GT – 07: Financeirização e produção do espaço urbano

A SECURITIZAÇÃO DA HABITAÇÃO NO BRASIL: PERSPECTIVAS A PARTIR DAS OPERAÇÕES ORIGINADAS PELA MRV ENGENHARIA S.A.

Marlon Altavini de Abreu
FCT-UNESP
marlon.altavini@gmail.com

RESUMO:
O trabalho examina as interações entre as dinâmicas de alavancagem e endividamento da MRV&Co e suas estratégias espaciais entre 2011 e 2023. Destaca-se a importância dessa articulação para compreender as relações entre escalas local e nacional no setor imobiliário. O foco recai sobre as estratégias da MRV&Co na adoção da securitização imobiliária para financiar seus empreendimentos, evidenciando a criação de uma nova articulação entre diferentes mercados imobiliários. O trabalho está estruturado em quatro seções, abordando o padrão espacial da securitização residencial, a mobilização da escala nacional para a estruturação dos portifólios de ativos e os impactos locais, através da análise dos empreendimentos securitizados na cidade de Ribeirão Preto. Conclui-se destacando a relevância da análise das emissões de securitização para compreender as interações entre escalas local e nacional no setor imobiliário

Palavras-chave: Financeirização, Securitização, Certificados de Recebíveis Imobiliários

INTRODUÇÃO

O presente capítulo aborda as articulações construídas pelas dinâmicas de alavancagem e endividamento da MRV Engenharia S.A e as estratégias espaciais por ela adotada entre os anos de 2011 e 2023. Argumentamos que a articulação existente entre esses aspectos nos oferece novos pontos de vista para as relações existentes entre a escala local e a escala nacional,

entre as formas materiais produzidas localmente e os fluxos de investimento que recobrem, cada vez com mais facilidade, um número maior de lugares.

A literatura sobre a financeirização do imobiliário tem historicamente direcionado suas investigações para as conexões existentes entre os mercados financeiros e os contextos territoriais. Como apontado por Christophers (2015), a "virada espacial" constituída pelos estudos sobre financeirização desde a Crise Financeira Global (CFG) no final da primeira década do século XXI, tem estabelecido uma agenda de pesquisa multifacetada pelas quais os processos de financeirização da habitação têm sido observados em sua natureza variada e contingente aos contextos nacionais (Fernandez; Aalbers, 2016). Essas pesquisas permitiram os primeiros aportes para a interpretação do modo como a aproximação entre as finanças e o setor imobiliário evoluiu tanto pelos processos internos à cada país, adaptando produtos e arranjos institucionais e regulamentares, quanto pela influência de um motor geral, ligado ao capitalismo financeiro internacional em expansão.

Cada qual ao seu modo, as diferentes leituras da trajetória e adaptação com que esses processos passaram a se desenvolver ofereceram relatos e interpretações pertinentes sobre a disseminação da securitização (Gothan, 2009), das estruturas de desintermediação dos sistemas de financiamento habitacional (Abreu et al. 2024), nas mudanças no planejamento urbano e na governança (Klink; Barcellos de Souza, 2017; Klink, 2018), dentre tantos tópicos recorrentes nesse campo de estudo. Ao mesmo tempo, a virada espacial gerou trabalhos mais enraizados localmente, envolvendo estudos de caso sobre cidades e áreas metropolitanas específicas (Kaika; Ruggiero, 2014; Weber, 2015; Guironnet; Halbert, 2015).

Essa abordagem tem detalhado as interconexões entre o capital financeiro, grandes projetos de reestruturação urbana nos quais novas formas de captação e endividamento têm sido mobilizadas pela ação de diferentes agentes do setor imobiliário, frequentemente atuando em redes territoriais transescalares, em áreas como infraestrutura e habitação (Halbert; Rouanet, 2014). No Brasil, os trabalhos de Botelho (2007), Fix (2007) e Sanfelici (2013), por exemplo, foram enfáticos ao reconhecer que a introdução e a adaptação de preceitos e métricas financeiras por meio dos fundos de pensão, entre as décadas de 1990 e início dos anos 2000, privilegiaram produtos imobiliários vinculados ao desenvolvimento de grandes projetos metropolitanos sob a face globalizada das cidades (Fix, 2007). Foram operações comumente associadas à produção de importantes avenidas de negócios, onde ganharam forma empreendimentos comerciais, tais como edifícios corporativos ou shopping centers (Sanfelici,2013; Fix, 2007), ou, quando

associados ao residencial, ficaram restritos aos complexos residenciais de elevado padrão, situados nos eixos de expansão metropolitana e valorização imobiliária (Botelho, 2007).

Mais recentemente, trabalhos como os de Sanfelici e Halbert (2016) e Shimbo (2021) demonstraram as transformações na indústria de desenvolvimento habitacional. Ao examinar as interações entre os mercados financeiros e as empresas de desenvolvimento, esses trabalhos analisaram as interações específicas entre acionistas e gestores, combinada com convenções financeiras que revelam estratégias de negócios convergentes que moldam a produção habitacional e suas geografias. Todavia, enquanto muitas pesquisas priorizam a transposição de modelos globais ou a análise das métricas empregadas por empresas, há uma notável lacuna na compreensão das conexões espaciais produzidas por veículos de investimento ou ativos financeiros securitizados e como essas conexões redefinem o alcance e articulam novas escalas para o processo de financeirização, salvo algumas exceções notáveis quando pensamos o caso brasileiro (Contel, 2020; Magnani; Sanfelici, 2021).

É sob essa perspectiva que o presente capítulo pretende problematizar as estratégias espaciais mobilizadas pela MRV Engenharia S/A diante da adoção da securitização imobiliária para a viabilização e financiamento de seus empreendimentos, entre 2011 e 2023. Como veremos, esse processo tem sido responsável pela construção de uma articulação inédita de diferentes mercados imobiliários, integrando fluxos de rendimentos originados por diferentes empreendimentos em um único título, que toma esses rendimentos como lastro para sua comercialização. Entre os anos de 2011 e 2023, a MRV emitiu 30 títulos securitizados, em que 925 empreendimentos foram envolvidos através dos fluxos de rendimentos projetados com sua comercialização futura.

A estruturação de operações financeiras complexas, capazes de envolver um conjunto amplo de imóveis, figura como um pertinente eixo de análise para a compreensão de como a mobilização de estruturas financeirizadas de endividamento, pelas quais essas empresas têm se valido para viabilizar a construção e o financiamento de diferentes empreendimentos, modelam novas conexões entre a dinâmica local dos mercados imobiliários e os circuitos de valorização financeira que operam em escalas geográficas múltiplas. É sob a pertinência dessas discussões que o presente capítulo enfoca a atuação da MRV na cidade de Ribeirão Preto, através da análise dos empreendimentos que tiveram sua construção viabilizada por recursos captados pela securitização de empreendimentos produzidos na cidade.

Essa discussão está amparada em um conjunto de dados e informações extraídos de um banco de dados que vem sendo cuidadosamente construído e continuamente atualizado pelo autor desde o ano de 2016, contendo registros de todas as emissões de securitização negociadas junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os procedimentos de coleta e sistematização desses documentos seguiram uma sequência de etapas. Primeiro, foram identificados na base de dados os títulos associados à MRV. Em seguida, uma seguida etapa, todos os termos de securitização foram reunidos e analisados com a intensão de mensurar informações relativas aos montantes negociáveis e aos tipos de empreendimentos que originaram as operações. É válido ressaltar que esses documentos permanecem disponíveis para acesso durante todo o período de sua vigência de operação nos sites das Companhias de Securitização, responsáveis pela estruturação dos ativos, proporcionando amplo acesso a quem deseja consultá-los.

Nestas condições, o capítulo detalha as 15 operações de securitização que envolveram a construção de 14 empreendimentos na cidade de Ribeirão Preto ao longo dos anos analisados. Contudo, por mais que o ponto de partida de nossa análise seja a cidade de Ribeirão Preto, que é o recorte territorial inicial da pesquisa que embasa este livro, como já é de conhecimento do leitor, é preciso compreender que o processo em curso, do ponto de vista das inovações e dos instrumentos financeiros que as orientam e são a elas subjacentes, exige esforço mais amplo, qual seja, o de apreender a escala nacional. Por essa razão que acreditamos existir um caminho analítico necessário entre as dinâmicas financeiras que se materializam nas cidades e as relações que existem no conjunto do sistema urbano entre cidades dos mais diferentes extratos hierárquicos, pois, como argumentaremos, nenhuma cidade pode ser compreendida em si, quando integrada a grandes portifólios de ativos.

Nesse sentido, o esforço aqui desenvolvido sintetiza-se pela questão: o que o processo de financeirização imobiliária pode nos dizer da produção habitacional em Ribeirão Preto? E, complementarmente: o que Ribeirão Preto pode nos dizer sobre o processo de financeirização imobiliária no Brasil?

Após essa introdução, o restante do capítulo está organizado em cinco seções. A primeira fornece um panorama sobre a relação entre a produção imobiliária e a financeirização do território. A seção destaca como as estratégias financeiras, incluindo a securitização, têm promovido uma reestruturação profunda do mercado imobiliário brasileiro e uma remodelagem das dinâmicas econômicas, políticas e territoriais associadas. Na segunda seção, analisamos o padrão espacial contemporâneo da securitização residencial, refletido na proliferação de

emissões lastreadas em dívidas corporativas. Na terceira e quarta seção, abordamos como a MRV Engenharia S.A. tem se valido desses instrumentos para garantir uma trajetória de protagonismo nacional na produção habitacional, reconfigurando padrões socioespaciais. Nessas seções, são apresentadas as conexões entre como o processo de securitização redefine as interações entre o local e o nacional a partir da análise das emissões originadas pela empresa. Na conclusão, desenvolvemos as implicações de nossa análise para pesquisas futuras.

1. A ARTICULAÇÃO DE ESCALAS COMO UM ELEMENTO CHAVE DA SECURITIZAÇÃO

A securitização de ativos imobiliários é uma inovação financeira capaz de estruturar títulos de dívida a partir de fluxos de rendimentos originados na produção, financiamento e exploração comercial de imóveis. Esses títulos admitem uma diversidade de originadores, abarcando desde contratos de dívidas referentes a instituições financeiras, tal como bancos comerciais interessados em descarregar suas carteiras de financiamentos residenciais, até fluxos potenciais de recebíveis futuros, derivados de contratos de aluguel ou da comercialização de imóveis, que são emitidos por empresas de construção e incorporação imobiliária, shoppings center, grandes grupos logísticos etc., motivados pela venda desses rendimentos futuros para viabilização de seus empreendimentos no presente.

Operacionalmente, a estruturação desses títulos realiza-se por meio de uma cuidadosa engenharia de intermediação e de avaliação financeira que é responsável pela identificação e seleção de imóveis potencialmente elegíveis para essas emissões. No Brasil, a denominação dos títulos securitizados é definida como Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). Os CRI estabelecem, nos marcos do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) criado pela Lei n° 9.514 no ano de 1997 (Brasil, 1997), a modelagem de um sistema de financiamento baseado em um ambiente institucional que é capaz de promover a captação e acesso de recursos via mercado de capitais com a finalidade de alavancar a produção e o financiamento imobiliário.

Neste processo, cada CRI perfaz um encadeamento lógico de operações que fixa, sob uma forma escritural, aspectos específicos do montante principal da dívida lastreada, dos encargos do contratante e do contratado, assim como, estabelecem a definição de indexadores, taxas de juros, prazos e do fluxo temporal de pagamentos. Além disso, durante essas etapas, as

características tipológico-construtivas tendem a ser reduzidas aos fluxos de recebíveis negociados, possibilitando sua equiparação. São essas operações que permitem a quantificação, em termos monetários, desses ativos através da utilização de modelos de avaliação que estabelecem os limites de risco e retorno dos investimentos.

Esse conjunto de operações culmina em uma forma escritural, definida fundamentalmente por convenções que buscam através de seus parâmetros avalizar critérios de confiança e credibilidade que garantem a liquidez das transações financeiras. O processo de securitização opera, assim, quantificando as avaliações de riscos e garantias de crédito, definindo um preço com base nesses cálculos e vendendo os riscos - de forma reembalada - como títulos para os investidores (Lengwiler, 2016). Trata-se, por isso, de uma geometria complexa entre riscos, garantias e retornos.

A canalização desses rendimentos e a adoção de modelos capazes de reunir, agrupar e homogeneizar ativos distintos em uma única forma escritural deve ser apreendida através da difusão de uma geometria de apropriação complexa, na qual o que é reivindicado não é um imóvel específico, mas sim uma participação nos rendimentos futuros resultantes de sua produção e exploração (Cooper, 2013). Trata-se, portanto, de títulos financeiros lastreados em fluxos de rendimentos futuros, ou seja, o que se adquire é a dívida e não o imóvel, o qual, inclusive, pode nem servir em muitos casos como garantia para a operação.

É sob essas preocupações que as advertências apresentadas por Clark e O'Connor (1997) mostram-se pertinentes ao enfatizarem uma necessária compreensão da capacidade com que diferentes produtos financeiros são capazes de mobilizar as estruturas espaciais a seu favor. Ainda de modo mais enfático, Cooper (2013) reitera a necessidade de um olhar crítico para as interpretações que, ao reificarem a estruturas desses ativos sob os modelos matemáticos de risco de crédito que o definem, impõem entraves a uma argumentação crítica à interpretação sobre o processo de financeirização, isso porque, essas perspectivas agem deliberadamente a partir de uma tendência que esquece a dimensão espacial implícita nas finanças contemporâneas. É claro que apenas "lembramos" disso, como Cooper observa, em momentos de crise, quando dívidas são cobradas e reivindicações de garantias apresentadas.

O essencial nessas etapas é perceber que o mercado imobiliário passa de um circuito econômico ancorado no âmbito local, para uma existência em circuitos de valorização mais amplos. Esse esforço permanente pela homogeneização e unificação dos mercados tem promovido, sob o desiderato da acumulação financeira, formas mais elaboradas de cooperação

e de controle dos processos produtivos por intermédio das finanças e da captura de rendas (Klink, 2018; Guironnet; Attuyer; Halbert, 2015).

Nessas condições, o avanço do processo de securitização no interior do setor imobiliário deve ser interpretado através da ampliação das possibilidades de circulação de uma mercadoria que possui baixa liquidez, que é comercializada em mercados locais (e, por isso, com uma circulação também restrita) e possui diferenças tipológicas e locacionais. Ao alterar a forma da propriedade (transformando-a em um título) o que faz a securitização é permitir que o ativo imobiliário não esteja mais restrito às condicionantes locais que o definem, sendo capaz de alcançar outras escalas de circulação de seu valor, e, com isso, alavancar as bases de capitais mobilizados para sua produção e consumo.

É por isso que, ao abordar os ativos originados pela MRV Engenharia S.A, interessa identificar como as operações por ela estruturadas têm sido capazes de incorporar aos seus ativos, os fatores-chave produzidos por uma rede de informação localmente estabelecida, com um monitoramento eficaz do desempenho financeiro de cada empreendimento, e nacionalmente articulada pelos investimentos da empresa. São fatores que se tornam possíveis exatamente pela forma como a empresa alinha suas estratégias econômicas locais de produção a uma estrutura nacional de atuação.

Ao viabilizar operações que lidam com uma tipologia de produtos profundamente opaca, isto é, produtos construídos com base em informações assimétricas e localmente produzidos, a MRV Engenharia S.A. cria uma oportunidade de investimento que está mais intimamente ligada ao conhecimento local e à experiência da empresa. Ao reunir múltiplos empreendimentos em uma única emissão de títulos securitizados, a MRV visa aproveitar a sinergia e a diversificação inerente a esses mercados locais.

A estruturação dessas operações implica em um entendimento aprofundado dos riscos e das oportunidades associados a cada empreendimento. Ao agrupar uma série de empreendimentos em uma única emissão, a MRV oferece aos investidores a oportunidade de diversificar sua exposição ao mercado imobiliário, diluindo o risco associado a cada projeto individual. Além disso, a estratégia permite mobilizar recursos financeiros antecipadamente, o que é crucial para viabilizar a produção de múltiplos empreendimento simultaneamente. Como veremos adiante, esses fatores tornam-se essenciais diante das recentes imbricações da empresa com os processos de endividamento e produção.

2. COMO A FINANCEIRIZAÇÃO DO MERCADO IMOBILIÁRIO NO BRASIL NOS AJUDA A ENTENDER A PRODUÇÃO DA MRV EM RIBEIRÃO PRETO?

A MRV Engenharia S/A é uma das principais empresas de construção e incorporação imobiliária do Brasil. Com um arco de operações centrado na produção de empreendimentos residenciais destinados aos segmentos de média e baixa renda, sua atuação na produção imobiliária ganhou particular intensidade pelo volume de empreendimentos produzidos a partir do MCMV a partir do ano de 2009 (Shimbo, 2010; Melazzo et al. 2021).

De maneira geral, essa trajetória atende a dissolução de uma empresa familiar e de operação local para a formação de um importante grupo econômico (Gonçalves, 1991), com forte atuação nacional (Shimbo, 2010) e, agora, internacional. Com unidades habitacionais construídas em mais de 160 municípios brasileiros, contando com 500 mil unidades produzidas através do MCMV, e com início de operações internacionais, com 27 empreendimentos e 9510 unidades residenciais nos EUA (MRV, 2021), fica marcada nessa trajetória a adoção de estratégias que ampliaram, via mercado de capitais e diferentes instrumentos financeiros, sua estrutura organizacional e capacidade de investimento (Corrêa, 2021; Penha Filho, 2020).

Desse conjunto de transformações, poderíamos seguir as indicações de Melazzo et al (2021) e destacar ao menos quatro elementos que estão diretamente relacionados aos objetivos mais gerais deste trabalho, isto é, a aproximação e, cada vez maior, imbricação entre os processos de financeirização da produção imobiliária e a expansão paulatina da securitização imobiliária residencial no Brasil, a saber:

> a. no ano de 1994 a MRV criou um banco que passa a apoiar diretamente suas atividades imobiliárias, o banco INTERMEDIUM, baseado no fomento de operações de crédito imobiliário;
>
> b. no ano de 2007 realizou seu IPO (Initial Public Offering), marcando o início de suas operações na Bolsa de Valores brasileira. De acordo com Melazzo (2013), no ano anterior (2006) e como etapa preparatória para o acesso ao mercado de capitais teve 16,7% de seu capital adquirido pelo Autonomy Capital Research LLP, evidenciando suas articulações com capitais internacionais e apresentando resultados crescentes de seu faturamento, receitas líquidas e, por consequência, na ampliação do número de empreendimentos e unidades habitacionais lançados a cada ano.
>
> c. no ano de 2011 passou a utilizar o instrumento da securitização imobiliária, captando em um intervalo de 9 anos, mais de

> 1 bilhão de reais ou 18% do valor total dos títulos securitizados por empresas diretamente ligadas à produção imobiliária.
>
> d. por fim, no ano de 2019, iniciou as operações na bolsa de valores do Luggo Fundo de Investimento Imobiliário, dedicado à gestão e locação exclusivamente de imóveis residenciais (Melazzo et al., 2021, p. 10).

Esses quatro elementos correspondem a ações concretas em sua aproximação e entrelaçamento com o mundo das finanças, que permitiram com que a empresa pudesse capturar uma conjuntura, grosso modo, entre 2004 e 2014, de crescimento econômico e expansão do mercado privado da habitação no Brasil (Shimbo, 2020), o que, sem margem a dúvidas, implicou também em sentidas transformações sobre a produção da habitação e das cidades brasileiras.

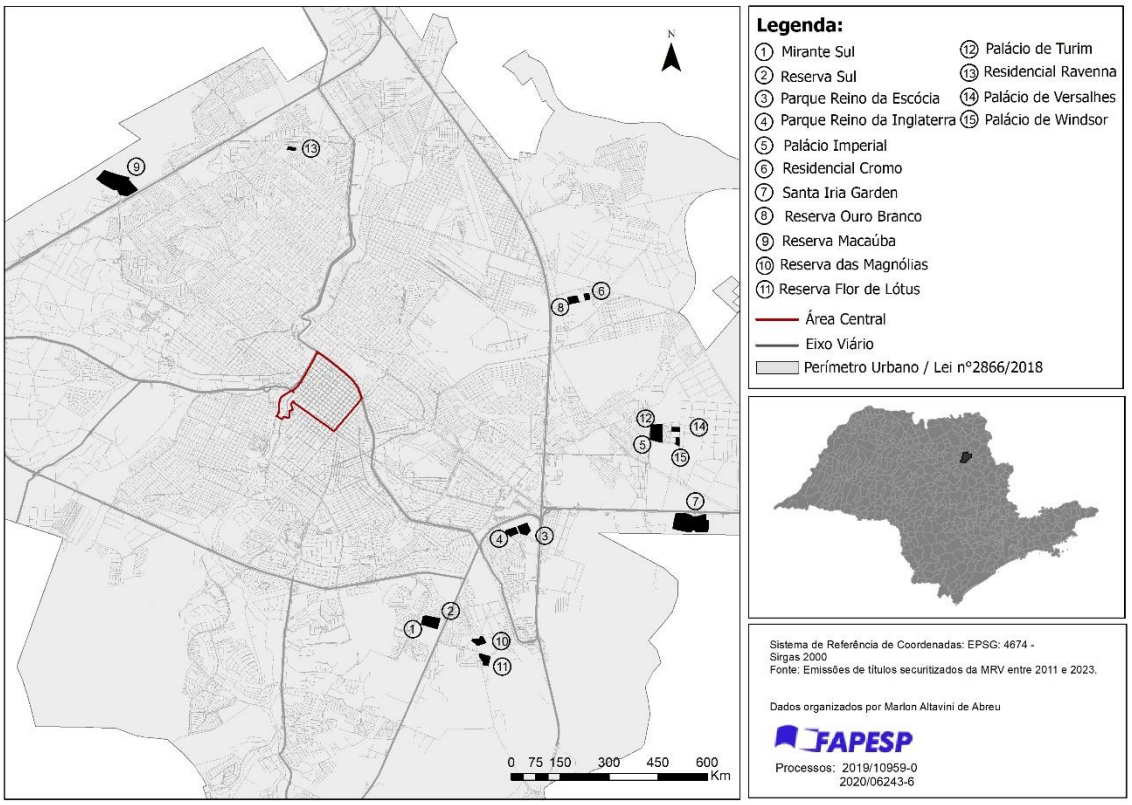
Em Ribeirão Preto, por exemplo, a produção de unidades habitacionais entre os anos de 2010 e 2020, como indicado por Garcia et al. (2022), foi responsável por 30% dos empreendimentos produzidos dentro do MCMV na cidade, totalizando 4457 unidades habitacionais produzidas no período (Corrêa, 2021). Esses indicadores são relevantes, seja quando comparados com o total produzido por outras empresas de construção na cidade, seja diante do déficit habitacional que, tal como analisado por Abreu e Stoian (2019) era de pouco mais de 6500 unidades habitacionais no ano de 2010, ou seja, em pouco mais de uma década a MRV produziu imóveis que equivalem a cerca de 68% do déficit.

A intensidade e o impacto desses empreendimentos na malha urbana de Ribeirão Preto vêm sendo alvo de uma crescente bibliografia que pensa essa produção diante dos desafios de se compreender o modo como a implementação desses edifícios residenciais reproduzem e/ou redefinem padrões de desigualdade socioespacial, fruto de heranças de um processo de urbanização marcado pela restrição de acesso às famílias de baixa renda ao mercado formal e condições dignas de moradia.

Para a perspectiva que gostaríamos de oferecer neste trabalho, há também aspectos relevantes que nos permitem pensar a implantação desses empreendimentos dentro das lógicas financeiras que a MRV tem se valido nas últimas décadas. Como veremos adiante, a empresa tem sido capaz de estruturar complexas operações de securitização integrando diferentes empreendimentos dispersos em diferentes cidades. Nesse sentido, Ribeirão Preto constitui um ponto de intersecção entre outros mercados imobiliários. Entre os anos de 2011 e 2023

identificamos que em 15 operações de securitização 14 empreendimentos foram objeto para a aquisição de recursos financeiros para sua construção, tal como indicado no Mapa 1.

Mapa 1. Ribeirão Preto. Empreendimentos que compõem os portifólios de emissões de CRI originadas pela MRV Engenharia S/A. 2011 – 2023.



Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Esses diferentes empreendimentos tiveram sua vinculação à estrutura dessas operações de securitização com duas finalidades diferentes. A primeira é a construção: quando as operações estão lastreadas em títulos de dívida estritamente associadas à produção de cada empreendimento individualmente. A segunda é para a viabilização de seu consumo, quando, em determinadas emissões, o lastro das operações está relacionado às dívidas das famílias tomadores de uma carta de crédito da própria empresa. Trata-se de um cruzamento de estratégias que atacam os problemas de disponibilidade ao crédito na produção de empreendimentos ou na demanda por consumo.

No sentido que atribuímos à relevância desses aspectos, não caberia aqui uma análise individualizada dos empreendimentos construídos na cidade de Ribeirão Preto, ou mesmo, especificar a modalidade de securitização que lastreiam CRIs emitidos pela empresa, mas sim pensá-los como parte de um movimento de expansão espacial das estratégias econômicas que estão na base do processo de reestruturação da empresa.

O Mapa 2, nos chama atenção para a rede de relações espaciais produzidas por essas emissões ao pôr em contato os empreendimentos de Ribeirão Preto com diferentes mercados imobiliários. Nele, as diferentes cidades envolvidas nas operações que integram a cidade de Ribeirão Preto estão em destaque. Assim como, a cidade de Belo Horizonte, que pode ser pensada como o nó das interações constituídas por essas emissões, afinal, ali está sede da empresa e, portanto, é a cidade que concentra as decisões sobre o que e quando securitizar. É válido ressaltar, o portfólio de ativos que estruturam essa operação abrange empreendimentos em diferentes cidades, em nível nacional. Os motivos para isso podem ser os mais diferentes possíveis, por exemplo, ao reunir empreendimentos em diferentes cidades o risco inerente ao ativo emitido torna-se menor, dado que uma eventual crise num mercado imobiliário específico não afetaria outras cidades. Além disso, há que se considerar a possibilidade de que os empreendimentos em construção em Ribeirão Preto no momento exato de emissão não sejam capazes de reunir os volumes financeiros suficientes para tornar os títulos atrativos, daí a necessidade de integrar um número crescente de empreendimentos. Trata-se de uma observação que nos coloca diante das estratégias nacionais aplicadas pela empresa, tornando parcial toda e qualquer explicação de sua atuação apenas na escala local, como veremos no item subsequente.

3. COMO RIBEIRÃO PRETO NOS AJUDA A EXPLICAR O PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO EM ESCALA NACIONAL?

O processo de securitização da habitação no Brasil tem passado por importantes transformações desde o ano de 2011 (Abreu et al., 2020). Em uma década (2011 – 2020), os títulos imobiliários residenciais emitidos acumularam um montante de cerca de R$ 142.000.000.000 volume que representa mais de 660% dos totais transacionados na década anterior, que alcançou valores próximos à R$22.000.000.000,00 (considerando os dados entre 2002 e 2010). Se considerados apenas os ativos lastreados em operações de financiamento

imobiliário, ou seja, crédito direcionados para o financiamento da aquisição ou da produção de empreendimentos imobiliários, esses títulos foram responsáveis pela mobilização cerca de R$ 85.000.000.000 nos últimos 10 anos, valor correspondente a 60% das emissões de CRI emitidas no período.

A partir das análises desenvolvidas por Abreu et al. (2020), identificamos dois pontos cruciais para orientar nossa abordagem. Primeiramente, a securitização não se limita mais ao financiamento de propriedades comerciais ou a projetos de grande porte nas metrópoles, como ocorre em São Paulo. Agora, ela abrange imóveis residenciais e também se espalha por diversas localidades da rede urbana, abrangendo cidades de diferentes tamanhos demográficos e funções urbanas. Em segundo lugar, o crescimento desse fenômeno não se restringiu a grandes bancos comerciais que buscam reduzir suas carteiras de financiamento. Ele também abrange empresas de construção e incorporadoras, especialmente as de capital aberto na bolsa de valores, que utilizaram essa estratégia para angariar recursos destinados ao desenvolvimento de projetos imobiliários.

Esses dois aspectos têm sugerido que cada vez mais o processo de securitização amplia sua articulação junto à dinâmica imobiliária, envolvendo um número maior de produtos, lugares e agentes. Esse traço conjuntural é também um ponto de partida para a análise da MRV Engenharia S/A. Diante dos objetivos do presente trabalho, interessa perceber quais são os aspectos que nos permitem conectar a dinâmica de produção habitacional conduzida pela empresa e suas estratégias para a captação de recursos financeiros a partir dos instrumentos da securitização. Para tanto, a presente análise lança particular atenção para os títulos emitidos, considerando não apenas os volumes negociados, mas, sobretudo, caracterizando as estratégias de estruturação dos portfólios de ativos.

Ao analisar as emissões da MRV Engenharia S/A entre os anos de 2011 e 2019, Melazzo et al. (2021) sinalizam para a importância ocupada pela empresa no conjunto do mercado de securitização no Brasil. Analisando o total de emissões originadas por agentes de construção e incorporação imobiliária, os autores identificam essa relevância pelo montante captado pela empresa através dessas emissões, valor que correspondeu no período a 18% dos volumes transacionados entre os títulos originados por empresas de construção e incorporação imobiliária. Porém, como os autores nos chamam atenção, tão relevante quanto esses volumes financeiros está a estratégia de estruturação desses títulos de dívida.

A definição de critérios através de indexadores financeiros, prazos, o fluxo temporal dos pagamentos e o grau de comprometimento da dívida associada aos imóveis lastreados, talvez seja aquele que melhor posicione as especificidades dos títulos emitidos pela MRV Engenharia S/A diante dos títulos emitidos por empresas do setor. Recorrendo por uma estratégia marcada pela diversificação espacial da produção de empreendimentos residenciais, ela envolveu nestas emissões mais de 925 empreendimentos, distribuídos em 140 diferentes cidades. Ao envolver diferentes produtos imobiliários a empresa buscou constituir títulos com elevado grau de diversificação, ou seja, diluindo os riscos de crédito em vários empreendimentos.

Ao analisar o total de emissões realizadas pela empresa entre os anos de 2011 e 2023, identificamos que o lastro prioritário da empresa envolvia produtos imobiliários voltados aos segmentos de média e baixa renda. Produtos negociados em sua maioria dentro das faixas de renda atendidas pelo Programa Minha Casa Minha Vida. Este conjunto de emissões, que correspondem à um total de 30 operações, mobilizaram cerca de R$ 6.300.000.000 no período considerado, e foram responsáveis pela articulação de diferentes mercados imobiliários, como destacado pela Tabela 1, que segmenta e especializa estes diferentes imóveis considerando a classificação proposta pelo estudo definido como Regiões de Influência das Cidades (REGIC)[1].

Tabela 1 - CRI. Distribuição espacial das emissões de dívidas originadas pela MRV Engenharia S/A para empreendimentos residenciais segundo porte e ranking das cidades da malha urbana nacional. 2011 – 2023.

Hierarquia urbana (acrescidos os arranjos populacionais)	**Total de empreendimento securitizados**	**%**

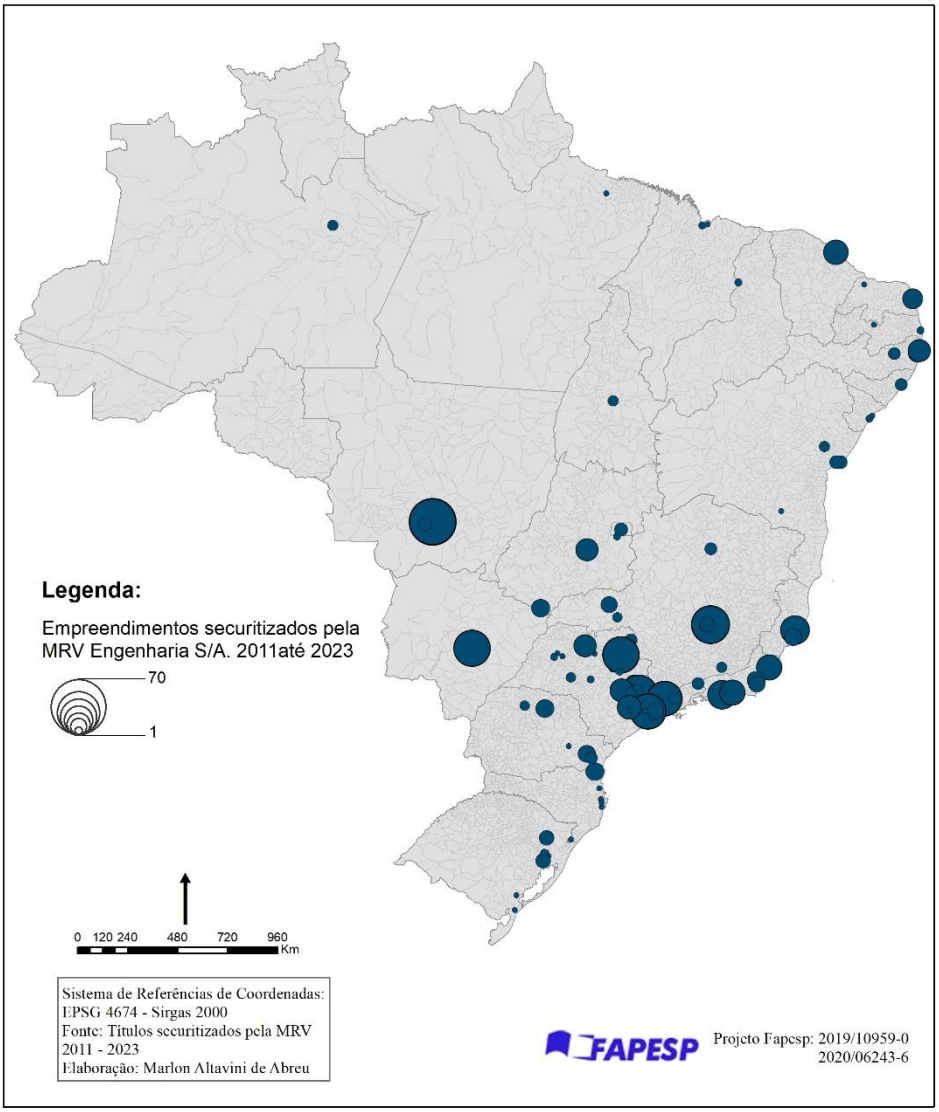
[1] O estudo Regiões de Influência das Cidades – REGIC (2018) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE, classifica os níveis de centralidade da rede urbana brasileira. Essa classificação divide as cidades brasileiras ou os arranjos populacionais em dois grandes grupos: cidades metropolitanas e não metropolitanas. Entre as cidades metropolitanas, há três grandes segmentações: i) A grande metrópole nacional; ii) as metrópoles nacionais e iii) as metrópoles. Por outro lado, entre as cidades não metropolitanas encontramos um quadro de subdivisões maiores, nessas subdivisões teríamos as i) Capitais regionais (classificadas como capitais regionais A, B ou C); ii) as capitais sub-regionais (divididas entre A e B); iii) Centros de zona (também divididos entre A e B) e, finalmente, iii) centros locais. Vale ressaltar que a ideia de cidades e arranjos populacionais traduzem um aspecto fundamental da REGIC que pensa as cidades isoladamente ou em sua relação com outras cidades. Estes últimos, por exemplo, são agrupamentos de Municípios muito integrados por deslocamentos pendulares de pessoas ou por proximidade de manchas urbanas enquanto os primeiros são os Municípios que não formam Arranjos Populacionais, como é o exemplo de Manaus, que é classificado como Metrópole, já o Arranjo Populacional de São Paulo/SP, por exemplo, é Grande Metrópole Nacional formada por 37 Municípios, e todos eles têm indicadores que contribuem para essa classificação hierárquica. Por isso Municípios como São Paulo ou Osasco tem a hierarquia identificada como "Grande Metrópole Nacional - Município integrante do Arranjo Populacional de São Paulo/SP.

Grande Metrópole Nacional	90	10%
Metrópole Nacional	60	6%
Metrópole	283	31%
Brasil Metropolitano	**433**	**47%**
Capital Regional A	194	21%
Capital Regional B	160	17%
Capital Regional C	101	11%
Centro Sub-regional A	23	2%
Centro Sub-regional B	1	0%
Centro de Zona A	0	0%
Centro de Zona B	1	0%
Centro Local	12	1%
Brasil não metropolitano	**492**	**53%**

Fonte: Base de dados de ativos imobiliários (2011-2023). Comissão de Valores Mobiliários. Banco Central do Brasil. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)

Entre os anos analisados, fica patente a diversidade de cidades e de contextos espaciais abarcados pela produção habitacional da MRV lastreada em CRI, presente em 140 municípios dispersos em 15 estados. Seguindo as indicações presentes na Tabela 1, observamos que esta distribuição tende a abarcar os diferentes extratos da rede urbana. Dentre as cidades compreendidas pelo Brasil metropolitano, observamos a presença significativa desses empreendimentos no extrato definido como metrópole e seus Arranjos Populacionais. São em cidades como Belo Horizonte e Campinas, por exemplo com 47 e 46 empreendimentos respectivamente, que há uma significativa concentração, cada uma delas superando, inclusive a cidade de São Paulo (com 41 empreendimentos computados). Tal distribuição pode ser melhor observada no Mapa 3, no qual não apenas ficam evidenciados a significativa difusão espacial desses empreendimentos, como também o peso das cidades fora dos arranjos metropolitanos.

Mapa 2. Brasil. Concentração espacial das emissões de CRI originadas pela MRV Engenharia S/A. 2011 - 2023



Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

A difusão espacial desses ativos em cidades que extrapolam as áreas metropolitanas é um dos aspectos fundamentais da estratégia espacial da MRV voltada à participação em diferentes mercados imobiliários. Configurando, assim, uma trajetória diversa daquela verificada por parte da bibliografia que identifica uma recente tendência de reconcentração das áreas de atuação dessas empresas nas áreas consideradas *core* do país. A MRV aponta para uma direção diversa.

Nesse sentido, ganha particular destaque as Capitais Regionais A, B e C como áreas privilegiadas para a integração desses empreendimentos em seus portifólios. É nessa parcela que cidades como Ribeirão Preto, São José dos Campos ou Campo Grande e seus respectivos

arranjos populacionais passam a integrar uma parcela relevante das estruturas das operações registradas. Essas cidades, em conjunto com as cidades de extrato metropolitano, compõem as bases dos portifólios de ativos analisados.

Quando analisamos os prospectos entre os anos de 2011 e 2023 identificamos nesses portifólios uma média de 31 empreendimentos por emissão, todos pertencentes à produção para baixa e média renda. É com essas características que somos levados a levantar a hipótese de que a MRV se utiliza da diversificação espacial como uma estratégia de diluição dos riscos. Definindo articulações entre sua lógica territorial de ação, ela tende a acompanhar um movimento mais amplo, que se espalha nacionalmente e desloca suas atividades econômicas em mercados imobiliários que estão fora da região concentrada. Nesse sentido, nos parece que a capilaridade territorial alcançada pela MRV é ela própria um fator de peso nas estratégias de endividamento que tem sido levada à cabo para o financiamento de sua produção.

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao percorrer a trajetória da MRV Engenharia S/A, este capítulo revelou um panorama complexo e multifacetado das estratégias de expansão e financiamento adotadas por essa empresa de construção e incorporação imobiliária. O exame minucioso das práticas da MRV ressalta não apenas a sua notável transformação, mas também as interações profundas entre a financeirização da produção imobiliária e as estratégias de securitização no contexto brasileiro.

As ações concretas da empresa ao longo das últimas décadas delinearam uma jornada marcada pela busca de crescimento e novas formas de capitalização. Nessa trajetória, buscamos contextualizar os condicionantes postos pelas novas imbricações entre a produção imobiliária e o processo de financeirização da produção do espaço. Nessas condições, a transformação do mercado imobiliário brasileiro pautou-se em novas estruturas de financiamento e no escopo espacial e tipológico das operações das incorporadoras. A consequente infusão de capital resultara em uma expansão notável da presença das empresas no mercado imobiliário, culminando em uma reconfiguração geográfica e na centralização do setor.

A complexidade dessa transformação é evidenciada pela unificação das dinâmicas locais de valorização imobiliária em uma escala nacional e pela interação entre os circuitos financeiros e imobiliários. A conexão entre o mercado de capitais e o setor imobiliário não apenas ampliou os canais de distribuição do excedente financeiro, mas também impactou a

dinâmica do mercado privado da habitação. Ao considerar a dimensão espacial como um componente essencial das estratégias e operações financeiras, a pesquisa buscou explorar como os instrumentos financeiros securitizados contribuem para essa nova configuração e sua influência nas práticas econômicas, políticas e territoriais do mercado imobiliário.

Por fim, a pesquisa pode direcionar-se para a análise da interdependência entre instrumentos financeiros, como a securitização de ativos imobiliários, e a dimensão espacial do mercado imobiliário. O capítulo buscou lançar algumas bases de análise para uma compreensão mais ampla da forma como a securitização tem permitido que ativos imobiliários sejam desvinculados das limitações locais e circulem em escalas mais amplas, revelando o impacto dessas práticas na construção de mercados interconectados. Ao examinar como empresas como a MRV Engenharia S.A. incorporam o conhecimento local em suas operações de securitização para criar oportunidades de investimento mais alinhadas à experiência da empresa, a pesquisa futura pode revelar os mecanismos subjacentes que permitem a sinergia entre mercados locais e a mobilização de recursos financeiros para impulsionar múltiplos empreendimentos simultaneamente. Essa abordagem pretende, assim, fornecer insights importantes sobre como as estratégias financeiras transformam a dinâmica do mercado imobiliário em uma escala mais ampla, facilitando a compreensão das complexas relações entre finanças, produção imobiliária e o território.

5. REFERÊNCIAS

AALBERS, M. **The financialization of home and the mortgage market crisis**. Competition and Change, v. 12, p. 148–166, 2008.

AALBERS, M. (Ed.). **Subprime Cities**: The Political Economy of Mortgage Markets. Oxford: Wiley-Blackwell, 2012.

AALBERS, M. T**he variegated financialization of housing**. International Journal of Urban and Regional Research, v. 41, p. in press, 2017. ISSN: 1468-2427. doi:10.1111/1468-2427.12522.

ABREU, M. A. de. **Produção imobiliária e os espaços da financeirização**: entre o abstrato da riqueza financeira e o concreto da cidade produzida. Tese (doutorado). Universidade Estadual Paulista (Unesp), Faculdade de Ciências e Tecnologia, Presidente Prudente, 2019.

ABREU, M. A. **O mercado habitacional confiscado pelas finanças**: uma análise a partir dos Certificados de Recebíveis Imobiliários. In: SHIMBO; RUFINO (Org.). Financeirização e estudos urbanos na América Latina. Letra Capital, São Paulo, 2019, pp. 233 – 259.

ABREU, M. A.; SILVA, B. L. B. MELAZZO, E. S. Entre o financiamento e a financeirização do imobiliário: a articulação Estado-mercado na condução da política habitacional. Novos Estudos. CEBRAP, v. 43, p. 91-116, 2024.

ABREU, MARLON ALTAVINI DE; KLINK, JEROEN JOHANNES ; AALBERS, MANUEL B . The state as a market maker: The rise (and fall) of Brazilian securitization in the 21st century. ENVIRONMENT AND PLANNING A, v. 1, p. 1-20, 2024.

ABREU, M. A.; MELAZZO, E. S.; FERREIRA, J. V. S. **Produzindo casas de papel**: as engrenagens da securitização de ativos imobiliários residenciais no Brasil. Confins, [S.L.], v. 1, n. 47, p. 1-20, 22 set. 2020. OpenEdition. doi:10.4000/confins.33013.

ABREU, M. A. de; STOIAN, V. C. de O. **Produção habitacional e o novo mapa das desigualdades socioespaciais em cidades médias a partir do programa MCMV**: Londrina e Ribeirão Preto. Caderno Prudentino De Geografia, v. 4, n. 41, p. 60–84, 2019.

BARDET, F.; COULONDRE, A.; SHIMBO, L. **Financial natives**: Real estate developers at work. Competition & Change, v. 24, n. 3–4, p. 203–224, 2020. doi:10.1177/1024529420920234.

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

CAPEL, H. **La morfologia de las ciudades**. Vol. III: Agentes urbanos y mercado inmobiliario. Barcelona: Ediciones del Serbal, 2013.

CONTEL, F. B. **The Financialization of the Brazilian Territory**: From Global Forces to Local Dynamisms. Cham: Springer, 2020.

CLARK, G.; O'CONNOR, K. **The informational content of financial products and the spatial structure of the global finance industry**. In: COX, K. R. (ed.). Spaces of Globalization: Reasserting the Power of the Local. New York: Guilford Press, 1997. p. 89–114.

CORRÊA, B. R. **Produção da habitação e produção de cidades**: a trajetória econômica e espacial da MRV Engenharia e a construção de um grupo econômico de atuação multiescalar. Monografia. Presidente Prudente, 2021.

CORRÊA, B. R.; BARROS, S. F. de S. **Trajetórias econômicas e espaciais do grupo MRV**: reescalonamento e produção do espaço. Sociedade e Território, v. 33, n. 3, p. 7–25, 2022. doi:10.21680/2177-8396.2021v33n3ID24419.

FIX, M. **São Paulo cidade global: fundamentos financeiros de uma miragem**. São Paulo: Boitempo, 2007.

GOTHAM, K. **The secondary circuit of capital reconsidered**: Globalization and the U.S. real estate sector. American Journal of Sociology, v. 112, n. 1, p. 231–275, 2006.

HAILA, A. **Land as a financial asset: the theory of urban rent as a mirror of economic transformation.** Antipode, v. 20, n. 2, p. 79–101, set. 1988. doi:10.1111/j.1467-8330.1988.tb00170.x.

KAIKA, M.; RUGGIERO, L. **Land financialization as a 'lived' process**: The transformation of Milan's Bicocca by Pirelli. European Urban and Regional Studies. doi:10.1177/0969776413484166.

KLINK, J. **Metropolis, Money and Markets. Brazilian Urban Financialization in Times of Re-emerging Global Finance**. London and New York, NY: Routledge, 2020.

KLINK, J.; DENALDI, R. **On financialization and state spatial fixes in Brazil**. A geographical and historical interpretation of the housing program My House My Life. Habitat International, v. 44, p. 220–226, 2014.

HALBERT, L.; ROUANET, H. **Filtering Risk Away**: Global Finance Capital, Transcalar Territorial Networks and the (Un)Making of City-Regions: An Analysis of Business Property Development in Bangalore, India. Regional Studies, v. 48, n. 3, p. 471–484, 2014. doi:10.1080/00343404.2013.779658.

MELAZZO, E. et al. **Securitização da habitação e financeirização da cidade no Brasil**. Mercator (Fortaleza), v. 20, e20029, 2021. doi:10.4215/rm2021.e20029.

ROLNIK, R. **Guerra dos lugares**. A colonização da terra e da moradia na era das finanças. Tese de Livre Docência. Universidade de São Paulo, 2015.

RUFINO, M. B. C. **Incorporação da metrópole**: transformação na produção imobiliária e do espaço na Fortaleza do século XXI, 2017.

RUFINO, M. B. **Privatização e financeirização de infraestruturas no Brasil:** agentes e estratégias rentistas no pós-crise mundial de 2008. Urbe. Revista Brasileira de Gestão Urbana, 13, 2021.

SANFELICI, D. **A metrópole sob o ritmo das finanças**: implicações socioespaciais da expansão imobiliária no Brasil. São Paulo: FFLCH/USP, 2013 (Tese de Doutorado).

SANFELICI, D. **Investidores financeiros no mercado imobiliário comercial**: racionalidades decisórias e repercussões urbanas. In: SERPA, A.; CARLOS, A. F. A. (Org.). Geografia Urbana: desafios teóricos contemporâneos. Salvador: EDUFBA, 2018.

SANFELICI, D.; HALBERT, L. **Financial market actors as urban policy-makers**: the case of real estate investment trusts in Brazil. Urban Geography, v. 40, n. 1, 2019. doi:10.1080/02723638.2018.1500246.

SANFELICI, D.; MAGNANI, M. **Pension fund investment in commercial real estate**: a qualitative analysis of decision-making and investment practices in Brazil. Area, Development & Policy, 2022. doi:10.1080/23792949.2021.1943472.

SHIMBO, L. Z. **Habitação Social, Habitação de Mercado: a confluência entre Estado, empresas construtoras e capital financeiro**. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo), Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, 2010.

SHIMBO, L. **Sobre os capitais que criaram habitação no Brasil**. Novos estudos CEBRAP, v. 35, p. 119–133, 2016.

WAINWRIGHT, T. **Building new markets**: transferring securitization, bond-rating, and a crisis from the US to the UK. In: AALBERS, M. (Ed.). Subprime Cities: The Political Economy of Mortgage Markets. Oxford: Blackwell, 2012. p. 97–119.

WAINWRIGHT, T. **Circulating financial innovation**: new knowledge and securitization in Europe. Environment and Planning A: Economy and Space, v. 47, n. 8, p. 1643–1660, 2015. doi:10.1177/0308518X15605402.

VAN LOON, J.; AALBERS, M. **How real estate became 'just another asset class'**: the financialization of the investment strategies of Dutch institutional investors. European Planning Studies, v. 25, n. 2, p. 221–240, 2017. doi:10.1080/09654313.2016.1277693..Sanfelici, D. Investidores financeiros no mercado imobiliário comercial: racionalidades decisórias e repercussões urbanas. In: SERPA, A.; CARLOS, A. F. A. (org.). Geografia Urbana: desafios teóricos contemporâneos. Salvados: EDUFBA, 2018.