

## **O mercado de títulos financeiros de base imobiliária no Brasil**

Discutindo o papel dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos Certificados de Recebíveis Imobiliários na produção do espaço urbano e reprodução das desigualdades

Samuel Thomas Jaenisch (IPPUR/UFRJ)  
Estevam Vanale Otero (FAU/USP)

### **RESUMO GERAL**

Esta Sessão Livre apresenta os resultados parciais de pesquisa que vem sendo conduzida no âmbito da Rede Observatório das Metrôpoles, como parte do programa “Habitação e Direito à Cidade”, coordenado pelos professores Aduino Lucio Cardoso e Camila D’Ottaviano. Pesquisa que tem como tema central a reestruturação do setor imobiliário brasileiro ocorrido nas últimas duas décadas, destacando o papel da financeirização nesse processo, em especial a constituição do mercado de títulos financeiros de base imobiliária e seus efeitos sobre a ordem urbana das grandes metrôpoles do país.

Esse mercado começou a tomar forma da década de 1990 com a criação dos Fundos de Investimento Imobiliário (fundos que captam investimentos no mercado de capitais através da venda de cotas) e dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (títulos de securitização lastreados em créditos imobiliários), tendo se consolidado com a criação do Sistema Financeiro Imobiliário em 1997. Essas medidas foram largamente anunciadas à época de seu lançamento como uma saída para financiar a produção imobiliária, com a promessa de aquecer o setor com aportes de novos investidores e garantir uma dinâmica autônoma e desconectada das fontes tradicionais de financiamento e dos incentivos oferecidos pelo poder público (ROYER, 2009). Iniciativa que foi parte de um processo mais amplo de reestruturação da economia nacional, no qual foram implementadas várias medidas de caráter neoliberal que procuravam deixar as políticas econômicas e fiscais mais afeitas aos interesses dos investidores internacionais e às exigências das agências multilaterais (ARANTES, 2006).

Mas os resultados dessas iniciativas estiveram longe de alcançar os objetivos colocados. Diversas pesquisas indicam que esses títulos financeiros de base imobiliária tiveram uma aderência muito maior ao segmento imobiliário corporativo (shopping center, centros, médicos, edifícios de escritórios, galpões logísticos, condomínios empresariais), tendência já apontada nos estudos pioneiros de Adriano Botelho, em suas reflexões sobre os impactos desse mercado para a cidade de São Paulo na década 2000. O autor ressalta que ele vinha se constituindo majoritariamente em um segmento de produtos imobiliários voltados para um público de alto poder aquisitivo e reforçava as mesmas frentes de expansão e valorização presentes no mercado imobiliário em geral, onde a grande maioria dos empreendimentos que serviam como ativos para lastrear os Fundos de Investimento Imobiliário e os Certificados de Recebíveis Imobiliários estavam localizados no chamado “vetor sudoeste” (BOTELHO, 2007), região que também foi alvo de grandes operações urbanas implementadas pela administração municipal nas últimas décadas – Faria Lima (1995), Água Branca (1995), Água Espraiada (2001) – que envolveram aportes de recursos públicos

significativos, valorizando o preço da terra e reforçando o caráter exclusivo dos empreendimentos lá instalados (FIX, 2009).

Essas considerações sugerem que os recursos captados no mercado de capitais vêm sendo usados para atender segmentos específicos do setor imobiliário e determinados recortes territoriais que possam favorecer a valorização dos ativos investidos, uma lógica que decorre da própria natureza desse tipo de investimento que precisa remunerar o capital aplicado e gerar dividendos que justifiquem essa opção frente às demais disponíveis no mercado para os investidores e que, até o momento, vem se demonstrando incompatível com o direcionamento desses recursos para capitalizar empreendimentos acessíveis ou para alavancar qualquer iniciativa de habitação de interesse social, ou como ressalta Luciana Royer, sendo incapaz de operar qualquer efeito redistributivo (ROYER, 2009). Sua forma de operar privilegia a gestão de carteiras de investimento, cuja valorização interessa apenas aos investidores e aos agentes financeiros envolvidos.

Essas considerações ressaltam a importância de discutir qual vem sendo o papel desempenhado pelo Sistema Financeiro Imobiliário na produção e reprodução das desigualdades urbanas presente nas grandes metrópoles brasileiras. O propósito desta sessão é contribuir com esse debate. Os trabalhos selecionados são resultado de pesquisas de base empírica e documental que apresentam dados gerais relativos à evolução desse mercado no país nas últimas décadas – em especial dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos Certificados de Recebíveis Imobiliários – mas trazem também estudos de caso que aprofundam esse tema a partir de alguns contextos locais específicos.

Sucessivos governos de diversas orientações políticas investiram e apostaram no fortalecimento desse setor, e ele vem apresentando um desenvolvimento importante ao longo dos últimos anos. Nos anos de 2018 e 2019 o mercado dos Fundos de Investimento Imobiliário bateu recordes em termos do volume de emissões, patrimônio líquido, montante de negociações, além do número de investidores, coroando uma curva ascendente que vinha se constituindo desde 2008. Dados da principal consultoria financeira que atua nesse ramo, indicam que em 2009 o volume de emissões foi de R\$4,2 bilhões, tendo alcançado R\$11,3 bilhões em 2012 e chegando a R\$33 bilhões em 2019 (UQBAR, 2020). Durante o período da pandemia, os fundos ligados ao segmento logístico também tiveram um grande crescimento, decorrente de questões conjunturais ligadas à expansão do setor varejista e da demanda dos investidores por ativos com maior potencial de rentabilidade (MAGNANI; SANFELICE, 2021). Mas qual vem sendo efetivamente o seu papel dentro do processo de produção do espaço das grandes cidades brasileiras? Ele teve força para criar frentes de expansão urbana? Reproduz as mesmas lógicas de inserção no território que caracterizam o mercado imobiliário como um todo? Provocou alguma alteração nos padrões históricos de segregação social? Conseguiu promover uma melhora qualitativa no ambiente construído?

Estas são algumas questões que serão abordadas pelos trabalhos selecionados. Sabemos que se trata de um mercado ainda limitado e diversos autores apontam a existência de limites estruturais que restringem as possibilidades de desenvolvimento do segmento, principalmente no que diz respeito ao volume de capital disponível no mercado nacional e existência de outras possibilidades de investimento mais afeitas à lógica patrimonial que

marca a formação da sociedade brasileira (BOTELHO, 2007). Mas isso não vem impedindo o seu crescimento, algo que leva a questionar também quais vem sendo as estratégias adotadas pelos agentes financeiros que atuam nesse segmento. É possível falar que esses ativos respondem a uma lógica de valorização que esteja restrita apenas ao mercado de capitais? Ou os instrumentos financeiros de base imobiliária ainda dependem “da cidade” para se tornarem atraentes para os investidores?

Esses elementos indicam que essas articulações entre o mercado financeiro e o setor imobiliário merece um olhar cuidadoso no que diz respeito às suas dinâmicas e aos seus impactos sobre o processo de produção do espaço urbano, em especial em um país cujo processo de urbanização sempre esteve marcado por clivagens de ordem social e grande desigualdade.

ARANTES, Pedro. O ajuste urbano: as políticas do Banco Mundial e do BID para as cidades. Revista Pós, nº20, 2006, pp. 60-75.

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

FIX, Mariana. Uma ponte para a especulação: ou a arte da renda na montagem de uma "cidade global". Caderno CRH, 22(55), pp. 41-64, 2009.

MAGNANI, Maira; SANFELICE, Daniel. O e-commerce e os fundos imobiliários logísticos: estratégias de captura de rendas imobiliárias. Cadernos Metropole, v. 24, n. 53, pp. 173-198, jan/abr 2022

ROYER, Luciana de Oliveira. Financeirização da Política Habitacional: limites e perspectivas. 2009. Tese. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009

UQBAR Educação e Informação Financeira Avançada Ltda.. Anuário UQBAR Fundos de Investimento Imobiliário 2020. São Paulo, 2020

## **A ATUAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO NO ESTADO DO RIO DE JANEIRO: CARACTERIZAÇÃO DOS ATIVOS E RELAÇÃO COM A DINÂMICA URBANA**

Samuel Thomas Jaenisch (IPPUR/UFRJ)

A atuação do Fundos de Investimento Imobiliário se intensificou no Estado do Rio de Janeiro na última década, com ampliação do número ativos presentes em seus portfólios, consolidando um mercado ainda muito concentrado no segmento corporativo de alto padrão. Esta comunicação pretende apresentar os resultados de pesquisa recente que buscou qualificar quantitativamente e qualitativamente essa atuação, partindo de trabalho de investigação documental, que procurou levantar e qualificar esses ativos. Esse levantamento teve como base dados coletados junto à Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), onde foram levantados os imóveis usados com lastro para esses ativos, posteriormente georreferenciados e classificados a partir de um conjunto de categorias relacionados ao seu uso. O resultado desse trabalho foi um mapeamento detalhado inédito, que vem

servindo de base para discutir algumas tendências, em especial no que diz respeito à relação desse mercado com as dinâmicas urbanas recentes, discutindo seus impactos sobre a ordem urbana da Região Metropolitana do Rio de Janeiro.

## **A ATUAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO NO ESTADO DE SÃO PAULO**

Estevam Vanale Otero (FAU/USP)  
Beatriz Gonçalves Mélo (FAU/USP)  
Guilherme Mendonça Sarti (FAU/USP)

Os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) vêm apresentando papel relevante – e crescente – na produção imobiliária no estado de São Paulo no período recente. A presente comunicação tem por objetivo analisar o perfil de sua atuação, bem como os impactos territoriais decorrentes, por meio do levantamento dos FII's ativos na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) em dezembro de 2019. A pesquisa sistematizou e especializou os ativos dos fundos atuantes no estado de São Paulo, buscando identificá-los e classificá-los por tipo de empreendimento e localização. A criação de um banco de dados georreferenciado possibilitou a compreensão dos impactos da financeirização do imobiliário na estruturação e reestruturação urbana recente no estado, buscando investigar as distinções e semelhanças entre os empreendimentos ativos na cidade e Região Metropolitana de São Paulo, por um lado, e aqueles encontrados no interior paulista, território em que se vem identificando uma significativa atuação desses fundos.

## **DISSEMINAÇÃO DOS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS ENTRE AS INCORPORADORAS LOCAIS DO CIRCUITO IMOBILIÁRIO DA REGIÃO METROPOLITANA DE BELÉM**

Raul da Silva Ventura Neto (PPGAU/UFPA)

Entre 2007 e 2014 o circuito imobiliário da Região Metropolitana de Belém passou a se caracterizar pela atuação de incorporadoras de atuação nacional que possuíam capital aberto na Bolsa de Valores de São Paulo. Esse processo de expansão territorial estava relacionado com a lógica financeirizada de produção imobiliária residencial, caracterizado pela formação de bancos de terrenos que serviam de lastro para o capital fictício criado no processo de precificação dos papéis dessas empresas na BOVESPA. Em Belém essa lógica foi responsável pelo surgimento de uma nova frente imobiliária e a formação de um novo patamar de preço da terra urbana, fundamental para a retomada recente das empresas do circuito imobiliário local. Neste trabalho pretendemos apresentar resultados de pesquisa que tratam da disseminação de lógicas inerentes à financeirização do imobiliário no Brasil entre as incorporadoras locais, sobretudo a avaliação do papel que os Certificados de Recebíveis

Imobiliários passaram a ocupar no estudo de viabilidade dos empreendimentos lançados depois da saída das incorporadoras de capital aberto na região.

## QUEM ESTÁ POR TRÁS DA SECURITIZAÇÃO IMOBILIÁRIA NO BRASIL?

Ramon da Silva Torres (CEDEPLAR/UFMG)

A partir de dados minerados no site da ANBIMA acerca dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) emitidos entre 2005-2020, este trabalho procurou mapear e caracterizar os principais agentes envolvidos nos processos de origem dos créditos imobiliários, intermediação e compra dos títulos financeiros no país. Atenção especial foi dada aos Fundos de Investimento Imobiliário (FII) que emergiram nos últimos anos enquanto uma das principais forças por trás da estrutura de *funding* dessas operações através dos ‘fundos de papel’. Duas macrotendências são ressaltadas através da análise dos dados: i) na ponta originadora dos créditos, os CRI tem sido utilizado pelas empresas construtoras para acelerar a rotatividade do capital, sem necessidade de alteração em sua estrutura de financiamento; ii) na ponta compradora, a emissão de cada vez mais CRI possibilita a expansão do *asset manager capitalism* através da proliferação de novos fundos e expansão dos existentes. Vale ressaltar, contudo, que os dados indicam que a expansão da securitização tem avançado sobretudo no mercado de imóveis corporativos, enquanto a securitização de imóveis residenciais evoluiu apenas de maneira episódica.