



## GT – 07: Financeirização da produção do espaço urbano

### FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO DE PAPÉIS COMO OBJETO PARA COMPREENSÃO DO ENTRELAÇAMENTO ENTRE FINANÇAS, RENTISMO E PROPRIEDADE NO BRASIL

Bruno L. S. Barcella  
Universidade Federal do ABC Paulista (UFABC)  
[blbarcella@gmail.com](mailto:blbarcella@gmail.com)

#### RESUMO

O entrelaçamento entre o processo de financeirização da economia e a ascensão de lógicas, formas e instrumentos rentistas tem sido objeto privilegiado em um importante escopo de pesquisa. Diante disso, as clássicas articulações entre rentismo e propriedade têm ganhado novos conteúdos e roupagens em suas relações com as finanças. Atento a esse horizonte de pesquisas, o presente texto apresenta as primeiras provocações e aproximações analíticas resultantes de uma pesquisa que busca analisar o lugar dos Fundos de Investimento Imobiliário que investem em títulos imobiliários financeiramente remunerados no conjunto do mercado de FIIs no Brasil. Esses veículos financeiros são interpretados como mais uma representação da perpetuação das engrenagens de reprodução do rentismo historicamente consolidado no Brasil, que sempre encontrou na propriedade seu lastro de rentabilidade.

**Palavras-chave:** Financeirização; Fundos de Investimento Imobiliário; Rentismo

#### 1. INTRODUÇÃO

---

É possível identificar uma gama importante de investigadores que apontam um forte entrelaçamento entre o atual padrão de acumulação do capitalismo que tem na financeirização seu aspecto estrutural e a ascensão de um rentismo como traço cada vez mais profundo. A financeirização representa, em síntese, um vetor de uma mudança estrutural mais ampla nas economias (Christophers, 2020), sob forte influência dos progressivos movimentos do processo de neoliberação que se desenha de forma espacialmente desigual pelo mundo (Jessop, 2001;

Peck, 2010; Peck e Theodoro, 2012; Barcellos de Souza, 2013; Brandão, 2018; Brandão e Souza, 2018). A financeirização enquanto um processo paulatino e progressivo resulta em uma verdadeira reestruturação das relações entre Estado, capital produtivo, capital financeiro, trabalhadores (Lapavitsas, 2013) e proprietários fundiários/imobiliários (Barcella, 2023; 2024).

As investigações que buscam problematizar e entender o processo de financeirização no atual quadro histórico têm, desde as últimas duas décadas, ganhado relevância (Braga, 1997; Chesnais, 2016; Aalbers, 2008; 2016; 2019; Lapavitsas, 2009; 2013; Harvey, 2011; Rodrigues, Santos e Teles, 2016; Christophers, 2020).

Diante disto, muitos são os pesquisadores, em escala mundial, que se dedicam a entender os efeitos deste processo nos mais variados setores da economia, desde setores ligados a produção industrial, passando pelos setores ligados a tecnologia, educação, saúde e moradia, chegando a condução das políticas econômicas e políticas públicas diversas conduzidas pelos mais diferentes Governos (Lavinias e Gentil, 2018; Gabor, 2020; 2021), demonstrando como as lógicas, instrumentos e mecanismos típicos das finanças têm penetrado na condução política dos Estados (Aalbers, 2022), desde países considerados de capitalismo central, até países historicamente considerados de capitalismo periférico, cada qual com suas particularidades e singularidades.

O entrelaçamento entre a financeirização e o rentismo é colocado, neste momento, no cerne do debate. Christophers (2020) ao buscar avançar na relação entrelaçada entre finanças e rentismo, o autor afirma que a financeirização pode ser considerada a vanguarda da transformação econômica do neoliberalismo, mas na verdade, esse processo geral pode ser entendido como uma “*rentierization*”, como já alertado por Harvey (2006). Ou seja, os lucros agora assumem cada vez mais a forma de rendas aceleradas, como as financeiras, em vez de serem gerados a partir do comércio ou da produção de mercadorias. A atual transformação do capitalismo é caracterizada por um retorno pleno e pela proliferação de formas de renda (Christophers, 2020). Um forte caráter rentista passa a ser constitutivo do processo de acumulação ao invés de ser considerado um “pecado contra a acumulação”, como foi interpretado pela Economia Política em seu início (Paulani, 2016).

Resumindo, se quiséssemos definir de modo sumário o regime de acumulação contemporâneo, que arrasta consigo seu modo específico de regulação, talvez pudéssemos dizer que se trata de um capitalismo dominado pela finança, onde a acumulação se dá sob os imperativos da propriedade mais do que da produção e propriedade que é cada vez mais de capital fictício do que de meios de produção, um capitalismo, portanto, essencialmente rentista, onde o capital

cada vez mais tem por argumento nomes, ao invés de terrenos e aparatos produtivos, enquanto os meios de produção revelam a importância cada vez maior dos ativos intangíveis, ao invés do trabalho vivo e do trabalho morto (Paulani, 2016, p. 533).

Portanto, o capitalismo financeiro com fortes traços rentistas é um sistema econômico para além da relação entre renda e rentismo.

Não apenas dominado por rendas e rentistas, mas, em um sentido muito mais profundo, substancialmente organizado em torno dos ativos que geram essas rendas e sustentam esses rentistas [...] um modo de organização econômica em que o sucesso é baseado principalmente no que você controla, não o que você faz – o balanço patrimonial é tudo e o fim de tudo. Os ativos mantidos nos balanços das famílias e (especialmente) das empresas são os blocos de construção básicos do capitalismo rentista (Christopher, 2020, p. 20, tradução nossa).

As investigações sobre a relação triádica entre finanças, propriedade e rentismo ganharam força, principalmente nas análises a respeito da financeirização da produção do ambiente construído. Tal relação se configurou como “*locus*” privilegiado do rentismo de propriedade entrelaçado ao rentismo financeiro, avançando em passos largos, colocando os rentistas de volta a uma posição histórica de poder econômico e social (Christopher, 2020).

Tal processo está diretamente ligado desde a financeirização da produção e circulação do imobiliário no geral, prédios comerciais, escritórios, *shopping* centers, estádios e ginásios esportivos até grandes operações de reforma urbana, passando pela financeirização de infraestruturas como sistema de abastecimento de água, concessões rodoviária, setor energético (Christophers, 2020; Rufino, 2021; Stroher et. al., 2022), alcançando a produção da moradia, ou seja, da habitação, meio de reprodução básico da vida social (Aalbers, 2008, 2016, 2019; Aalbers e Christophers, 2014; Wainwright, 2015; Santos, 2019, dentre outros).

Contribuir para este debate e avançar nestas investigações com o olhar para a realidade brasileira, é um dos principais objetivos da pesquisa que circunstancia o presente texto. Para isso é exigida uma necessária atenção e compreensão dos conteúdos existentes no processo de produção do espaço como encadeamento fundamental do contínuo processo de reprodução ampliada do capital, que desde último quarto do século XX, têm na esfera financeira o *front* de seu encadeamento e no entrelaçamento com o rentismo a lógica predominante, o que Harvey (2006) chama de uma busca incessante pelas formas contemporâneas de monopólio *rent-seeking*.

No presente texto, objetivamos chamar a atenção para a necessidade de analisar a trajetória recente dos Fundos de Investimento Imobiliário que constroem seus portfólios de rentabilidade financeira com base na compra de títulos financeiros imobiliários, mais especificamente os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), os chamados "FIIs de Papéis", em comparação com a trajetória dos FIIs de outros segmentos. Buscamos, assim, problematizar a relação entre o desenvolvimento dos mercados de ativos financeiros imobiliários e a crescente participação dos "FIIs de Papéis" como característica fundamental do entrelaçamento entre o rentismo e a financeirização.

## **2. FINANÇAS, PROPRIEDADE E INSTRUMENTOS FINANCEIROS NO BRASIL**

---

As investigações que destacam as articulações entre o processo de financeirização e o setor imobiliário ganharam relevância em escala internacional. No Brasil, tais investigações alcançaram destaque e notoriedade a partir da análise da constituição de dinâmicas de um circuito imobiliário financeirizado, que passou a apresentar um amplo quadro de agentes, instrumentos, veículos e mecanismos financeiros em sua dinâmica. Não cabe aqui destacar uma gama de autores que contribuíram para esse debate; parte deles já foi destacada na introdução deste texto e aparecerá ao longo de nossa argumentação.

Identifica-se dentro deste amplo quadro, desde a financeirização de empresas da incorporação e construção a partir de seus IPOs, tema já bem documentado e debatido por importantes autoras e autores, destacamos aqui Fix (2011), Shimbo (2011), Rufino (2023), Rolnik (2015) e Penha Filho (2019). Além das mudanças institucionais, regulamentares e normativas para criação de instrumentos, veículos e agentes financeiros, principalmente pós-Lei nº 9.514, Lei do SFI de 1997, foram abordadas por Royer (2009; 2014).

Um outro conjunto de trabalhos buscou examinar as trajetórias, dinâmicas, volumes e resultados desses veículos financeiros de investimento imobiliário. Nessa categoria, podemos destacar dois instrumentos financeiros: um primeiro estruturado ainda antes da regulamentação do SFI, os Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs), mas que só passaram a encontrar um ambiente regulatório pós-estruturação do SFI (Sanfelici, 2013; 2017; Magnani e Sanfelici, 2021; 2023, Sanfelici e Magnani, 2022; 2023, Nakama, 2022, Nakama e Rufino, 2022), e o instrumento de securitização imobiliária, operado pelos Certificados de Recebíveis

Imobiliários<sup>1</sup> (Abreu, Barcella e Melazzo, 2024; Barcella, 2022; 2023; 2024 (prelo) ; Melazzo e Abreu, 2019; Melazzo, Abreu, Barcella e Ferreira, 2022 e Ferreira, 2024).

A relação triádica entre Estado, finanças e propriedade (fundiária e imobiliária) têm imposto novos desafios analíticos que demandam inquietações que vão além da compreensão sobre quais são os espaços produzidos pelas finanças, mas, também, quais os papéis que estes espaços possuem para as finanças e quais suas consequências. Portanto, não basta mais somente olharmos para produção material espaço a partir das dinâmicas imbricadas entre esfera financeira e imobiliária, mas sim o que as finanças fazem do ambiente construído já produzido e, por consequência, das cidades (Barcella, 2023; 2024).

Olhe para o horizonte da cidade de Nova York e pense nos fluxos necessários para sustentá-la ao longo do tempo. O fluxo mais importante é o do valor percorrendo todos aqueles prédios na forma de serviço de dívida (antivalor) e rendimentos geração ou apropriação do valor). Fluxos de valor, como discutimos anteriormente, são imateriais, porém, objetivos. São invisíveis a olho nu. Mas vá a Detroit ou Havana para ver o que acontece com o meio ambiente construído quando o valor cessa de fluir. A paisagem urbana abandonada está lá para todos verem (Harvey, 2017, p. 144).

No trecho citado para iniciar este subcapítulo, publicado em “A loucura da razão econômica”, em 2017, Harvey resume, em boa medida, como entende a relação entre o ambiente construído e seu papel na circulação do valor, mais especificamente nos exemplos elucidados, a circulação do capital portador de juros via instrumentos que permitem a interconexão entre o financiamento, capital portador de juros e rentismo, principalmente, aqueles que permitem a circulação de dívidas ancoradas na materialidade do ambiente construído, a propriedade.

É a partir deste prisma analítico que, Barcella (2023; 2024), desenvolve a noção das chamadas “cidades como plataformas de rentabilidades financeiras”. A noção de cidades como plataformas de rentabilidades financeiras é construída pelo autor com o objetivo de demonstrar como, no Brasil, o Estado mobilizou seus instrumentos e instituições para garantir a criação, modelação e decolagem do mercado de títulos financeiros securitizados, mais especificamente títulos de dívidas imobiliárias, o mercado de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs).

---

<sup>1</sup> Em síntese, o CRI pertence aos chamados instrumentos de securitização do imobiliário. A criação e regulamentação deste produto financeiro foi prevista e instituída na estruturação do arcabouço jurídico-institucional do SFI (Sistema Financeiro Imobiliário), em 1997, Lei nº9514/97 (BRASIL, 1997).

O principal desta análise consiste na problematização desenvolvida pelo autor em que considera que o Estado atuou de forma a garantir com a securitização uma conjuntura, não somente de expansão do crédito e de produção imobiliária, mas sobretudo, de perpetuação das gatarias de reprodução de um circuito rentista historicamente consolidado no Brasil que sempre encontrou na propriedade fundiária seu “*locus*” de rentabilidade, status político, poder, mercadoria de excelência, e agora, um ativo financeiro capaz de sustentar por anos a circulação de capital portador de juros pelo ambiente construído, sem necessariamente produzi-lo.

É diante deste cenário que chamamos a atenção para importância de se entender a dinâmica do mercado de títulos de dívidas imobiliárias securitizadas no Brasil, não olhando somente para sua capacidade de geração de *funding* para produção imobiliária, mas para necessidade de se compreender como o processo de securitização se alinha com uma estrutura geral de reprodução do capitalismo no Brasil cada vez mais alinhado as intempéries de um capitalismo financeirizado fortemente entrelaçado ao rentismo.

É importante questionarmos em que medida a criação destes instrumentos financeiros, bem como os caminhos, modelações e trajetória recente demonstra a criação de um instrumento realmente capaz de gerar *funding* para financiamento imobiliário ou se trata da construção de mais um canal de possibilidade de rentismo, característico da trajetória econômica brasileira?

A securitização do imobiliário e da habitação se trata, em última instância, de um instrumento e técnica que encontra na propriedade, imobiliária e fundiária, uma oportunidade rentável frente a um capitalismo cada vez mais marcado por características rentistas; é a representação máxima da aliança entre proprietários e capitalistas, entre propriedade e finanças, é a captura total da propriedade pelos circuitos de acumulação e o fim da clássica ideia de propriedade da terra como empecilho a reprodução do capital (Paulani, 2016; Barcella, 2023).

Segundo Barcella (2023), na prática, como podemos observar a partir de sua recente trajetória de pouco mais de duas décadas, a securitização imobiliária pode ser considerada um instrumento financeiro que busca preencher e fazer parte de um arcabouço de mecanismos e produtos que oferecem um alargamento dos contextos que possibilitam o rentismo financeiro, traço marcante da atual organização econômica.

A securitização imobiliária representada pelos CRIs no Brasil, busca por meio da vinculação direta de dívidas imobiliárias a expectativas de rentabilidades financeiras, criar e estreitar os vínculos cada vez mais presentes entre a renda da terra e os mercados de capitais.

Se trata, portanto, da busca pela mobilização da propriedade como um ativo análogo a um ativo financeiro.

No que diz respeito às análises e investigações sobre o papel dos Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs), podemos destacar um outro conjunto de pesquisas que vem sendo realizadas de forma sistemática. Dentre tais investigações, podemos destacar Sanfelici (2013; 2017), Sanfelici e Halbert (2015; 2019). Tais autores buscaram demonstrar como o processo de constituição do ambiente regulatório para criação e desenvolvimento dos FIIs no Brasil, destacando que inicialmente eles foram planejados como um instrumento capaz de direcionar recursos captados por meio do mercado de capitais, especialmente de investidores institucionais (como os fundos de pensão, bancos e seguradoras), para o financiamento do mercado imobiliário, seguindo, portanto, o modelo do Real Estate Investment Trust (REIT) norte-americano. Já em Magnani e Sanfelici (2021; 2023) e Sanfelici e Magnani (2022; 2023), buscaram focar a relação entre fundos de pensão e FIIs especializados em "nichos" como FIIs Logísticos, FIIs de Escritórios etc.

Além destes trabalhos, podemos destacar também Nakama (2022), Nakama e Rufino (2022). Os citados trabalhos centram suas análises no que os autores consideram ser a formação do “complexo imobiliário-financeiro” a partir do desenvolvimento dos Fundos de Investimento Imobiliário, o debate é conduzido a partir de uma análise geral sobre o crescimento do número de FIIs no Brasil nos últimos anos articulado a uma crescente participação de agentes institucionais nesse mercado. Os autores buscam identificar a atuação das instituições financeiras nacionais, em articulação com as finanças globais. Diante disso, analisam os principais marcos institucionais do instrumento e os agentes envolvidos.

É observado nos últimos anos, mais especificamente pós-2016, tanto do ponto de vista regulatório, quanto do ponto de vista do próprio desempenho do mercado e as características que marcam esse desempenho, mudanças importantes na relação entre Estado, finanças e imobiliário no Brasil (Miotto, 2022; Barcella, 2023; 2024). Podemos interpretar tal período como inaugural de uma nova onda de mudanças, rearticulações e criação de dispositivos, mecanismos e instrumentos regulatórios de experimentação, “com repercussões variadas, nas três mercadorias fictícias: terra, dinheiro e trabalho” (Brandão e Barcellos de Souza, 2019, p. 40).

Diante desta nova rodada de mudanças institucionais, regulatórias e, sobretudo, de diretrizes, caminhos e direcionamentos da política macroeconômica, o imobiliário e as finanças

estiveram no centro (Brandão e Barcellos de Souza, 2019). Este contexto abriu espaço para uma, “agenda econômica que combina o aprofundamento do neoliberalismo e da austeridade” (Mioto, 2022, p. 25). Tal cenário demandou mudanças profundas tanto na produção, quanto na circulação, que envolve o setor imobiliário no Brasil, desde o redirecionamento de estratégias das empresas, diminuição dos subsídios estatais para crédito imobiliário/habitacional, diminuição constantes de resultados nos indicadores econômicos das empresas em relação a produção e a venda, além das famílias em relação a capacidade de consumo (Mioto, 2022; Barcella, 2023; 2024).

Um caminho importante para se acompanhar este processo diz respeito a análise do surgimento e aperfeiçoamento de um circuito de acumulação cada vez mais baseado em um rentismo financeiro vinculado a propriedade. Desde 2018, uma série de importantes acontecimentos e modelagens regulatórias colocaram os FIIs em novos graus de importância no que estamos chamando de circuito de acumulação rentista de base imobiliária. Principalmente na sua relação com os mercados de títulos financeiros de base imobiliária, neste período, é possível identificar estímulos inéditos para o investimento em papéis e instituições financeiras que têm em sua base os ativos imobiliários (Mioto, 2022).

Entretanto, é possível observar, em síntese, que as investigações e estudos sobre FIIs no Brasil têm focado em dois pontos principais: I) a análise institucional, regulatória e normativa que marcou o transcurso dos últimos 25 anos, com constantes aperfeiçoamentos do ambiente jurídico-normativo em favor de maior liquidez e segurança ao mercado; e II) a análise dos chamados "FIIs de tijolos", que possuem em seus portfólios propriedades imobiliárias, como empreendimentos logísticos, shoppings centers e lajes corporativas/escritórios.

Identifica-se, portanto, uma certa "lacuna" investigativa relativa à trajetória recente dos "FIIs de Papéis", o que demonstra uma originalidade em relação a agenda de pesquisa em construção que buscamos aqui apresentar. Argumentamos aqui, que a análise dos Fundos de Investimento Imobiliário que investem em títulos financeiros de base imobiliária (FIIs de Papéis) a partir de 2018 (ano de sua regulamentação) é ainda é pouco explorada e apresenta várias dimensões analíticas que podem revelar contribuições e descobertas fundamentais para entender os vínculos cada vez mais estreitos entre finanças, propriedade e rentismos.

Tal ineditismo exige a construção de estratégias e procedimentos metodológicos novos e originais para a pesquisa, articulando diferentes bases de dados e informações. É, portanto, com o objetivo de contribuir para este campo analítico que o item subsequente busca apresentar

as primeiras aproximações analíticas e posicionar o lugar desta pesquisa no quadro geral investigativo sobre o tema no Brasil.

### **3. PRIMEIRAS APROXIMAÇÕES ANALÍTICAS: BUSCANDO COMPREENDER LUGAR DO “FIIS DE PAPÉIS” NO CENÁRIO ATUAL**

---

O aperfeiçoamento de um circuito de acumulação cada vez mais baseado em um rentismo financeiro vinculado a propriedade se caracteriza pela dominância dos processos de obtenção de fluxos de renda lastreados no imobiliário. Portanto, é a busca constante pelos fluxos de rendas lastreados em base imobiliária, financeiros ou não, que se dá a operacionalização dos agentes que atuam em seu âmbito, importantes agentes como, fundos de pensão, o de *property companies*, o de *family offices* e, principalmente, o dos próprios Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) (Magnani e Sanfelici, 2022).

Em relação a este último, observa-se um crescimento significativo e aumento de sua sofisticação. Apesar de não ser uma novidade no Brasil, do ponto de vista de seu surgimento e regulamentação, os FIIs ganharam importância significativa na última década, principalmente nas investigações que buscaram investigar as relação entre suas atuações e o processo de produção e reestruturação do espaço urbano de algumas metrópoles brasileiras, sobretudo, São Paulo, para citar apenas alguns trabalhos importantes, podemos destacar Botelho (2007); Fix (2007); Volochko (2008); Sanfelici (2013); Rufino (2013); Sanfelici e Halbert (2018), dentre outros.

“Desde 2008, há um impetuoso crescimento na quantidade de fundos imobiliários” – saindo de 48 fundos registrados em 2008 para 511 em 2020 segundo a CVM (Nakama e Rufino, 2022, p. 12). No ano de 2018, uma importante mudança normativa foi instituída via uma resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN), em 2018, a Resolução CMN 4.661, ela “dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar” (BCB, Resolução CMN 4.661, Parágrafo 1º).

Com essa resolução o CMN alterou a regulação dos investimentos realizados por fundos de pensão. Foram alteradas as disposições referentes aos segmentos e ativos passíveis de

investimento pelos Fundos de Pensão<sup>2</sup>. Por exemplo, o segmento anteriormente denominado pela Resolução nº 3.792/09 como “Imóveis” foi excluído. Com isso, eliminou-se a possibilidade de os Fundos de Pensão investirem diretamente em imóveis ou empreendimentos imobiliários. De acordo com essa nova resolução surge um novo segmento nas carteiras de investimentos dos fundos, segmento denominado “Imobiliário”, ele permite o investimento em cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII), cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento imobiliário (FICFII), certificados de recebíveis imobiliários (CRI) e cédulas de crédito imobiliário (CCI), ou seja, os investimentos “imobiliários” dos Fundos de Pensão, historicamente importantes agentes econômicos nesse segmento, agora precisa ser necessariamente um investimento financeiro de base imobiliária via FIIs.

Para além disto, os Fundos de Pensão que sejam proprietárias de imóveis foram obrigados a integralizá-los em um FII. Caso contrário, o estoque de imóveis teria de ser alienado em até doze anos a contar da publicação da referida resolução (Neto, Nascimento e Tamashiro, 2018). Com esta mudança promovidas pela já citada resolução, os efeitos foram imediatos, segundo os agentes econômicos, graças a esse “aprimoramento no marco regulatório e a aproximação dos mercados de securitização com o mercado de FIIs [...] o maior fundo listado hoje (2021) na B3 é de “papel”, ou seja, não compra imóveis, mas sim, investe em CRIs” (UQBAR, 2021, p. 3). Ainda de acordo com a análise deste mesmo anuário, “o mercado de CRIs tem nos fundos de investimento, especialmente nos fundos de investimento imobiliário que investem em títulos de crédito (FII de Renda Fixa), público investidor cativo” (UQBAR, 2021, p. 10).

Ainda de acordo com outras análises presentes neste mesmo anuário, a presença de tais fundos, os FIIs, agora de forma intensa na dinâmica do mercado de CRIs ocasionou um aumento de liquidez e dinamismo no mercado.

O aumento da liquidez do mercado secundário de CRIs é explicado, em partes, por uma atuação mais intensa dos Fundos de Investimento Imobiliários (FIIs) de Renda Fixa que, por sua vez, têm se multiplicado nos últimos anos. O patrimônio líquido (PL) desse conjunto de fundos teve incremento significativo nos últimos anos, evoluindo aproximadamente 300,0% no período compreendido entre 2016 e 2020. Por sua vez, o número de fundos operacionais dessa categoria aumentou em, aproximadamente, 140,0% no mesmo período (UQBAR, 2021, p. 12).

---

<sup>2</sup> Nota explicativa vinculada a página Vidigal Neto Advogados. Link da Fonte: <https://www.vidigalneto.com.br/artigos/nova-resolucao-do-cmn-altera-regulacao-de-investimentos-realizados-por-fundos-de-pensao>

Segundo a análise da UQBAR o aumento do número de fundos imobiliários especializados no segmento de papéis imobiliários e o aumento de seus patrimônios líquidos investidos nesta categoria confirma o “sucesso” da estratégia almejada pela Resolução CMN nº 4.661, que buscou impulsionar a participação de fundos na demanda por estes títulos financeiros. Tal sucesso de movimento se confirma como tendência na medida em que a centralidade que os FIIs passaram a desempenhar no mercado de CRIs é confirmada com as análises do anuário de 2022 referente aos resultados do mercado do ano de 2021.

Por mais um ano, o posto de principal tipo de investidor de CRIs ficou com os Fundos de Investimento. Isso ocorreu por conta dos FIIs de Renda Fixa, que nos últimos anos atravessaram um crescimento significativo em termos de atratividade para o público de varejo. O investimento de Pessoas Físicas de forma direta correspondeu a 12,2% do total (UQBAR, 2022, p.8).

Assim como no anuário de 2021 sobre o desempenho do mercado em 2020, no anuário de 2022 sobre o desempenho do mercado em 2021, é citado a participação intensa do FIIs como “um dos principais fatores que explicam o crescimento consistente da liquidez do mercado de CRIs ao longo dos últimos anos”, além da “própria dimensão deste nicho do mercado de FIIs” (UQBAR, 2022, p. 11), nicho este que ganhou “dimensão”, para utilizar a expressão utilizada pela análise, a partir da citada resolução.

A trajetória de ascensão dos negócios envolvendo as relações entre os lançamentos de títulos de dívidas imobiliárias financeiramente remuneráveis, em articulação com o paulatino aumento dos Fundos de Investimento Imobiliário que adquirem tais títulos, se expressa na atualidade a partir da análise da **Tabela 01** em apresentamos o total de FIIs separados pelos seus respectivos segmentos<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Tais informações foram compiladas de maneira combinada e duplamente checada a partir dos sítios eletrônicos da “Fundamentus Investa Consciente” e “Clube FII”. Tratam-se de sistemas online que disponibilizam informações financeiras e fundamentalistas das empresas com ações e fundos de investimento imobiliário listados na B3. Possuem completos bancos de dados apresentado de forma acessível para auxiliar o investidor a encontrar as melhores opções de investimento. A base de dados é atualizada em tempo real, baseada nas informações capturadas do “Google Finanças”. É importante mencionar que este sistema é amplamente utilizado por agentes e profissionais do mercado financeiro. Existem outros portais que oferecem informações sobre tais dados, como, por exemplo, Funds Explorer, Investidor 10 e FII.com.br. Todos esses portais se atualizam a partir do mesmo método citado, pela captura em tempo real das informações disponibilizadas pela própria B3, que são sistematizadas pelo Google Finanças.

Link da fonte dos dados da Fundamentus Investa Consciente:

[https://www.fundamentus.com.br/fii\\_buscaavancada.php](https://www.fundamentus.com.br/fii_buscaavancada.php) - Acessado em: 19/06/2024

[https://www.clubefii.com.br/fundo\\_imobiliario\\_lista](https://www.clubefii.com.br/fundo_imobiliario_lista) - acessado em: 26/06/2024

**Tabela 01.** Fundos de Investimento Imobiliário separados por segmento

<b>Segmento</b>	<b>Quantidade</b>	<b>Proporção</b>
<b>Recebíveis Imobiliários (Fundos de Papéis)</b>	123	23%
<b>Híbrido</b>	86	16%
<b>Lajes Comerciais</b>	84	16%
<b>Fundo de Fundos</b>	46	9%
<b>Logísticos</b>	45	9%
<b>Shopping/Varejo</b>	42	8%
<b>Incorporação</b>	34	6%
<b>Incorporação Residencial</b>	27	5%
<b>Outros</b>	14	3%
<b>Residencial</b>	9	2%
<b>Agências Bancárias</b>	6	1%
<b>Hospital</b>	6	1%
<b>Educacional</b>	5	1%
<b>Total</b>	527	100%

Fonte: [https://www.clubefii.com.br/fundo\\_imobiliario\\_lista](https://www.clubefii.com.br/fundo_imobiliario_lista) - acessado em: 26/06/2024

Elaboração: do autor

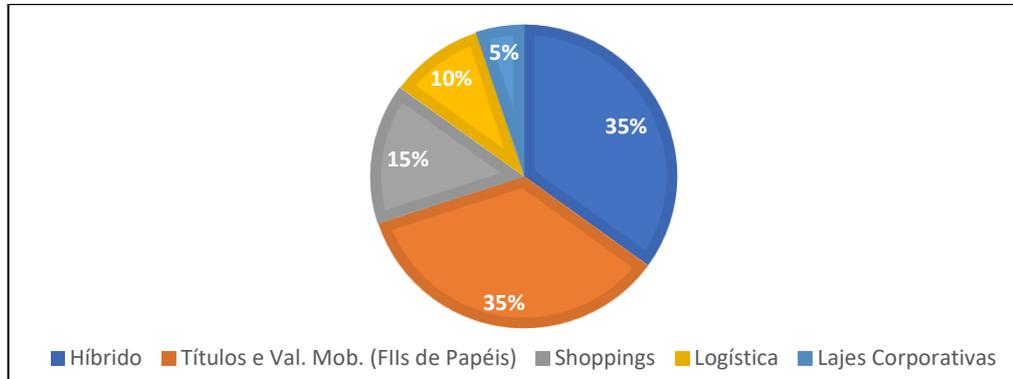
Uma primeira aproximação geral do cenário atual do mercado de Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) no Brasil permite verificar que, dos 527 fundos imobiliários listados na B3, 123 são fundos cujo registro é designado para investimentos em títulos de valores imobiliários, os chamados “FIIs de Papéis”. Tal número compreende 23% do mercado, que possui 13 diferentes segmentos. Portanto, é possível considerar esse número representativo de uma importante concentração, principalmente quando se observa que é o segmento com mais FIIs registrados, seguido dos FIIs híbridos, que somam 86, ou seja, 16% do total do mercado.

Além disso, é importante esclarecer que os FIIs de investimentos híbridos são fundos que possuem licença para investir em diferentes segmentos. Portanto, são fundos imobiliários cujos portfólios podem conter investimentos no segmento de logística, em lajes corporativas e assim por diante. Entretanto, uma característica importante desses fundos é que, em sua maioria, possuem uma concentração significativa de investimentos e, títulos mobiliários (CRIs).

Mesmo reconhecendo a generalidade de tais dados, ressalta-se que se trata de uma primeira aproximação e que pode oferecer algumas constatações preliminares, como por exemplo, a rápida importância adquirida pelos FIIs de Papéis no conjunto do mercado dos Fundos de Investimento Imobiliário. Essa importância pode ser percebida quando se realiza, de forma mais sistemática, uma depuração mais profunda dos dados e informações referentes aos fundos de investimento imobiliário no Brasil. O **Gráfico 01** apresenta os 20 FIIs mais valiosos,

ou seja, os FIIs com maiores valores de mercado registrados na B3 e seus respectivos segmentos.

**Gráfico 01.** FIIs mais valiosos. Por segmentos. 2024



Fonte: [https://www.fundamentus.com.br/fii\\_resultado.php](https://www.fundamentus.com.br/fii_resultado.php) - acessado em: 19/06/2024

Elaboração: do autor

O "valor de mercado" de um fundo de investimento imobiliário é o valor total pelo qual todas as cotas do fundo estão sendo negociadas no mercado em um determinado momento. Ele é calculado multiplicando o preço de mercado de uma cota pela quantidade total de cotas emitidas pelo fundo.

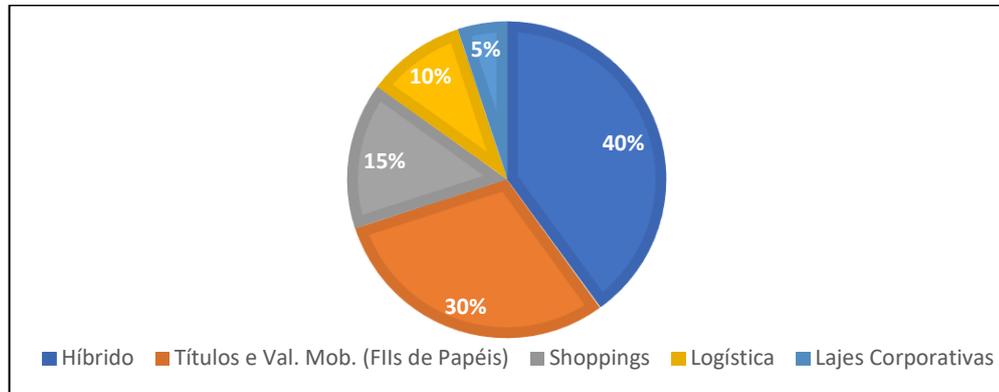
Em outras palavras, o valor de mercado reflete o preço que os investidores estão dispostos a pagar pelas cotas do fundo, levando em consideração suas expectativas de rentabilidade de dividendos a serem pagos pelo fundo, bem como possíveis valorizações/desvalorizações das cotas. Diante disso, o valor de mercado pode flutuar ao longo do tempo, à medida que os preços das cotas variam com base na oferta e demanda no mercado, a valorização/desvalorização de seus ativos, aumento/diminuição de taxas de ocupação dos imóveis etc.

A análise do **Gráfico 01** revela que, entre os 20 FIIs mais valiosos listados na B3, os Fundos de Papéis e os Fundos Híbridos apresentam as maiores participações, com 07 fundos cada um, representando 35% do total cada. Portanto, assim como na análise realizada anteriormente, é possível inferirmos um importante fatia do mercado representada pelos FIIs de Papéis, bem como ao Fundos Híbridos, esse último provido das características singulares já destacadas.

Tais aspectos são confirmados no **Gráfico 02** que apresenta os 20 FIIs que possuem maiores liquidez na atualidade na B3 segundo seus segmentos. A liquidez de um fundo de um FII refere-se à facilidade com que suas cotas podem ser compradas ou vendidas no mercado

sem causar uma grande variação no seu preço. Em outras palavras, é a medida da capacidade de um investidor de converter suas cotas do fundo em dinheiro (ou vice-versa) rapidamente e com pouco impacto no valor das cotas.

**Gráfico 02.** FIIs com maiores liquidez. Por segmentos. 2024



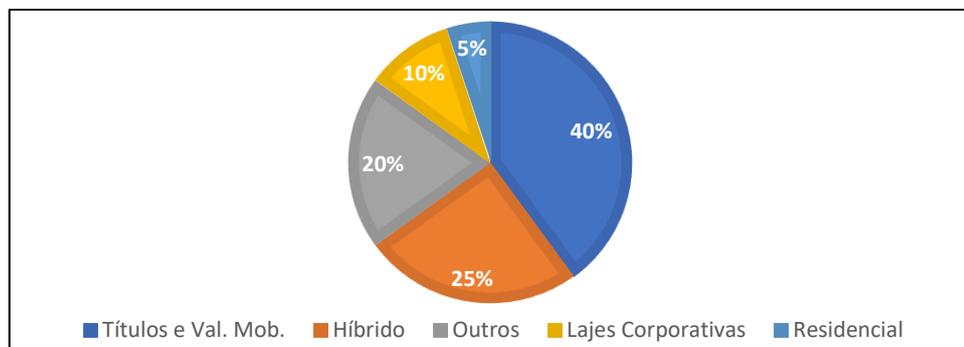
Fonte: [https://www.fundamentus.com.br/fii\\_resultado.php](https://www.fundamentus.com.br/fii_resultado.php) - acessado em: 19/06/2024

Elaboração: do autor

Alta liquidez indica que há um grande volume de negociações diárias, permitindo transações rápidas e com pouca diferença entre o preço de compra e o preço de venda. Já baixa liquidez significa que pode ser mais difícil encontrar compradores ou vendedores, potencialmente levando a maior volatilidade e dificuldades na execução de ordens de compra ou venda.

A análise do **Gráfico 02** revela uma significativa concentração da preferência dos investidores em dois segmentos principais de FIIs. Dos 20 fundos com maior liquidez, 8 são FIIs Híbridos, representando 40% do total, enquanto os FIIs de Papéis contam com 6 fundos nessa lista, também totalizando 30% da proporção. O **Gráfico 03** apresenta os 20 FIIs que possuem maiores dividendos distribuídos nos últimos 12 meses na atualidade na B3.

**Gráfico 03.** FIIs com maiores dividendos nos últimos 12 meses. Por segmentos. 2024



Fonte: [https://www.fundamentus.com.br/fii\\_resultado.php](https://www.fundamentus.com.br/fii_resultado.php) - acessado em: 19/06/2024

Elaboração: do autor

A citada emergência do segmento dos FIIs Papéis no atual contexto colocando-os como o segmento com mais FIIs listados na B3 atualmente (**Tabela 01**), estando no grupo dos FIIs com maiores valores de mercado (**Gráfico 01**) e segundo segmento com maiores liquidez (**Gráfico 02**) tem relação direta com a concepção de que tais FIIs oferecem a seus investidores o acesso a uma classe de ativos que combina “segurança”, na avaliação do mercado, por se tratarem de ativos que possuem contratos de logo tempo de validação, como demonstrado em Barcella (2022; 2023; 2024), combinado com retornos atrativos pré-fixados em taxas de indexação que garantem boas margens de remuneração, conforme demonstra o **Gráfico 03**, sempre atualizadas por algum índice como IPCA<sup>4</sup>, CDI<sup>5</sup> etc, o que garante uma atualização do patrimônio investido.

#### 4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

---

O texto que se encerra se trata de uma das primeiras abordagens em relação a uma provocação analítica que sintetiza os desafios de pesquisa a serem desenvolvidos. Dessa forma, o texto teve como objetivo expor as primeiras aproximações analíticas um projeto em fase inicial de desenvolvimento. Busca-se avançar e contribuir para a compreensão do processo de financeirização do setor imobiliário e do ambiente construído, a partir de uma análise que ofereça uma visão ampla das relações entre finanças, propriedade (fundiária e imobiliária) e rentismo no Brasil.

É com tais objetivos no horizonte que foi chamada a atenção para necessidade de analisar a trajetória recente dos FIIs que constroem seus portfólios de rentabilidade financeira com base na compra de títulos financeiros imobiliários, mais especificamente os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), conhecidos como "FIIs de Papéis", em comparação com a trajetória dos FIIs de outros segmentos. Busca-se, assim, problematizar a relação entre o desenvolvimento dos mercados de ativos financeiros imobiliários e a crescente participação dos "FIIs de Papéis" como característica essencial do entrelaçamento entre rentismo e financeirização.

---

<sup>4</sup> IPCA significa Índice de Preços ao Consumidor Amplo. É o indicador oficial utilizado pelo Banco Central do Brasil para medir a inflação no país. O IPCA é calculado mensalmente pelo IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) e é considerado uma medida mais abrangente dos preços de bens e serviços consumidos pelas famílias brasileiras.

<sup>5</sup> CDI significa Certificado de Depósito Interbancário. É uma taxa de juros que serve como referência para diversas operações financeiras no Brasil, incluindo investimentos e empréstimos. O CDI é calculado com base nas médias das taxas de juros das operações de empréstimos entre os bancos, realizadas diariamente.

Diante disto, com a finalidade de contemplar tal objetivo, muitos são os desafios analíticos que surgem no horizonte de investigação e que guiam a agenda de pesquisa. O objeto privilegiado no presente texto nasce a partir da necessidade de investigar a recente centralidade que os FIIs de papéis passaram a ter no mercado de títulos financeiros de base imobiliária via aprovação da CMN 4.661 de 2018 que aproximou o mercado de CRIs ao mercado operacionalizado pelos FIIs, revelando números importantes nessa trajetória recente.

Diante disso, a investigação apresentada buscará analisar o comportamento do mercado de FIIs que se dedicam exclusivamente a compra de títulos financeiros de base imobiliária - como tem sido esse movimento, aumentado ou diminuído? – Qual a composição dos portfólios? – Quais as rentabilidades médias oferecidas? – Qual a natureza dos agentes envolvidos? – São fundos provenientes de grandes instituições financeiras? – Qual tem sido o comportamento dos fundos híbridos (papéis e tijolos), os papéis têm aumentado ou diminuído em seus portfólios? Por fim, buscar investigar e identificar quais estratégias utilizadas. Todas essas são perguntas fundamentais para entendermos como tem se construído as “modernas engrenagens” de um circuito de rentabilidade que encontra na propriedade imobiliária seu lastro fundamental.

## 5. REFERÊNCIAS

---

- AALBERS, M. The Financialization of Home and the Mortgage Market Crisis. **Seventeenth-century French Studies**, [s.l.], v. 31, n. 2, p.148-166, dez. 2008.
- AALBERS, M. The Great Moderation, the Great Excess and the global housing crisis. **International Journal Of Housing Policy**, [s.l.], v. 15, n. 1, p.43-60, 2 jan. 2016.
- AALBERS, M. B. Financial geography III: the financialization of the city. **Progress In Human Geography**, [S.L.], v. 44, n. 3, p. 595-607, 11 jun. 2019.
- AALBERS, M.; Christophers, B. Centring Housing In Political Economy. **Housing, Theory And Society**, [S.L.], V. 31, N. 4, P.373-394, 27 Ago. 2014.
- 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; BARCELLA; B. L. S, MELAZZO, E. S. Entre o financiamento e a financeirização: A articulação Estado-mercado na condução da política habitacional. *Novos Estudos Cebrap* 128: 91–116. 2024.

- ANBIMA. **Produtos de Captação**: Certificados de Recebíveis Imobiliários. Estudos Especiais: 1ª edição. 2016.
- BARCELLA, Bruno L. S. O mercado fundiário em Ribeirão Preto/SP: processos e agentes, preços e localizações. **Caminhos de Geografia**. 18. 62. 161-173. 2017
- BARCELLA, B. L. S. **A dinâmica dos agentes imobiliários e suas estratégias fundiárias em cidades médias**: da reprodução do capital à reprodução das desigualdades socioespaciais. 2018
- BARCELLA, B. L. S. Confluências e contradições entre Estado e mercado no desenvolvimento da securitização imobiliária no Brasil: a captura do fundo público como estratégia de estruturação do nexos financeiro-imobiliário. **Espaço e Economia. Revista brasileira de geografia econômica**, n. 24. 2022.
- BARCELLA, B. L. S. **A terra sob o ritmo das finanças**: do rentismo fundiário ao rentismo financeiro: a perpetuação de uma classe no centro do poder no Brasil. Universidade Estadual Paulista (Unesp), Faculdade de Ciências e Tecnologia, Presidente Prudente, 2023, 469 p.
- BARCELLA, B. L. S. **A terra sob o ritmo das finanças**: uma história de poder, rentismo e destituição de direitos sociais. Editora Lutas Anticapital, 1ª edição. 2024 (Prelo).
- BARCELLOS DE SOUZA, M. **Variedades de capitalismo e reescalonamento espacial do Estado no Brasil**. UNICAMP, Instituto de Economia, Tese de doutorado, Campinas. 2013.
- BOTELHO, A. **O urbano em fragmentos**. A produção do espaço e da moradia pelas práticas do setor imobiliário. São Paulo: Annablume; FAPESP, 2007.
- BRAGA, J. C. S. Financeirização global: o padrão sistêmico da riqueza do capitalismo. In: FIORI, J. L.; TAVARES, M. C. (Ed.). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. São Paulo: Vozes, 1997. p. 195-242.
- BRANDÃO, C. A. Crise e rodadas de neoliberalização: impactos nos espaços metropolitanos e no mundo do trabalho no Brasil. **Cadernos Metrôpole**, São Paulo, v. 19, n. 38, p. 45-69, abr. 2017.
- BRANDÃO, C.; BARCELLOS DE SOUZA, M. "El campo de los estudios urbanos y regionales desde el Sur: anotaciones acerca de los desafíos teóricos y las posibilidades de una reconstrucción teórico-metodológica crítica en la periferia del capitalismo." **Revista EURE-Revista de Estudios Urbano Regionales**. 2019.
- CHESNAIS, F. **Finance capital today**: corporations and banks in the lasting global slump. Leiden; Boston: Brill, 2016.

- CHRISTOPHERS, B. **Rentier Capitalism: Who Owns the Economy, and Who Pays for It?**, London: Verso. 2020.
- FIX, M. **São Paulo cidade global**. Fundamentos financeiros de uma miragem. São Paulo: Boitempo, 2007.
- GABOR, D. ‘Critical Macro-finance: A Theoretical Lens’, **Finance and Society** 6(1): 45–55. 2020.
- GABOR, D. “The Wall Street Consensus.” **SocArXiv**. July 2. doi:10.31235/osf.io/wab8m. 2020.
- GOTHAM, K. F. Creating Liquidity Out of Spatial Fixity: The Secondary Circuit of Capital and the Subprime Mortgage Crisis. **International Journal of Urban and Regional Research** 33.2, 355- 371. 2009.
- HAILA, A. **Land as a financial asset**: the theory of urban rent as a mirror of economic transformation\*. *Antipode*, [S.L.], v. 20, n. 2, p. 79-101, set. 1988.
- HAILA, A. **The theory of land rent at the crossroads**. *Environment and Planning D: Society and Space* 8(3): 275–296. 1990.
- HALBERT, L. Les acteurs des marchés financiers font-ils la ville? Vers un agenda de recherche. **Espaces Temps**, 2013.
- HARVEY, D. **Limits to Capital**. London: Verso Books. 2006/1982
- HARVEY, D. **O Enigma do Capital**: e as crises do capitalismo. São Paulo, SP: Boitempo, 2011. 224p.
- HARVEY, D. **A loucura da razão econômica**: Marx e o capital no século XXI. São Paulo, Boitempo. 2017.
- KLINK, J. J.. *Metropolis, Money and Markets. Brazilian Urban Financialization in Times of Re-emerging Global Finance..* 1. ed. London/New York: Routledge, 2020.
- KLINK, J. J. Do financial models reshape un-cooperative cities? On urban founder’s profit and collaborative-communicative planning in times of austerity. **Urban Studies**, [S.L.], v. 60, n. 2, p. 213-237, 2022.
- KLINK, J. J.; BARCELLOS DE SOUZA, M. B. Financeirização: conceitos, experiências e a relevância para o campo do planejamento urbano brasileiro. **Cadernos Metr pole**, v. 19, p. 379-406, 2017.
- LAPAVITSAS, Costas. Theorizing financialization. **Work, Employment And Society**, [S.L.], v. 25, n. 4, p. 611-626, dez. 2011.

- LAPAVITSAS, C. **Profiting Without Production: How Finance Exploits Us All**, London: Verso. 2013
- LAVINAS, L., & GENTIL, D. (2018). Brasil Anos 2000: A política social sob regência da financeirização. **Novos Estudos**, 37, 191-211.
- MAGNANI, M.; SANFELICI, D. **O e-commerce e os fundos imobiliários logísticos: estratégias de captura de rendas imobiliárias**. Cadernos Metr pole, v. 24, n. 53, p. 173-198, 2022.
- MAGNANI, M.; SANFELICI, D. The Financial Industry Sets Sights on Institutional Investors: a relational approach to property investment outsourcing. **Economic Geography**, [S.L.], v. 99, n. 3, p. 285-311, 20 jan. 2023. Informa UK Limited.
- MELAZZO, E. S., ABREU, M. A. D., BARCELLA, B. L. S., & FERREIRA, J. V. D. S. SECURITIZATION OF HOUSING AND FINANCIALIZATION OF THE CITY IN BRAZIL. **Mercator (Fortaleza)**, 20. 2021.
- MIOTO, B. T. Dinâmica econômica e imobiliária: periodiza o dos macrodeterminantes dos anos 2000 e 2010. **Cadernos Metr pole**, [S.L.], v. 24, n. 53, p. 15-32, abr. 2022.
- NAKAMA, V. A instrumentaliza o financeira do espaço: fundos de investimento imobiliário como estruturas de capital fixo. **Revista Invi**, [S.L.], v. 36, n. 103, p. 194-214, out. 2021. Universidad de Chile.
- NAKAMA, V. K.; RUFINO, B. Os fundos de investimento como movimento do complexo financeiro-imobiliário no Brasil. *Revista brasileira de estudos urbanos e regionais*. v. 24, E202233, 2022.
- NETO, R. C. V.; NASCIMENTO, D. B.; TAMASHIRO, A. M. **Nova Resolu o do CMN altera regula o de investimentos realizados por fundos de pensão**. Sítio Vidigal Neto e Advogados. 2018.
- PAULANI, L. Acumula o e rentismo: resgatando a teoria da renda de Marx para pensar o capitalismo contemporâneo. **Revista de Economia Política (Online)**, v. 36, p. 514-535, 2016.
- PECK, J. *Constructions of Neoliberal Reason*. Oxford: **Oxford University Press**, 2010.
- PECK, J., THEODORE, N. E BRENNER, N. Neoliberalismo ressurgente? Regra do mercado após a grande recess o. **South Atlantic Quarterly**, *III* (2), pp.265-288. 2012.
- PRYKE M.; ALLEN J. Financialising urban water infrastructure: Extracting local value, distributing value globally. **Urban Studies**. 2017.

- PURCELL, T. F.; LOFTUS, A.; MARCH, H. Value–rent–finance. **Progress In Human Geography**, [S.L.], v. 44, n. 3, p. 437-456, 27 mar. 2019.
- RODRIGUES, J; SANTOS, A. C.; TELES, N. Semi-peripheral financialisation: the case of portugal. *Review Of International Political Economy*, [S.L.], v. 23, n. 3, p. 480-510, 8 abr. 2016.
- ROLNIK, R. **Guerra dos lugares**. São Paulo: Boitempo, 2015.
- 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. Contextos, instituições e atores na pesquisa urbana um olhar a partir da infraestrutura financeira para a produção da cidade. In: LIMONAD, E. BARBOSA, J. L. (orgs.). **Geografias, Reflexões Conceituais, Leituras da Ciência Geográfica, Estudos Geográficos** - São Paulo: Editora Max Limonad. p. 121-142. 2020.
- SANFELICI, D.; HALBERT, L. Financial market actors as urban policy-makers: the case of real estate investment trusts in Brazil. **Urban Geography**, [s.l.], p.1-21, 23 jul. 2018.
- SANFELICI, D.; MAGNANI, M. Pension fund investment in commercial real estate: a qualitative analysis of decision-making and investment practices in brazil. **Area Development And Policy**, [S.L.], v. 7, n. 1, p. 62-81, 31 ago. 2021.
- SANTOS, A. C. **A Nova Questão da Habitação em Portugal**. 1. ed. Portugal: Actual Editora, 2019. 330 p. v. 1. 2019.
- STROHER, L. E. M., DE ABREU, M. A., YASSU, A., KLINK, J. J.; CUNHA, L. F. Infraestruturas de papel: novos instrumentos de financeirização do espaço. **Scripta Nova. Revista Electrónica de Geografía y Ciencias Sociales**, v. 26, n. 2, 2022.
- UQBAR. **Anuário UQBAR**. 2016; 2017; 2018; 2019; 2020; 2021; 2022
- WAINWRIGHT, T. Laying the foundations for a crisis: mapping the historico-geographical construction of residential mortgage backed securitization in the UK. **International Journal of Urban and Regional Research**, 33(2), 372-388. 2009.