

Agentes, instrumentos e técnicas de avaliação na constituição dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos Certificados de Recebíveis Imobiliários

Lucia Shimbo / Universidade de São Paulo

Daniel Sanfelici / Universidade Federal Fluminense

RESUMO GERAL

Desde a década de 1990 novos arranjos de financiamento para o desenvolvimento e gestão imobiliário têm sido formulados no Brasil, os quais têm fortalecido os vínculos entre o setor imobiliário e o financeiro e conduzido à processos de financeirização da produção imobiliária e do espaço. Dentre as inovações introduzidas na década de 1990, destacam-se os Fundos de Investimento Imobiliário (FII), que foram criados pela Lei Federal nº 8.668, de 25 de junho de 1993, e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), criados pela Lei Federal n.º 9.514/1997. Na última década, esses dois veículos de investimento receberam extraordinários fluxos de capital. Segundo dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, o patrimônio líquido dos FIIs em 2010 era de R\$ 7,2 bilhões, enquanto em 2020 esse montante saltou para R\$ 197,9 bilhões. Já em relação aos CRIs, de acordo com dados da Uqbar, em 2010 foram emitidos R\$ 8,5 bilhões em títulos, montante que saltou para R\$ 16,86 bilhões em 2020, sendo resultado de 269 operações que, juntas, foram compostas por 420 títulos.

Esses veículos de investimento não estão apenas relacionados ao setor financeiro, mas vinculam-se diretamente aos processos de desenvolvimento imobiliário e transformação urbana. Eles mobilizam elementos do ambiente construído que passam a ser encarados como “ativos negociáveis geradores de renda” (GUIRONNET; HALBERT, 2015). Isso é, elementos do ambiente urbano construído (edifícios de escritório, shoppings, galpões logísticos, escolas, lojas, edifícios residenciais, hospitais, infraestruturas como aeroportos, rodovias, silos etc.) passam a ser encarados como ativos que geram um fluxo permanente e estável de renda, desde que fortemente baseado em garantias contratuais, e que, por isso, são mobilizados como ativos por veículos de investimento financeiro para compor suas carteiras de investimento. Olhar para esses instrumentos permite entender o processo da financeirização a partir da realidade brasileira.

Assim, essa sessão livre tem como objetivo analisar e propor uma tipologia dos agentes, instrumentos e técnicas de avaliação envolvidos na construção desses dois veículos de investimento financeiro lastreados em empreendimentos de base imobiliária. Considerando que a financeirização do setor imobiliário envolve tanto uma mudança na estrutura de financiamento e propriedade dos ativos imobiliários (DAVID; HALBERT, 2014), quanto a introdução e “colonização” das técnicas de avaliação por práticas e conhecimentos oriundos do mundo das finanças (CHIAPELLO, 2015; CHIAPELLO; WALTER, 2016), questiona-se (1) quem são os agentes que moldam esse mercado financeiro/imobiliário, (2) como são precificados os ativos imobiliários, e (3) como se estabelece o vínculo entre o preço do ativo imobiliário

(imóvel) e do ativo mobiliário (cota ou ação). Essa proposta se justifica, pois, há atualmente uma diversidade de veículos e instrumentos de investimento (FII, FIDC, CRI, LCI, ações, debêntures), métodos de cálculo (técnicas do valor do dinheiro no tempo baseadas no fluxo de caixa descontado e estimativa de valor baseada em probabilidade e na utilização de métodos estocásticos e preditivos) e avaliação (método comparativo, método do custo de reprodução, método de capitalização da renda, método do custo de capital), e de agentes operando nesse mercado (bancos de investimento, fundos de investimento, *property companies*, *family offices*, fundos soberanos, incorporadores, pessoas físicas, fundos de pensão, seguradoras, fundos públicos etc.), os quais, através da produção e do uso dos “*financialized policy instruments*” (SANFELICI; HALBERT, 2019) produzem e moldam os mercados de maneira performativa (SVETLOVA, 2012), interferindo na produção de cidades. Portanto, essa sessão ambiciona, a partir de olhares cruzados sobre o tema, evidenciar as relações entre agentes, instrumentos e técnicas de cálculo mobilizados na conformação dos FII e dos CRI e suas relações com o processo de produção do espaço.

O VALOR DO CAPITAL FIXO E OS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO IMOBILIÁRIA

Lucia Shimbo / Universidade de São Paulo

Daniel Sanfelici / Universidade Federal Fluminense

Realizando uma pesquisa de campo sobre consultorias imobiliárias em São Paulo em 2018, deparamo-nos com a coexistência de três métodos de avaliação imobiliária (por custo, por comparação e pela renda) que estão normatizados no país, são utilizados por esses agentes e que também são conhecidos historicamente nos Estados Unidos e Europa (Weber, 2015). Tempos depois, em 2020, revisitando a noção de capital fixo discutida por David Harvey (2006), constatamos semelhanças entre as três maneiras para determinar o valor na circulação do capital fixo e os métodos de avaliação imobiliária realmente existentes. Entre esses dois momentos da pesquisa, pudemos constatar que essa semelhança não é mera coincidência. Neste sentido, esta apresentação procura discutir as possíveis contradições da natureza complexa da circulação do valor quando os elementos do ambiente construído funcionam como capital fixo. As incertezas quanto ao futuro são antecipadas para o presente na determinação do valor do capital fixo. Esse seria o princípio geral do método da renda da avaliação imobiliária, que se utiliza da análise de fluxo de caixa descontado que, por sua vez, embasa a avaliação financeirizada (Chiapello, 2015). O argumento é que essa natureza financeirizada do capital fixo facilita enormemente a transformação de imóveis em ativos financeiros.

OS ESPAÇOS DA FINANCEIRIZAÇÃO NO BRASIL: EXPLORANDO A TRAJETÓRIA RECENTE DA SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS IMOBILIÁRIOS

Marlon Altavini de Abreu / Universidade Federal do ABC

A securitização de ativos imobiliários tem figurado como uma variável relevante para a compreensão das imbricações contemporâneas entre o ambiente construído urbano e o processo de financeirização da habitação.

Todavia, embora uma crescente literatura tenha fornecido importantes considerações associadas ao alcance global-local destes processos, questões associadas ao modo como a espacialidade das finanças têm remodelado diferentes economias nacionais permanecem pouco analisadas. Este trabalho fornece uma contribuição inicial para preencher alguns dos pontos cegos sobre este tema. Explorando o padrão espacial da securitização brasileira, com ênfase no período entre 2007-2019, seus resultados buscam apresentar duas contribuições analíticas para a literatura sobre a “virada espacial” na financeirização: 1) complementando o nexu global-local, fornece um foco específico sobre como a escala nacional está sendo remodelada por estes processos, fornecendo insights sobre a espacialidade da financeirização contemporânea, em suas semelhanças e diferenças com a trajetória geográfica que marcou os padrões brasileiros de (des)industrialização e urbanização; 2) argumenta que o avanço efetivamente existente do processo no Brasil não pode ser dissociado do Estado e de suas instituições financeiras, diferentemente das narrativas e imaginários da securitização alicerçada nas finanças corporativas.

A ATUAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO NO MERCADO IMOBILIÁRIO COMERCIAL: TOMADA DE DECISÃO, A INDÚSTRIA FINANCEIRA E A GEOGRAFIA DOS INVESTIMENTOS

Maira Magnani / Universidade de Neuchâtel

Os fundos de pensão são atualmente importantes investidores institucionais, direcionando cerca de 31 bilhões de reais para o mercado imobiliário comercial. Reconhecendo a importância de investigar mais detidamente a atuação de agentes financeiros no mercado imobiliário, nessa pesquisa nos propomos analisar: 1) o contexto e critérios de tomada de decisão mobilizados por esse agente no momento da condução dos investimentos imobiliários; 2) a geografia dos investimentos produzida por essas decisões e; 3) o recente envolvimento desse tradicional investidor institucional com outros agentes financeiros interessados na financeirização de ativos urbanos, como fundos de investimento imobiliário (FIIs). Como resultado, encontramos três importantes princípios decisórios que indicam que os fundos de pensão brasileiros procuram resultados a longo prazo, dependem predominantemente da expertise interna para realizar investimentos imobiliários e, geralmente, relutam em terceirizar decisões de investimento relacionadas ao mercado imobiliário para o setor financeiro. Essa relutância ao delegar seus ativos para o setor financeiro, contudo, vem sendo desafiada por FIIs que buscam, desempenhando um papel ativo, atrair esses investimentos para seus veículos. Finalmente, a geografia dos investimentos dos fundos de pensão mostrou-se altamente seletiva em relação à localização — majoritariamente concentrados nos estados e cidades de São Paulo e Rio de Janeiro — e aos segmentos dos empreendimentos, especialmente shopping centers, escritórios e, mais recentemente, logística.

PRECIFICANDO ATIVOS IMÓBILIÁRIOS A PARTIR DA LÓGICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

Helterson Ribeiro da Silva Leite / Universidade de São Paulo

Considerando que os modelos de avaliação financeirizada partem da ideia do valor do dinheiro no tempo e adotam o método do Fluxo de Caixa Descontado, o elemento central para a avaliação é o fluxo futuro de rendimentos a ser obtido pelo ativo. Na análise desse fluxo são identificadas três camadas que sobrepõem agentes e instrumentos. A primeira diz respeito à importância dos contratos jurídicos, os quais precisam ser confiáveis e com boas garantias. No caso de ativos imobiliários, os contratos devem ser preferencialmente atípicos, isto é, moldados na modalidade *built to suit* e *sale-leaseback*, e com inquilinos “blue chip”. A segunda camada é a da localização, a qual não é quantificável, mas parte integrante das premissas dos modelos, sendo que suas qualidades (ou problemas) são identificados, arbitrariamente, e incorporados tanto na taxa de desconto, quanto na interpretação dos riscos e definição das premissas do tempo futuro. A terceira camada é a da relação entre o valor dos imóveis e o das cotas, o qual é medido e performado pelo cálculo do *yield*. O fluxo de renda impacta diretamente no pagamento dos rendimentos, transformando o *yield* na métrica que conecta o imobiliário com o mobiliário, influenciando os preços de cada ativo.