haja vista que o ativo é negociado, adquirido e capitalizado como um fluxo próprio de receitas, ou seja, *como uma circulação monetária específica*, e não como uma circulação de produtos para realização do lucro com a venda.

De acordo com os autores:

> Discutimos que estão ocorrendo coisas realmente interessantes como consequência da emergente "forma ativo" que veio substituir a mercadoria como base primária do capitalismo contemporâneo. **Por ativo entendemos algo que pode ser possuído ou controlado, negociado e capitalizado como um fluxo de receitas, muitas vezes envolvendo a avaliação de ganhos futuros descontados no presente** – pode ser um pedaço de terra, uma habilidade ou experiência, uma soma de dinheiro, uma função corporal ou personalidade afetiva, uma forma de vida, uma patente ou direito autoral, e assim por diante. **O desconto reflete uma suposição sobre o valor futuro do dinheiro, que é enquadrado por expectativas sobre inflação futura, riscos e incertezas** (Muniesa et al. 2017). Os ativos podem ser comprados e vendidos, sim. Mas **a questão é obter deles uma renda econômica durável**, e não vendê-los no mercado hoje; aqui **usamos o termo aluguel para definir a extração de valor através da propriedade e controle de um ativo, o que geralmente envolve limitar o acesso a ele** (BIRCH e MUNIESA, 2020, p. 2, tradução e grifos nossos).

Nesse sentido, se fizéssemos uma comparação a grosso modo dos momentos que distinguem o movimento de produção e de circulação das mercadorias para a venda e o movimento do aluguel, teríamos, na fórmula geral do capital, algo como os esquemas do Quadro abaixo, em que D é o capital-dinheiro inicial, M é a soma

da mercadoria força de trabalho e dos meios de produção, P é a conversão produtiva do capital empregado, criadora de M', mercadoria produzida acrescida de mais-valor, trocada por D', o mais-dinheiro objetivado ao fim do processo. Seria necessário considerar um coeficiente correspondente ao complexo de fatores específicos do custo de circulação do capital nos negócios de aluguel, ligados à sua temporalidade estendida (à jusante).

Quadro 1: Construção, incorporação e locação na fórmula geral do capital

Fórmula Geral	Construção	Incorporação	Aluguel
D - M (Ft + Mp) … P - M'- D'	D - M (Ft + Mp) …P - M'	P - M'-D'	M' - D'

Voltando às teses sobre a *assetização*, poderíamos definir esta economia de aluguel de ativos a partir destes seis elementos: 1. são uma construção legal baseada na garantia jurídico-estatal do direito de propriedade, embora possam implicar *a separação da coisa dos direitos da coisa* (como no caso dos fundos de investimento imobiliário); 2. envolvem distintas formas de propriedade e de controle, como patentes e direitos de propriedade intelectual que envolvem o direito de excluir o uso do ativo em si e o uso de quaisquer reproduções dele derivadas; 3. geralmente envolvem formas de renda de monopólio, haja vista serem únicos, exclusivos e de difícil ou impossível reprodução (como no caso da incorporação de terrenos e construções); 4. por serem monopólios, são caracterizados por lógicas distintas da determinação normal da oferta e procura, o que significa que o aumento dos preços não dá lugar à entrada posterior de novos ofertantes e consequente redução de preços; 5. o preço do ativo é descontado à luz das expectativas de retornos futuros, a despeito dessas projeções serem correspondidas efetivamente; ou seja, a estimativa se torna a forma instituinte de acumulação; 6. as avaliações estão sujeitas sempre às movimentações dos proprietários investidores, que podem se desfazer dos ativos ou transformá-los em outras formas de propriedade.

Eve Chiapello vem trabalhando sobre a ampliação e a permeabilidade das formas de análise e cálculo financeiro em diferentes contextos, para além da circunscrição do mercado financeiro em si. Sua abordagem da financeirização como marca do capitalismo contemporâneo também se dá a partir da preocupação com a racionalidade avaliativa que vem colonizando as relações econômico-sociais. Esta "colonização das técnicas e métodos financeirizados", como nomeia, arrogando-se da ideia habbermasiana de "colonização"[11], seria uma marca específica do capitalismo financeirizado. Na esteira de Bryer, Chiapello defende que as fases históricas

[11] Em sua obra *Teoria da Ação Comunicativa* (1981), Jürgen Habermas expõe que a colonização é uma tendência da modernidade, fruto da racionalização que se expande, a partir do sistema monetário e político, para os outros domínios sociais, monetarizando ou burocratizando as interações antes autônomas a essas esferas.

diversas correspondentes a cada modo de produção possuem uma "assinatura contábil" específica (CHIAPELLO, 2007; 2017).

Para a autora, o conceito de "avaliação" se inspira na *Teoria da Valuation* de John Dewey (1939). Segundo a tradição pragmatista impulsionada pelo autor norteamericano, o valor de todas as coisas vem da relação entre objetos e sujeitos em práticas de avaliação. Embora Dewey tenha tido, em vida, uma proximidade do pensamento marxista, o valor, para o conjunto da teoria pragmatista, não se comunica com a teoria de Marx. Birch e Muniesa (2020) alegam que os ativos se diferenciam das mercadorias porque sua valoração é temporária e não apresenta a perenidade do valor da força de trabalho, não refletindo uma qualidade "inerente" da medida como na teoria marxiana, pois funciona à deriva de conjunturas econômicas momentâneas.

Para diferenciar a acepção marxiana do valor como *tempo de trabalho socialmente necessário* (trabalho abstrato) do processo de avaliação da economia contemporânea "assetizada", esses autores acabam por distorcer a teoria do valor, na medida em que relegam para a obra de Marx um ultrapassado "valor inerente das mercadorias" (BIRCH E MUNIESA, 2020, p. 6), algo que, na verdade, o autor combateu com a sua própria crítica à ideia de preços naturais. Confundem valor com a expressão do valor, sua representação: o valor de troca, o dinheiro.

Vale ainda destacar, entre as contribuições trazidas, que Langley insiste numa outra diferenciação com a categoria da "renda fundiária", a qual, em Marx, remontaria à noção de uma *apropriação não produtiva* de valor nas relações de propriedade e monopólio, enquanto os ativos seriam *extração de valor* criado na produção das mercadorias, proposição útil, segundo ele, para evitar a dicotomia entre o valor "real" e o valor "fictício". Conforme escreve,

> Dado o movimento do capitalismo financeirizado desde a crise financeira global, os ativos passaram a figurar de maneira um pouco diferente nas **análises marxistas que (re)tornaram à categoria conceitual de "aluguel"** para esclarecer o que há de distintivo na conjuntura contemporânea. **'Renda fundiária' é a apropriação não produtiva de valor que é possibilitado por relações de monopólio da propriedade da terra sob o capitalismo (Felli, 2014), no entanto, a categoria de renda é aqui entendida de forma mais ampla, como "uma relação social e um processo de distribuição cada vez mais central para a reprodução do capitalismo contemporâneo"** (Andreucci et al., 2017: 28). Para Brenner, então, os ativos são entendidos como fundamentais para o capitalismo financeirizado. **Mas a "extração" de valor sob o capitalismo financeirizado é cada vez menos considerada nas formas de especulação dos preços dos ativos e mais nas relações de renda permitidas pela titularidade da propriedade privada** (Mezzadra & Neilson, 2017). E é a produção de relações de propriedade de "ativos" e "classes de ativos" que dão aos proprietários o direito de aluguel adequado dos usuários e, ao mesmo tempo, fornece 'a base para sua reinserção nos circuitos financeiros de formação e circulação do capital fictício' (LANGLEY, 2020, p. 4-5).

Como se vê, a tese da assetização tem apontamentos notáveis, ainda que se equivoque sobre a insuficiência da teoria marxiana do valor para explicação de fenômenos econômicos contemporâneos. Destacamos o

esforço em deslocar os processos de financeirização da chave explicativa da "especulação" para uma análise que interpreta a forma dos ativos como uma fórmula crescentemente central de apropriação de valores criados – o que nos interessa para considerar a economia imobiliária do aluguel, em especial. Ademais, a tese do capitalismo assetizado também ilustra agentes dessas tendências (gestores de investimentos, analistas, avaliadores, advogados, corretores, consultores e demais especialistas intermediadores da circulação do aluguel) e se volta às práticas empíricas de precificação, sempre grifadas por percepções, ideologias, comportamentos, convenções e conjunturas econômicas momentâneas, ainda que esse campo teórico se distancie de uma visão etnográfica dessas ambientações. O intuito do próximo item é considerar essas práticas de precificação no circuito imobiliário.

Métodos de avaliação imobiliária

Como viemos afirmando até aqui, os métodos de avaliação imobiliária praticados pelo mercado são projeções matemáticas que sagram a representação dos interesses dos agentes envolvidos na cadeia de valorização imobiliária. Há considerável consenso na classificação desses métodos na literatura especializada no Brasil, fortemente estimulada pela Escola Politécnica da Universidade de São Paulo (ROCHA LIMA JR. et al, 2011), e há um alinhamento nas normas produzidas por órgãos nacionais e internacionais (ABNT, 2011; IVSC, 2021). Supomos que cada um desses métodos classificáveis é indicativo de um contexto econômico e do sobrepeso de alguns agentes capitalistas em detrimento de outros, da dinâmica das tensões intercapitalistas que projetam distintos interesses de capitais. O desdobramento desses métodos, do mais tradicional, associado ao custo de produção, aos cálculos mais atualizados de estimativa de um fluxo de rendas, fazem por destramar o percurso de distanciamento do valor do preço na produção imobiliária, "invertida" pela propriedade capitalizada, crescentemente singular na economia política contemporânea.

Podemos considerar que o consenso sobre avaliação imobiliária gira em torno de três raízes básicas, retomadas na Norma ABNT 14653-4 de 2011: (a) a Raiz de Custo, que busca estimar o valor do empreendimento a partir da definição dos recursos necessários para a sua reprodução — método orientado pelo que chamaremos *preço de produção*; (b) a Raiz de Troca, que busca estimar o valor do empreendimento a partir de dados comparativos de mercado — método orientado pelos preços observados em transações ocorridas, que denotam um *lucro comercial médio*; (c) Raiz de Uso, método do "fluxo de caixa descontado", que busca estimar o preço do empreendimento a partir da expectativa de *renda* futura que um ativo gerará ao longo de sua vida útil. Vejamos um pouco mais de perto cada um deles.

Método de custo e preço de produção

Este método está baseado na ideia evolutiva dos preços de custos relacionados aos recursos requeridos para a reprodução de um bem já produzido. De acordo com a NBR 14.653-1 (2011), para aplicação do método do custo, é preciso identificar a parcela do terreno, a parcela abarcada pelos projetos e aprovações, e aquela relativa à implantação da edificação. Este método pode se dar a partir de uma comparação direta de custos de amostras similares, com atributos e especificações legíveis, ou pode partir do cálculo orçamentário do próprio bem avaliado, numa operação somatória do custo da força de trabalho, dos meios de produção e da taxa média de lucro. Essa operação indica um preço de produção.

Importa dizer que esse preço de produção, desde antes da precificação de uma ou outra mercadoria imobiliária específica, está determinado pela relação de um preço que vai ganhando exterioridade do seu custo de produção. O preço de produção da mercadoria imobiliária porta o custo construção, o lucro médio da atividade produtiva, mas também o sobrelucro em forma de renda capitalizada da propriedade do imóvel. Ou seja, ainda que um raciocínio evolutivo (de somatória) em torno do método do custo prevaleça para agentes construtores (capitais da produção imediata), a valorização imobiliária pressupõe valores de troca que são preços de monopólio, o que não elide a consideração dos custos da atividade imediata da construção. Como assevera Pereira a esse respeito,

> Quanto ao preço, o valor de mercado do imóvel será sempre um preço monopolista, acima do preço de produção e do valor para ser capaz de contemplar a renda capitalizada. [...] Esta situação difere da que foi historicamente predominante sob a dominância do capital industrial, quando o preço da terra figura como um falso custo de produção que precisa ser reposto no preço de mercado do imóvel. A partir da dominância financeira, a coisa toda muda, porque torna-se impositiva a capitalização do total do capital-dinheiro e esse "novo" cálculo econômico de retorno capitalizado do investimento aguça a contradição entre as formas valor e renda para serem incluídas nos preços e, assim, figurarem na mais-valia a ser decomposta (PEREIRA, 2017, p. 203).

Ainda que este seja um cálculo afeito à atividade produtiva da construção, a própria taxa média de lucro considera a apropriação da renda capitalizada e de imposição dos preços de monopólio, pelo qual se faz incutida também a fração do capital comercial (incorporador). Oculta-se, desde os termos matemáticos utilizados para a base na produção imediata do imóvel, o valor, que fica escondido sob o preço recauchutado pela capitalização da renda. Segundo Marx, o *"hominis capitalis vulgaris"* só enxerga o preço de produção como produto da concorrência, omitindo a transformação do mais-valor em lucro (MARX, 2017, p. 881). Ainda assim, é válido destacar que este método do custo da edificação não é desprezado pelos promotores imobiliários e segue incutido nas demais modelagens utilizadas pelo mercado.

Método da troca e lucro comercial

No método fundamentado na Raiz de Troca, mede-se o "estado das transações", identificando uma referência de valor realizado em trocas similares no mercado que pode ser concretizado para a venda de um determinado bem. Para tanto, são coletados dados comparativos de imóveis ofertados ou transacionados, com especificações e características próximas daquelas que caracterizam o bem em avaliação. Este é um método que proporciona resultados e evidências mais diretas da média do lucro comercial, embora carregue a limitação do próprio universo de transações dos empreendimentos de base imobiliária, feitas em pequeno número, com dados de difícil acesso.

Este método baseado no potencial do lucro comercial com a venda passou a ser empregado com larga amplitude no mercado, sobretudo com a abertura de capital das incorporadoras no Brasil a partir do início dos anos 2000, que assimilaram o "valor geral de venda" como um parâmetro geral (RUFINO, 2018). O preço de monopólio que gera a renda nesse método, e isso expressa o raciocínio involutivo que o orienta (estipulação de um preço de venda para daí subtrair os custos), ao contrário do método evolutivo do custo da edificação, pelo qual soma-se os itens de custo. No método comparativo, primeiro estabelece-se o potencial de venda para depois adequar o custo da construção.

Isso também se deve ao fato, no Brasil, de ter havido um período de grande acumulação por parte das grandes incorporadoras de bancos de terras, que, em razão justamente da escalada na concentração de terrenos, agudizam o interesse na regulação pelo preço da terra em detrimento dos custos da construção. Já que os terrenos não se reproduzem e são preços sem valor, as trocas comerciais e uma dada taxa média de lucro comercial daí oriunda são medida para o estabelecimento de um preço de monopólio de um empreendimento imobiliário assim produzido. Nesse sentido, além do custo correspondente ao padrão construtivo do produto imobiliário (área, instalações, idade da edificação, localização), a relação entre oferta e demanda, fortemente influenciada pelo cenário macroeconômico, também expressa uma taxa de vacância e é essencial para esta aplicação metodológica de precificação.

Método do uso e renda capitalizada

No que se refere ao método baseado na Raiz de Uso, o objetivo é a renda, portanto é preciso calcular a expectativa de geração futura de benefícios do bem. O potencial comprador-investidor paga um determinado preço tendo em conta um certo padrão de rentabilidade esperado. Desse modo, o método converte *renda futura* num *valor presente* mediante um desconto de cada benefício futuro estipulado por uma taxa

particularizada ou global, que expresse um padrão de atratividade do investimento. Nos Fundamentos sobre as Normas Internacionais de Avaliação – IVS e no Red Book (2015), a raiz de uso está definida assim:

> Fornece uma indicação de valor, convertendo fluxos de caixa futuros em um único valor presente de capital. Considera a renda que um ativo gerará em sua vida útil e indica o valor mediante um processo de capitalização. A capitalização envolve a conversão da renda em uma taxa de descontos apropriada.

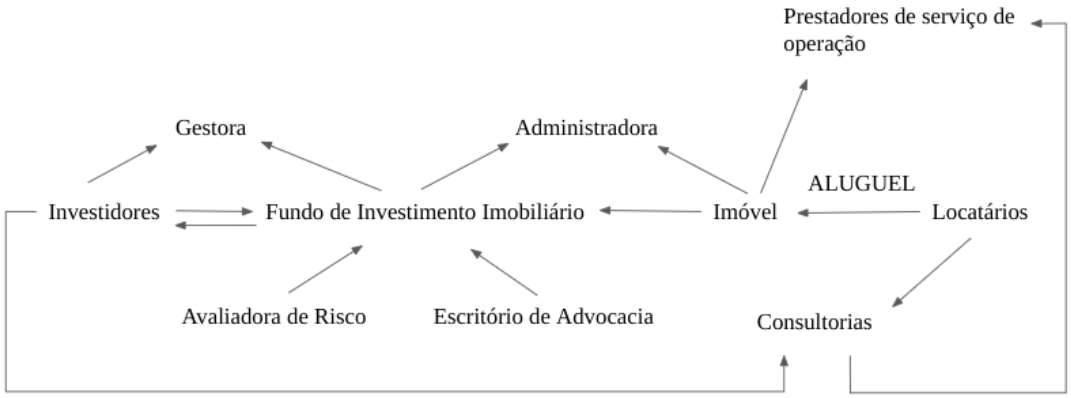
No método da renda, podemos considerar, então, que a centralidade da venda do parâmetro "valor geral de venda" dá lugar ao preço do aluguel, determinado por uma taxa de atratividade esperada pelo investidor. Esse raciocínio acaba conformando um campo próprio, distinto do mercado imobiliário, que é o mercado de empreendimentos de base imobiliária. Destacamos que esse método da renda (ou do fluxo de caixa descontado) implica a precificação a partir do custo de risco do capital. É um tipo de análise associado à acepção de que o dinheiro hoje – "o dinheiro no bolso", com liquidez – tem mais valor no presente do que no futuro, pois, como estimativa, incorre sempre no risco de não se efetivar.

A ABNT define a taxa de desconto como aquela que é utilizada para calcular o valor presente de um fluxo de caixa. Essa taxa deve ser compatível com o grau de risco dos fluxos de caixa, ou seja, com a probabilidade de um retorno de investimento diferente do previsto. Há riscos variados, que podem ser microescalares, conjunturais e só afetarem alguns ativos, ou podem ser de ordem macroeconômica. Como no método comparativo, a taxa de juros e a vacância representam os elementos de cenário mais relevantes nesse método. A vacância, nesse caso, não é apenas termômetro da relação entre oferta e demanda, mas personifica uma reserva para o valor futuramente capitalizado.

Como já afirmamos, a forma específica de retorno do investimento financeiro da renda do aluguel impõe um deslocamento dos agentes em geral identificados na crítica sobre o setor imobiliário – proprietário fundiário, construtor, incorporador, comprador –, classicamente representados em simulações das operações de produção (construção) ou de circulação (na base da compra e venda)[12]. Para o nosso desafio presente, podemos delinear a circulação entre esses representantes da economia dos fundos de ativos imobiliários aproximadamente assim:

[12] Nos termos dos autores referenciais nos estudos sobre promotores imobiliários, como Christian Topalov (1974), Samuel Jaramillo (1982) e Michael Ball (1983).

Quadro 2: Fluxograma dos investimentos de base imobiliária



Org.: Elaboração da autora.

E a partir das informações desse fluxograma se estabelece uma comparação que permite distinguir os investimentos na incorporação para a produção e aqueles investimentos na circulação imobiliária, conforme os principais agentes e demais elementos no quadro abaixo:

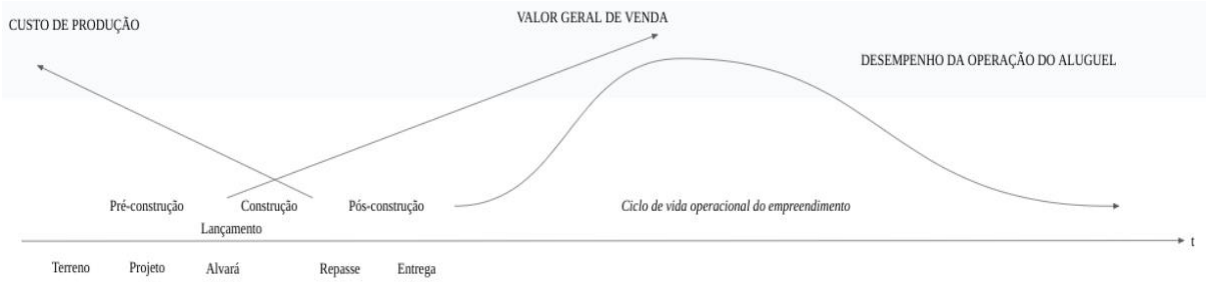
Quadro 3: Fatores comparativos entre a incorporação imobiliária e o investimento de base imobiliária.

	Incorporação imobiliária	Investimento de base imobiliária
Agentes principais	Proprietário fundiário Construtor Incorporador Comprador	Investidor Gestor Administrador Consultor Locatário
Tempo do retorno	Curto/Médio	Longo
Variáveis principais	Custo de produção Valor geral de venda Taxa de inadimplência	Custo de operação Renda anual dos alugueres Taxa de vacância

Org.: Elaboração da autora.

Essa primeira distinção cria elementos para caracterizar momentos a partir das operações desses agentes na construção, na incorporação e na locação como investimento para obter rendimentos na forma aluguel.

Quadro 4: Operações de construção, incorporação para venda e investimento em aluguel



Org.: Elaboração da autora, não baseada em coeficientes matemáticos específicos de qualquer das fontes.

A partir desses Quadros, buscamos notabilizar como a valorização realizada na atividade imediata da construção é, na estipulação dos preços desse campo de investimentos em renda de aluguel, negada nas metamorfoses sobredeterminadas pela capitalização da propriedade privada. Isto redunda no desenvolvimento de métodos que atendem aos momentos distintos e descrevem a separação esgarçada entre um termo e outro. No entanto, o que também procuramos demonstrar é que, ainda que essa autonomização/relativização/desabsolutização dos momentos e da propriedade se amplie na adoção do método da renda. Note-se que este não se curva inteiramente à deriva do mercado especulativo de capitais, pois resulta de um cálculo do custo de circulação do capital, onde aparece a imposição do seu lastro imobiliário, um patrimônio que precisa ser amortizado. Ou seja, em vez de ignorar o custo de operação da edificação, precisa desses custos para formar adequadamente sua taxa de atratividade. Isto será examinado apoiando-se na obra de David Harvey, no próximo item.

Aluguel e o preço do "antivalor"

Embora seja um tópico de sua obra clássica (Harvey, 1982, p. 265-277), o autor reitera, em trabalho recente, que as "leis evolutivas do capital repousam sobre o desdobramento da relação entre valor e antivalor de maneira semelhante à forma como as leis da física repousam sobre as relações entre matéria e antimatéria" (2018, p. 80). Na sua teoria da desvalorização, o antivalor, ele explica, não é um acidente infeliz, o resultado de um erro de cálculo, mas uma caraterística intrínseca e profunda da própria natureza do capital. O antivalor é uma contingência do próprio percurso de mudanças de formas do valor:

> Quando o capital assume uma "figura particular" – como um processo de produção, um produto à espera de ser vendido, uma mercadoria circulando nas mãos de capitalistas comerciais ou dinheiro à espera de ser transferido ou reinvestido –, o capital é "potencialmente desvalorizado". Capital "em repouso" em qualquer um desses estados é denominado de várias maneiras: "negado", "em pousio", "dormente" ou "fixado" (HARVEY, 2018, p. 81).

Smith (2015), em artigo pouco comentado escrito em 1988, também aponta para a desvalorização como um momento necessário do processo de valorização. Para ilustrar os contornos do problema da desvalorização, defende a importância crescente da categoria capital fixo na economia contemporânea[13] e advoga que o tipo de circulação do valor dessa forma de capital remete necessariamente ao exercício de precisão entre as seguintes duplas de conceitos[14]: *apreciação/depreciação, valorização/desvalorização*, *valuação/devaluação*. Conforme afirma Smith (2015, p. 326),

> A questão aqui é simplesmente mostrar que a desvalorização do capital fixo subjaz grande parte da discussão do Capital no Livro II, e assinalar os problemas de tomar a análise da esfera dos preços como uma descrição precisa da circulação do capital fixo. De fato, na atualidade, a análise de Marx é potencialmente obscurantista pelo fato de que **o ritmo de depreciação e amortização do capital fixo (esfera dos preços) é com frequência sistematicamente diferente do ritmo de desvalorização do capital fixo (esfera do valor)** [grifos nossos]**.**

É fundamental a contribuição similar de Harvey e Smith em considerar o problema da desvalorização temporária na conversão qualitativa entre formas M', o capital-mercadoria, e D', capital-dinheiro, e devemos nos arrogar dela para considerar a situação da economia da locação imobiliária, circunstância em que a negação do valor (antivalor ou "des-valor") se manifesta com proeminência. Este capital fixo que opera como base da renda capitalizada é um capital-mercadoria, cujo valor de uso – ou seja, sua capacidade de transferir valor e desvalorizar-se consumativamente ao longo de sua vida útil – é viabilizar a capitalização da renda imobiliária. Isto significa que seu valor de uso duplica-se em: 1. ser espaço construído para uso efetivo (residencial ou comercial); 2. ser base de captura de renda imobiliária de aluguel.

Refletindo sobre essa duplicidade, temos que o problema da desvalorização é indeclinável para qualquer capital fixo pela rotação lenta do seu valor, e mais ainda para o capital fixo do ambiente construído. Isto pois, ainda que passe a viger cada vez um regime de múltiplas formas de propriedade capitalizada da terra, ainda que a propriedade imobiliária seja voltada para uma reprodução fictícia do capital, a materialidade e a função da arquitetura, não obstante, vai distingui-la da temporalidade e da materialidade da circulação em geral das outras mercadorias.

O conceito de capital fixo impõe uma questão sobre a mensurabilidade do valor que já foi apresentada e problematizada detidamente por Harvey na sua obra de 1982. A recordação de Harvey sobre o assunto é relevante, na medida em que, entre outros autores, engajou o problema da arquitetura ou do imobiliário nas categorias da crítica da economia política a partir dessa categoria. Como expõe Marx no Livro II d'*O capital*, o capital fixo é uma forma específica do valor de uma mercadoria circular enquanto o seu valor de uso é

[13] Em especial, para compreensão do esquema de reprodução de Marx e da sua teoria das crises.
[14] Esses conceitos, de acordo com a pesquisa de Smith, foram obnubilados por um histórico de más traduções dos escritos marxianos.

confinado e consumido no processo de produção. A particularidade do fluxo de seu valor impende dificuldades para definir como ele é medido:

> […] parece haver três maneiras para que o "valor" do capital fixo possa ser determinado: pelo **preço de compra inicial,** pelo **valor do mais-valor que ele ajuda a produzir** por meio do consumo produtivo ou pelo **custo de substituição** [...] **Isso implica que o valor das máquinas está em um eterno estado de fluxo – uma conclusão que é incompatível com uma concepção de valor como "tempo de trabalho incorporado", mas que certamente é consistente com a concepção de valor de Marx como uma relação social** (HARVEY, 2013 [1982], p. 287 e 288, grifos nossos).

Ainda que a ilustração mais comum do conceito de capital fixo seja a da maquinaria, esta categoria que seria "desviante" da teoria do valor (ou constitutiva da sua contradição internalizada, como Harvey defende), chama atenção nos casos em que se configuram os "capitais fixos de larga escala" ou de "tipo autônomo", como ferrovias, aquedutos, estradas, viadutos etc., quer sejam empregados como "condições gerais de produção", "capital fixo na produção" ou "bem de consumo".

Esses capitais fixos teriam em comum o fato de serem imobiliários, ou seja, terem a essência da imobilidade; de serem, em outras palavras, construção, como já mencionamos. Ainda que o capital fixo não seja por definição necessariamente imóvel (considerando um navio, por exemplo), a imobilidade dos capitais fixos presos à terra, de acordo com Harvey, "significa que a mercadoria não pode ser movida sem que o valor nela incorporado seja destruído" (idem, p. 315). Argumenta que o capital fixo do ambiente construído, seja público ou privado, pode seguir sendo precificado e comercializado, ainda que o valor do capital-mercadoria em questão já tenha retornado integralmente ao seu capital investidor. Em seguida, faz a seguinte problematização:

> Um arrendamento pode ser extraído para o seu uso e capitalizado na taxa de juros vigente, em um preço de mercado para a terra e seus pertences. Então, **dois tipos de valores de troca existem lado a lado**: **o aluguel capitalizado sobre os elementos antigos e o preço de produção sobre os novos.** Os dois preços são derivados de maneiras totalmente diferentes, mas são conciliados em uma única estrutura de preço pelo sistema de mercado (idem, p. 316, grifos nossos).

Harvey sistematiza assim a circulação do capital no ambiente construído, diferenciando-o como capital fixo e meio de arrendamento (renda anual de propriedade) de capitais constantes cuja venda direta converte o lucro. É como se a teoria da renda e do capital portador de juros interessasse ou fosse afeita ao problema do arrendamento (por meio da locação) e a teoria do valor se ativesse à produção e ao lucro das mercadorias alienadas no mercado. Consideramos simplista e errôneo não considerar, por exemplo, no nível imediato da construção – para qual a condição da "imobilidade" ele chama atenção, mas em seguida despreza – o amálgama existente entre renda da terra, renda imobiliária, lucro industrial, juros e lucro comercial, ou omitir que o preço de produção nesse caso está contido (e não contém), é derivado (e não deriva) de um preço de caráter monopolista, próprio da inversão da lei do valor pela lei da apropriação privada.

Ainda assim, ao problema de duplicação do valor de troca alertado por Harvey, somamos uma outra camada: no caso dos investimentos de base imobiliária, o preço do empreendimento (propriedade do ativo) e o valor correspondente ao trabalho objetivado na infraestrutura (capital fixo construído) não são a mesma coisa. Como alerta Rocha Lima Jr. (1997, p. 10), "O valor de um empreendimento não está, absolutamente, preso ao valor exclusivo do imóvel que o abriga", por isso, "já não fica correto tratar de depreciar o valor de registro do bem no ativo do FII, mas sim somente, aquela parcela deste, que venha a corresponder à edificação". De novo, nos deparamos com a tensão entre propriedade e mercadoria. Diferentemente de um investidor de uma empresa com capital aberto na bolsa que, embora busque ser remunerado pelo seu capital investido, não tem qualquer relação com os ativos que compõem o patrimônio da empresa, o investidor dos fundos de base imobiliária estão associados, ainda que indiretamente, aos empreendimentos, algo que pode ser exemplificado pela ideia de "fração ideal" a que cada um tem direito na forma de cotas.

Quando Smith expõe a *desvalorização* como mudança de forma do valor no seu processo de valorização, a *devaluação* presume uma perda da quantidade absoluta de valor de um capital individual, em função de uma certa situação econômica. A *depreciação* é a relação nominal (no preço) oriunda deste declínio. Nesse sentido, a curva de "depreciação" na avaliação imobiliária, a depender do método assimilado, implicará a medição ou antecipação no preço, mas não a taxa da perda efetiva do valor. Sobre esse aspecto, há uma contradição imanente no desenvolvimento das forças produtivas e, neste caso, no desenvolvimento de projetos de rendas imobiliárias, pelo fato de o emprego tecnológico ser capaz de estender a vida física útil dos edifícios (valor de uso), enquanto o complexo financeiro-imobiliário abre permanentemente novas fronteiras, o que faz depreciar o estoque já construído (valor de troca). Ademais, numa visão crítica do aporte de Harvey, a dinâmica dos negócios de produção de novo estoque se emaranham nos negócios de capitalização de renda do aluguel, pois modificam e atualizam as taxas de vacância mobilizadas para avaliar e precificar a atratividade dos empreendimentos a serem locados. Nesse sentido, não há que se falar em dois processos exteriores um ao outro que são contrastados e depois unificados numa mesma estrutura de mercado.

Para estes negócios, interessa a busca permanente por padrões de produção, operação, manutenção e conservação dos edifícios construídos, pois esses padrões determinam a estimativa da vida física e econômica do capital fixo imobiliário e permitem sua comparabilidade. De modo a dirimir a curva de devaluação (perda de valor) do imóvel, algo que convém sobremaneira aos investidores em "fundos de tijolo" que exercem a gestão do ativo ao longo de seu ciclo operacional, a prática dos administradores é promover um fundo de amortização, um reembolso precificado correspondente à transferência constante de valor do imóvel. Esse fundo de amortização para melhorias e funcionalidades do ativo é uma parte, transformada em dinheiro, deduzida da capitalização da renda.

> O valor do ativo está associado à sua capacidade de geração de renda, em padrões de desempenho estabilizado, o que só ocorrerá se for possível manter a qualidade do empreendimento homogênea, o que se faz com conservação e manutenção continuadas e com a aplicação de recursos em intervalos esparsos a título de adequação e atualização funcional, até um ponto tal, na vida do empreendimento, que seja necessário reciclá-lo, menos por desgaste da edificação, no sentido de não mais permitir a geração de renda, porém, mais por desgaste de seus atributos, relativamente às inovações que vão ocorrendo no meio e que, pela rigidez do imóvel, só podem ir se incorporando, a título de atualização funcional, parcialmente. **Então, todo recurso que se aplica, a qualquer título, no ativo, deverá ser representado como contrapartida do seu desgaste não havendo sentido em que se admita associar conservação e manutenção a despesas e, acima delas, ainda agregar o desgaste.** E mais, se, em muitos casos, despesas de conservação e manutenção são, por critérios contratuais, cobrados dos usuários, esse reembolso deve representar resultado. **Desta forma, se num FII se registrar o desgaste, para dissociar da renda a parcela "consumida" do ativo, deve-se a ela agregar os recursos aplicados à conta de qualquer aplicação que se tenha feito na edificação, seja para conservação, manutenção, atualização, ou adequação funcional, pois trata-se evidentemente, de reposição do próprio desgaste** (ROCHA LIMA JR., 1997, p. 10, grifos nossos).

A contabilidade do desgaste do patrimônio imobiliário é demandada para as empresas em geral por duas razões principais, quais sejam, a dedução de impostos do seu lucro líquido e o registro da perda de valor patrimonial. Embora o primeiro motivo não prevaleça no caso de investimentos financeiros em imóveis para aluguel, pois no Brasil a pessoa jurídica dos FIIs não é tributada, é importante lembrar que o preço de um empreendimento de base imobiliária não corresponde apenas ao valor do imóvel que o serve de base, motivo pelo qual o cálculo de avaliação não pode seguir estritamente o método do custo, por exemplo, ainda que o custo esteja nele embutido. A perenidade ou a obsolescência da edificação é parte da racionalidade matemática da *valuation* do ativo, mas sua determinação, novamente evocando Pereira (2005), é "desabsolutizada". A própria ideia da depreciação como uma amortização linear não cabe para a situação dos fundos de investimento, pois os ativos de portfólio guardam, como aponta Rocha Lima Jr.,

> [...] uma fase de maturação na sua capacidade de geração de resultados, que se dá no denominado ciclo de estabilização, de forma que haverá mais valor agregado ao edifício, quando sua exploração for capaz de, comprovadamente, gerar mais riqueza. O registro desta valorização só pode ser feito por análise de valor processada de tempos em tempos, porque não respeita nenhuma hierarquia rígida, ainda que seja possível, usando conceitos atuais de análise de valor, fazer uma exploração do potencial de incremento desse valor (idem).

Como se nota, o ativo imobiliário, como um fluxo específico de rendas capitalizadas, não opera necessariamente como um capital fixo clássico, consumido produtivamente com a finalidade de criação de mais-valor. Sua avaliação está atrelada à capacidade de geração de receitas. No entanto, ainda que o edifício não seja, para o seu capital proprietário, um fator de produção, e sim base da capitalização de renda, esse fluxo só poderá ser adequadamente calculado e sua estabilidade só será buscada com efetividade se mobilizado um complexo de custos com atividades de conservação e manutenção perenes, além do emprego periódico de recursos para adequar e atualizar a sua funcionalidade.

Enquanto a engenharia civil trabalha categorialmente com o ciclo operacional da edificação (seu valor de uso integral), a engenharia financeira reforça técnicas de avaliação sobre o investimento (retorno) e o

desinvestimento (risco), a partir das quais se determinam as curvas de valorização e desvalorização financeiras que determinam a curva de depreciação. Em algumas ocasiões, a engenharia dos investimentos financeiros de base imobiliária se vincula a decisões conjunturais de distribuição a cotistas do resultado dos fluxos de caixa consolidados; em outras, reconhecidas nas aplicações sob o nome de "gestão ativa" dos fundos, incitam a diversificação e a rotatividade dos imóveis pertencentes às carteiras de investimento, o que implica também, por óbvio, arbitrar parametricamente o seu desinvestimento.

O estudo de Rocha Lima Jr. é bastante útil na exposição sobre os indicadores que aglutinam capitais em torno dos fundos de investimento e a forma do empreendimento de base imobiliária, por meio de técnicas de construção do "valor da oportunidade de investimento" (VOI), ou seja, o preço que um investidor pagaria para obter um retorno nos parâmetros de atratividade estimados. O autor propõe que o desempenho esperado do ativo no seu ciclo operacional será correspondente ao "[valor da terra = VT0], [valor da edificação = VE0] e [valor agregado = VA0 correspondente ao negócio, que inicia a operação]" (idem, p. 13). E segue observando, sobre a sobreposição dos métodos de avaliação:

> O valor VT0 pode, usualmente, ser determinado por comparação, VE0 pode ser determinado por conceito de reprodução e VOI0, analisando o desempenho esperado do empreendimento dentro de seu ciclo operacional, de modo que VA0 se determina indiretamente. Teremos, assim, [VOI0 = VT0 + VE0 + VA0], o que conduz à aglutinação de investimentos no montante VOI0.

$$VOI0 = \frac{VOIF}{(1+tat)^n} + \sum_{k=i}^{n} \frac{RODiL_k}{(1+tat)^k}$$

VOI0 = Valor do empreendimento no início do ciclo operacional
VOIF = Valor do empreendimento ao final do ciclo operacional
tat = taxa de atratividade arbitrada na análise de valor
n = horizonte do ciclo operacional
k = ano
RodiLk = resultado operacional líquido

Ao longo do ciclo operacional da edificação, percentuais do resultado operacional se destina ao fundo de reposição de ativos para manter a qualidade da infraestrutura e assim manter a estabilidade dos retornos dos investimentos. Nesse sentido, as capacidades de compartimentação do edifício, seus materiais, processos e sistemas, ou seja, seus componentes como capital fixo do ambiente construído, são cruciais para a subdivisão entre "várias vidas úteis" no mesmo complexo infraestrutural. Os projetos arquitetônicos mais modernos e

tecnológicos são concebidos de uma maneira mais parcelar e flexível para se enquadrar nesses termos de legibilidade e previsibilidade. Ainda que cientes as diferenças entre o capital fixo empregado no processo produtivo e o capital fixo como base de uma capitalização, vale recordar aqui o que Marx expõe sobre os custos específicos de manutenção do capital fixo para mantê-lo em condições de operar, ou seja, de ser usado (em nosso caso, pelos ocupantes de um imóvel que garantirão a rentabilidade financeira do investidor):

> De tempos em tempos, a maquinaria tem de ser limpa. Trata-se, aqui, de um trabalho adicional, sem o qual ela se torna inutilizável, da mera defesa contra influências nocivas elementares, inseparáveis do processo de produção; ou seja, trata-se de manter a maquinaria em condições de funcionar, no sentido mais literal da palavra. Evidentemente, o tempo de vida normal do capital fixo é calculado pressupondo-se que se cumpram as condições sob as quais ele pode funcionar normalmente durante esse tempo, assim como o cálculo de que o homem pode viver trinta anos em média pressupõe que ele terá de lavar-se. **Tampouco se trata, aqui, da reposição do trabalho contido na máquina, mas de constante trabalho adicional que seu uso requer.** Não se trata do trabalho que a máquina realiza, mas do que é nela realizado, no qual ela é não agente de produção, mas de matéria-prima. O capital investido nesse trabalho, embora não entre no processo de trabalho propriamente dito, ao qual o produto deve seu surgimento, faz parte do capital líquido (MARX, 2014, p. 255-256; grifos nossos).

Em razão dos *custos de manutenção* (embutidos no circuito monetário do aluguel), as margens de lucro líquidas podem ser comprimidas a médio e longo prazo. Para evitar o cenário, por exemplo, em que um investimento no fundo de reposição de ativos ou na reciclagem do imóvel se torna maior que a taxa de atratividade do negócio, a matemática do investimento de base imobiliária passou a aperfeiçoar os coeficientes da sua curva de valorização financeira ou apreciação, bem como os descontos devidos da depreciação (CHIAPELLO, 2015). A condução da carteira imobiliária pela "gestão ativa", conforme observa Sanfelici (2018), elege a rotatividade na carteira como parâmetro e, por isso, gestores e administradores de portfólio reforçam as táticas de diversificação de ativos e orientam dez anos como o período médio do investimento em um mesmo imóvel, intervalo mais breve do que os vinte anos referenciados por Rocha Lima Jr. (1997) ao teorizar a questão em fins da década de 1990.

Curiosamente, ao enfatizar o caráter fictício da precificação imobiliária, pensamos que o método da renda acaba por reanimar o problema do valor de uso, no lugar de divorciar-se de vez dele como pode parecer o movimento de desabsolutização da propriedade imobiliária, ou seja, da cisão formal entre o imóvel construído e sua propriedade. A fórmula matemática da estimativa de valorização futura mediante o desconto dos riscos inerentes ao investimento requer uma precisão sobre as manifestações do valor de uso: taxa de vacância (relação entre o não uso ou desvalorização momentânea – antivalor – e o uso), taxa de desgaste físico e econômico (transferência constante de valor), além da medida em preço da devaluação como a queda do valor e da vida útil mediante processos mais amplos de concorrência entre produtos imobiliários. O fundo de reposição nada mais é do que o preço que equivale a estes processos cujos ciclos e variáveis da análise do valor do empreendimento estão indicados abaixo.

Quadro 5: Ciclos e variáveis do valor de empreendimentos de base imobiliária

Org.: Elaboração da autora, baseada em Rocha Lima Jr., 1997.

Como o Quadro acima aponta, há um investimento na reciclagem do ativo, quando, mesmo com a mobilização do fundo de reposição, há um inevitável comprometimento físico da infraestrutura que transita do ciclo de operação para o ciclo de exaustão. Mas o ciclo inteiro de operação requer investimentos para a conservação física e funcional do valor de uso do ativo imobiliário, de tal forma que ele siga produzindo retornos aos investidores proprietários. Para tanto, o Fundo de Reposição de Ativos (FRA) é formado por contribuições regulares a partir dos resultados operacionais do empreendimento e é deduzido do seu resultado operacional disponível. Rocha Lima Jr. et al (2011) assim descrevem:

> O FRA tem o sentido de recolher recursos para que a unidade gerencial do empreendimento, a despeito de qualquer interferência do empreendedor, seja capaz de manter a base imobiliária e seus acessórios operacionais, inclusive sistemas para gerenciamento, em um padrão de qualidade e desempenho compatíveis com os parâmetros originais do empreendimento e que deram razão à proposição das expectativas de desempenho incluídas no cenário esperado, para ocorrerem no ciclo operacional.

O que podemos concluir neste item é que as modelagens de desvalorização dos investimentos de base imobiliária não tratam o desgaste do imóvel como se faz na contabilidade tradicional, que encara o imóvel como capital fixo. Os recursos continuamente aplicados para conservação ou atualização são organizados mediante um fundo de reposição que substitui a representação matemática do desgaste e o repõe na forma de desconto na avaliação da receita operacional disponível do investimento. O problema da desvalorização do valor no seu processo de reprodução, pelo consumo do valor de uso, desloca o problema do custo de

produção, que se torna custos de circulação e operação, subordinados às taxas de rentabilidade do aluguel. Eis a locação imobiliária como um complexo emaranhado do antivalor.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Buscamos demonstrar conceitualmente o edifício como infraestrutura do capital fictício, que gera renda resultante do fluxo de aluguéis aos detentores de seu título de propriedade, como os fundos de investimento. Nesse sentido, apresentamos critérios de mercado para o cálculo e a gestão do ciclo de vida do edifício dentro do contexto mais amplo dos métodos de avaliação para investimentos imobiliários, cotejando-os criticamente com a forma como a matemática financeira representa os processos relativos à desvalorização do capital fixo.

A presença de elementos não circunscritos à esfera nominal de preços, atinentes ao valor e ao custo de circulação (ou, no caso, de operação) corrobora a tese da assetização, que rejeita a hipótese corrente da financeirização como resultado da fuga de capital do setor produtivo frente a expectativas de maior rentabilidade no setor financeiro, sobretudo, em ganhos especulativos. O método da renda que representa matematicamente o fluxo de caixa descontado, por conseguinte, não se explica pela disputa entre finanças e produção, mas a partir de “apropriações financeirizadas” do valor, em um cenário mais complexo.

Assim como a lentidão da circulação do valor do capital fixo atravessa os investimentos de base imobiliária, também o método que orienta esse segmento redimensiona o tempo da capitalização, pois atribui valor ao futuro (vacância, taxa de atratividade) mas, ao mesmo tempo, desvaloriza esse mesmo futuro, considerando os riscos e os custos que ele acarreta. O aluguel, justamente por não ser como Proudhon pensava (fragmentos periódicos dos custos de construção), nesse aspecto, pode ser tomado hoje como uma *economia baseada em um preço futuro que é presentificado*. Isso não significa que a presentificação da expectativa do valor futuro se emancipe inteiramente do valor produzido no passado (trabalho morto). Ainda que busque desgarrar-se dele o tempo todo, nele está ancorado.

REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS. NBR 14.653 -2 Avaliação de bens: Imóveis Urbanos, Rio de Janeiro, 2011.

BIRCH, Kean. Rethinking value in the bio-economy: Finance, assetization, and the management of value. Science, Technology, & Human Values, v. 42, n. 3, p. 460-490, 2017.

BIRCH, Kean; MUNIESA, Fabian (Ed.). Assetization: turning things into assets in technoscientific capitalism. MIT Press, 2020.

BOTELHO, Adriano. O urbano em fragmentos: a produção do espaço e da moradia pelas práticas do setor imobiliário. São Paulo: Annablume, 2007.

BRASIL. Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993.

CARCANHOLO, Reinaldo Antônio; NAKATANI, Paulo. O capital especulativo parasitário: uma precisão teórica sobre o capital financeiro, característico da globalização. Ensaios FEE, v. 20, n. 1, p. 284-304, 1999.

CHESNAIS, François. Finance capital today: corporations and banks in the lasting global slump. Boston: Brill Academic Pub, 2016.

CHIAPELLO, Eve. Accounting and the birth of the notion of capitalism. Critical Perspectives on Accounting, v. 18, n. 3, p. 263-296, 2007.

CHIAPELLO, Eve. Financialisation of valuation. Human Studies, v. 38, n.1, p. 13-35, 2015.

CHIAPELLO, Eve. Critical accounting research and neoliberalism. Critical Perspectives on Accounting, v. 43, p. 47-64, 2017.

ENGELS, Friedrich. Sobre a questão da moradia. São Paulo: Boitempo, 2015.

FIX, Mariana.Cidade Global: fundamentos financeiros de uma miragem. São Paulo: Editora Boitempo, 2007.

FIX, Mariana. Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

GOLKA, Philipp. Assetization: A technoscientific or financial phenomenon?. Finance and Society, v. 7, n. 1, p. 88-93, 2021.

GUERREIRO, Isadora de Andrade; ROLNIK, Raquel; MARÍN-TORO, Adriana. Gestão neoliberal da precariedade: o aluguel residencial como nova fronteira de financeirização da moradia. Cadernos Metrópole, v. 24, p. 451-476, 2022.

HARVEY, David. Os limites do capital. São Paulo: Boitempo, 2013 [1982].

HARVEY, David. A loucura da razão econômica. São Paulo: Boitempo, 2018.

LANGLEY, Paul. Assets and assetization in financialized capitalism. Review of International Political Economy, v. 28, n. 2, p. 382-393, 2020.

LAPAVITSAS, Costas & MENDIETA-MUÑOZ, Ivan. "The profits of financialization". Monthly Review (on-line), 68 (3), jul. 2016. Disponível em: https://monthlyreview.org/2016/07/01/the-profits-of-financialization/.

MAGNANI, M.; SANFELICI, D.; MUNIZ FILHO, G. A. Os investimentos dos fundos de pensão brasileiros no mercado imobiliário comercial: uma análise do portfólio imobiliário e seu padrão territorial. Revista Brasileira de Estudos Urbanos e Regionais. v. 23, E202114, 2021.

MUNIESA, Fabian; DOGANOVA, Liliana. The time that money requires: Use of the future and critique of the present in financial valuation. Finance and society, v. 6, n. 2, p. 95-113, 2020.

PEREIRA, Paulo Cesar Xavier. Reestruturação imobiliária em São Paulo: especificidades e tendências. 2005, Anais.. São Paulo: Departamento de Geografia/FFLCH/USP, 2005.

PEREIRA, Paulo Cesar Xavier. Preço e valor na financeirização da produção do espaço. In: O espaço e a metropolização: cotidiano e ação| Organizadores: Alvaro Pereira, João Rua e Regina Célia de Mattos. Titulo do livro Rio de Janeiro: Consequência Editora, 2017.

ROCHA LIMA JR. Fundos de investimento imobiliário, com portfolio de base imobiliária: notas sobre a depreciação do ativo. São Paulo: EPUSP, 1997.

ROCHA LIMA JR., J.; ALENCAR, C. T. O Mercado de Edifícios de Escritórios para Locação em São Paulo: Ciclos para Absorção do Estoque e Retomada da Atratividade do Investimento. Estudos Econômicos da Construção. Fundação Getúlio Vargas, v.6, n.1 (9), p.1-25. São Paulo, 2004.

ROCHA LIMA JR., J.; MONETTI, E.; ALENCAR, C.T. Real Estate – Fundamentos para Análise de Investimentos. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

SANFELICI, DANIEL. Investidores financeiros no mercado imobiliário comercial: racionalidades decisórias e repercussões urbanas. In: SERPA, C.; CARLOS, A. F. Geografia Urbana: Desafios Teóricos Contemporâneos. 1 ed. Salvador: EDUFBA. p. 215-236, 2018.

SMITH, Neil. Introducción a los conceptos de devaluación, valorización y depreciación en Marx: hacia una clarificación. In: SMITH, Neil; HERRERA, Luz Marina García; BEL, Fernando Sabaté. Gentrificación urbana y desarrollo desigual. Barcelona: Icaria, 2015.

VOLOCHKO, Danilo. A produção do espaço e as estratégias reprodutivas do capital: negócios imobiliários e financeiros em São Paulo. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, 2008.