

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE DESENVOLVIMENTO E PLANEJAMENTO REGIONAL

RAMON DA SILVA TORRES

O CIRCUITO FINANCEIRO IMOBILIÁRIO NO BRASIL: ASPECTOS
RECENTES DO PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO

Belo Horizonte

2021

Ramon da Silva Torres

O CIRCUITO FINANCEIRO IMOBILIÁRIO NO BRASIL: ASPECTOS
RECENTES DO PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO

Dissertação apresentada ao Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional (CEDEPLAR) da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Ciências Econômicas.

Área de Concentração: Economia Regional e Urbana

Orientador: Prof. Dr. João Bosco Moura Tonucci Filho

Belo Horizonte

2021

Ficha Catalográfica

T693c
2021

Torres, Ramon da Silva.

O circuito financeiro imobiliário no Brasil [manuscrito] :
aspectos recentes do processo de financeirização / Ramon da Silva
Torres. – 2021.

115 f.: il.

Orientador: João Bosco Moura Tonucci Filho.

Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Minas Gerais,
Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional.

Inclui bibliografia (f. 111-115).

1. Mercado imobiliário – Teses. 2. Habitação – Financiamento –
Teses. 3. Títulos imobiliários – Teses. I. Tonucci Filho, João Bosco
Moura. II. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de
Desenvolvimento e Planejamento Regional. III. Título.

CDD: 330

Elaborado por Leonardo Vasconcelos Renault CRB-6/2211
Biblioteca da FACE/UFMG – LVR/062/2021



UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE DESENVOLVIMENTO E PLANEJAMENTO REGIONAL
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

FOLHA DE APROVAÇÃO

RAMON DA SILVA TORRES

“O CIRCUITO FINANCEIRO IMOBILIÁRIO NO BRASIL: ASPECTOS RECENTES DO PROCESSO DE FINANCEIRIZAÇÃO”

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, para obtenção do título de Mestre em Economia, área de concentração em Economia

APROVADO EM 25 DE FEVEREIRO DE 2021

BANCA EXAMINADORA: (participações por videoconferência)

Prof. João Bosco Moura Tonucci Filho (Orientador) (Cedeplar/FACE/UFMG)

Prof. Anderson Tadeu Marques Cavalcante (Cedeplar/FACE/UFMG)

Profa. Luciana de Oliveira Royer (FAU/USP)

Prof. Renan Pereira Almeida (PGDPlat/UFSJ)

Belo Horizonte, 25 de fevereiro de 2021.



Documento assinado eletronicamente por **Anderson Tadeu Marques Cavalcante, Professor do Magistério Superior**, em 26/02/2021, às 11:24, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **João Bosco Moura Tonucci Filho, Professor do Magistério Superior**, em 26/02/2021, às 14:06, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Luciana de Oliveira Royer, Usuário Externo**, em 26/02/2021, às 14:27, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Renan Pereira Almeida, Usuário Externo**, em 26/02/2021, às 15:09, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Gilberto de Assis Libanio, Coordenador(a) de curso de pós-graduação**, em 28/02/2021, às 18:13, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 5º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://sei.ufmg.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0580497** e o código CRC **1573C59D**.

AGRADECIMENTOS

Ao João pelo incentivo, pela orientação e pela luz que lançou sobre minha trajetória no mestrado.

À Maria, Denilson e Gabriel por serem uma família tão agradável.

À Taciana pelo companheirismo e pela cumplicidade.

Ao Roberto por me despertar há tantos anos a curiosidade e o gosto pelo saber.

Ao Renan pela oportunidade que me permitiu voltar à academia.

Aos meus amigos e colegas de graduação e pós, em especial o pessoal da turma de 2011/1, o grupo de estudos da Anpec e o pessoal “de São Paulo”.

Resumo

Durantes as três últimas décadas, emergiu-se no meio acadêmico o interesse por um novo fenômeno global: a financeirização, sobretudo a financeirização do imobiliário. Manifesta-se principalmente através da criação e proliferação de uma série de instrumentos financeiros que conectam os sistemas financeiros internacionais com os mercados imobiliários ao redor do mundo. No Brasil, a financeirização do imobiliário tomou múltiplos contornos, sendo, durante a última década, marcada pelo aumento expressivo de recursos mobilizados através dos instrumentos financeiros criados no âmbito do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI). Formulado enquanto um contraponto ao Sistema Financeiro da Habitação (SFH), considerado insuficiente e ineficiente enquanto estrutura de *funding* imobiliário, o SFI e a criação dos novos instrumentos financeiros prometiam irrigar o mercado imobiliário, particularmente o residencial, com recursos do mercado de capitais. Este trabalho procurou caracterizar as dinâmicas recentes do circuito financeiro imobiliário no Brasil, particularmente após os anos 2000, sob a perspectiva da tensão entre esses dois sistemas de financiamento, buscando destacar o papel das operações no âmbito do SFI, especificamente os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), este último considerado a pedra angular do processo de financeirização do imobiliário em escala global. Para isso, foram coletados dados primários e secundários disponíveis nos sites das principais instituições que atuam no SFH e do SFI. O conjunto de informações foi expandido através da construção de uma base de dados por meio de *WebScraping* sobre as informações de CRI contidas no site da ANBIMA. A análise destes dados privilegiou a categorização dos CRI por agentes cedentes de crédito imobiliário de modo a identificar o papel das instituições na securitização no país. Foi possível perceber que o financiamento da habitação através do SFI permaneceu limitado à empreendimentos de alto padrão e aos estímulos por parte do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Na prática, os instrumentos financeiros promovidos na esfera do SFI foram absorvidos pelas empresas imobiliárias e pelos FII no segmento corporativo, atendendo à finalidades distintas daquelas levantadas no momento de sua criação, haja vista a absorção crescente da riqueza imobiliária enquanto patrimônio sob gestão e a intensificação do processo de extração da renda da terra. Em última instância, esse processo reforça a tendência no tratamento da terra enquanto um ativo financeiro puro e intensifica a especulação característica dos mercados financeiros no mercado de propriedades imobiliárias.

Palavras-chave: Financeirização do Imobiliário; Crédito Habitacional; Renda da Terra;
Fundos de Investimento Imobiliário

Abstract

During the past three decades, interest in a new global phenomenon has emerged in the academic world: financialization, especially the financialization of real estate. It manifests itself mainly through the creation and proliferation of a series of financial instruments that connects international financial systems with real estate markets around the world. In Brazil, the financialization of real estate has taken multiple forms, but especially, during the last decade, marked by the expressive increase of resources mobilized through the financial instruments created within the scope of the *Sistema Financeiro Imobiliário* (SFI). Created as a counterpoint to the *Sistema Financeiro da Habitação* (SFH), considered insufficient and inefficient as a real estate funding structure, SFI and the creation of new financial instruments promised to irrigate the real estate market, particularly the residential one, with capital market resources. This work sought to characterize the recent dynamics of the real estate financial circuit in Brazil from the perspective of the tension between these two financing systems, seeking to highlight the role of operations within the scope of SFI, specifically Real Estate Investment Funds (FII) and Certificates of Receivables Real Estate (CRI), the latter considered the cornerstone of the process of financialization of real estate on a global scale. In this purpose, primary and secondary data were collected from the websites of the main institutions that operate in SFH and SFI. The set of information was expanded through the construction of a database through WebScraping on the CRI information contained on the ANBIMA website. The analysis of these data favored the categorization of CRI by credit assignors in order to identify the role of institutions in securitization. It was noticed that housing financing through the SFI remained limited to high-end developments and to incentives by the *Fundo de Garantia do Tempo de Serviço* (FGTS). In practice, the financial instruments promoted in the sphere of the SFI were absorbed by the real estate companies and by the FII in the corporate segment, serving purposes other than those raised at the time of its creation, such as the increasing absorption of real estate wealth as asset under management and the intensification extraction of land rent. Ultimately, this process reinforces the trend in treating land as a pure financial asset and intensify the speculation characteristic of financial markets into the property market.

Keywords: Financialization of Real Estate; Housing Credit; Rent; Real Estate Investment
Trusts

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

- ABECIP – Associação Brasileira das Entidades de Crédito e Poupança
- ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
- BACEN – Banco Central do Brasil
- BNH – Banco Nacional da Habitação
- CETIP – Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados
- CCFGTS – Conselho Curador do Fundo de Garantia De Tempo de Serviço
- CCI – Cédula de Crédito Imobiliário
- CDB – Certificado de Depósito Bancário
- COHAB – Cooperativa Habitacional
- CMN – Conselho Monetário Nacional
- CRI – Certificado de Recebíveis Imobiliários
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários
- EFPC – Entidade Fechada de Previdência Complementar
- EUA – Estados Unidos da América
- FIDC – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
- FII – Fundo de Investimento Imobiliário
- FGTS – Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
- HQC – *High Quality Collateral*
- IPO – *Inicial Public Offering*
- LCI – Letra de Crédito Imobiliário
- LIG – Letra Imobiliária Garantida
- MCMV – Programa Minha Casa, Minha Vida
- PPP – Parceria Público Privada
- RDB – Recibo de Depósito Bancário
- SBPE – Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
- SFH – Sistema Financeiro da Habitação
- SFI – Sistema Financeiro Imobiliário
- TVM – Títulos e Valores Mobiliários

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - Evolução da Taxa de Juros Selic 2000-2020.....	26
GRÁFICO 2 - Saldo da Poupança nominal, real* e taxa de crescimento do PIB (2000-2020) ..	28
GRÁFICO 3 - Evolução real* dos Agregados Monetários M1 e M2 (2001-2019)	30
GRÁFICO 4 - Evolução real* da Poupança, do Agregado Monetário M2, exceto poupança (2001-2019).....	30
GRÁFICO 5 - <i>Turn-Over</i> da Poupança (2000-2019).....	31
GRÁFICO 6 - Volume nominal de recursos destinados ao financiamento imobiliário do SBPE por categoria de financiamento (2002-2019)	33
GRÁFICO 7 - Volume de financiamento nominal para imóveis novos e usados com recursos do SBPE (2000-2017)	35
GRÁFICO 8 - Evolução do saldo de financiamento e do número de unidades para construção (2000-2017).....	36
GRÁFICO 9 - Evolução da captação líquida do FGTS (2000-2020)	38
GRÁFICO 10 - Evolução do saldo da concessão de financiamento real pelo SBPE e pelo FGTS (2002-2019).....	41
GRÁFICO 11 - Evolução na concessão de financiamento habitacional real*, nominal e unidades financiadas pelo FGTS (2000-2019)	41
GRÁFICO 12 - Evolução nominal da concessão de financiamento habitacional dos Programas Apoio à Produção e Carta de Crédito Individual (2000-2019)	43
GRÁFICO 13 - Emissões de CRI através das Ofertas Públicas e das Ofertas com Esforços Restritos.....	52
GRÁFICO 14 - Distribuição das ofertas de CRI por detentor (2014-2020)	53
GRÁFICO 15 - Evolução do estoque de LCI e CRI (2012-2019)	57
GRÁFICO 16 - Evolução das emissões anuais de FII e Taxa Selic Ponderada ao dia (2004- 2020)	65
GRÁFICO 17 - Evolução das principais categorias de FII (Jul/2019-Nov/2020)	69
GRÁFICO 18 - Participação dos segmentos de Investidores em FII em novembro de 2020	71
GRÁFICO 19 - Representatividade da amostra obtida (2005-2019)	75
GRÁFICO 20 - Composição dos cedentes de CRI por categoria (2002-2020)	78
GRÁFICO 21 - Evolução dos CRI por concentração (2005-2019)	81
GRÁFICO 22 - O papel das instituições bancárias e do FGTS na securitização residencial (2005-2020).....	82
GRÁFICO 23 - Evolução do volume de negociações de CRI anualmente (2010-2020)	84
GRÁFICO 24 - Participação dos grandes bancos no financiamento imobiliário para o ano de 2019.....	89
GRÁFICO 25 - Tipos de contratos securitizados pelos FII (2004-2020)	93
GRÁFICO 26 - Segmento do lastro dos CRI emitidos por FII (2004-2020)	95
GRÁFICO 27 - Tipos de contrato securitizado pelas empresas imobiliárias (2004-2020).....	97
GRÁFICO 28 - Segmento do lastro dos CRI emitidos pelas empresas imobiliárias (2004-2020)	98
GRÁFICO 29 - Principais fontes de captação de recurso das empresas imobiliárias (2014-2019)	100

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Distribuição do volume da poupança por faixa de depósito (2009-2019)	32
TABELA 2 – Modalidades de saque do FGTS (2017-2019)	39
TABELA 3 – Número de contas ativas nos veículos de investimento da B3	66
TABELA 4 – Participação dos dez maiores FII no valor total patrimonial	67
TABELA 5 – Categorias propostas e palavras-chave utilizadas	77
TABELA 6 – Volume de CRI corporativos emitidos (2004-2020)	79
TABELA 7 – Volume de CRI residenciais emitidos (2004-2020)	80
TABELA 8 – Participação dos CRI sem garantia no total das operações de securitização	88
TABELA 9 – Concentração do papel de Coordenador Líder nas emissões dos CRI	91

Sumário

1. Introdução	1
2. Metodologia	6
3. A Financeirização.....	8
3.1 A financeirização do imobiliário	12
3.2 A financeirização do imobiliário no Brasil	17
4. O Circuito Financeiro Imobiliário no Brasil.....	21
4.1 O SFH	21
4.1.1 O <i>Funding</i> no SFH	25
4.1.2 SBPE.....	28
4.1.3 O FGTS	37
4.2 O SFI.....	46
4.2.1 Os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI)	49
4.2.2 As Letras de Crédito Imobiliário (LCI).....	55
4.3 Os Fundos de Investimento Imobiliário	59
5. Análise dos agentes da securitização Imobiliária.....	74
5.1 Metodologia	76
5.2 Análise descritiva da amostra	79
5.2 O papel do FGTS na securitização residencial.....	82
5.3 O lugar dos bancos na securitização residencial.....	87
5.4 Os Fundos de Investimento Imobiliário (FII)	93
5.5 As empresas imobiliárias.....	97
6. Conclusões.....	102
7. Referências Bibliográficas:	111

1. Introdução

Estudos recentes, assentados em bases de dados de longo prazo (i.e., desde 1870) do sistema bancário para um conjunto das principais economias desenvolvidas, tem constatado uma tendência global e com importantes consequências macroeconômicas, principalmente com relação à dinâmica dos ciclos econômicos: o crescimento do crédito imobiliário em relação ao crédito não-imobiliário. Atualmente, cerca de dois terços do crédito bancário nessas economias é direcionado para compra de imóveis, fazendo com que o crédito hipotecário no balanço dos bancos seja a principal força por trás de um processo de financeirização nas economias centrais (JORDAN ET AL, 2014).

Um dos fatores relacionados à expansão do crédito imobiliário tem sido a consolidação e ampliação das operações de securitização imobiliária, uma vez que permitiu aos bancos retirar os créditos imobiliários de seus balanços, repassando-os ao mercado de capitais por meio de títulos de recebíveis imobiliários, ampliando a capacidade própria para concessão de novos empréstimos. Segundo Gotham (2012), ao permitir a fragmentação e a recombinação de direitos de recebíveis de diversos ativos imobiliários, a securitização transformou os atributos da propriedade imobiliária ao conferir maior mobilidade e liquidez a um ativo antes fixo e com circulação limitada, o que por sua vez permitiu a padronização desses títulos e sua consequente inserção no mercado financeiro global. Jordan et al (2014), ao analisar mais de cem anos de balanços bancários, mostraram como o modelo de negócio dos bancos passou da captação de poupanças das famílias e aplicação em empréstimos para empresas, predominante durante a maior parte do século XX, para um modelo em que os bancos continuam captando recursos das famílias e do mercado de capitais, mas onde o principal componente das operações de crédito dessas instituições constituiu-se de financiamentos imobiliários. Se os financiamentos imobiliários eram 27% de todo o financiamento concedido em 1928, em 2007 já representavam 60% de todo o crédito concedido dentre as 17 economias avançadas analisadas por Jordan et al (2014). O autor ainda destaca que essa mudança no balanço dos bancos tem sido origem de instabilidade financeira no período pós-segunda guerra mundial.

No Brasil, a financeirização do imobiliário ainda é um processo recente, podendo ser considerado seu marco inicial a criação do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) em

1997. Apesar de existir há mais de duas décadas, os instrumentos e as regulações propostas pelo SFI necessitaram de um período de maturação e ajustes, conforme é reconhecido na literatura (SANFELICI & HALBERT, 2018), até que os dispositivos criados pudessem desenvolver uma outra estrutura de *funding* do imobiliário comparável ao Sistema Financeiro da Habitação (SFH), a principal estrutura de financiamento imobiliário até então. A emergência do novo sistema resultou, sobretudo, na reconfiguração jurídica da propriedade imobiliária em se tratando das conexões entre a esfera financeira e o ambiente construído urbano (MELAZZO & ABREU, 2019).

Os instrumentos de *funding* criados no âmbito do SFI tem tido papel cada vez mais relevante no financiamento do circuito financeiro imobiliário como um todo. Recentemente, alterações importantes nas normas e dispositivos reguladores do mercado, como a Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) 4.676 de 31 de julho de 2018, permitiram que recursos provenientes da poupança, antes destinados ao financiamento da habitação segundo os critérios do SFH, fossem liberados dos critérios de exigibilidade de financiamento, destravando um volume considerável de recursos que agora podem ser aplicados a taxas de mercado. Este fato aponta para uma mudança estrutural no circuito financeiro imobiliário, acelerando o processo de financeirização do imobiliário e que, apesar de expressiva, não é nova e está alinhada com outras duas tendências ressaltadas por Pereira (2015) em relação ao novo marco regulatório da propriedade e do financiamento imobiliário no Brasil. A primeira tendência se refere ao reforço da segurança jurídica dos credores através da instituição de mecanismos como a alienação fiduciária, o regime fiduciário e o patrimônio de afetação a fim de estabelecer garantias reais para os investidores. A segunda tendência se refere à criação de novos títulos financeiros de base imobiliária como os FII, os CRI, as Letras de Crédito Imobiliário (LCI), as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI) e as Letras Imobiliárias Garantidas (LIG).

À essa mudança estrutural na concessão do crédito a partir dos recursos da poupança pelas instituições integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), adiciona-se uma outra importante alteração na regulação sobre os investimentos feitos em imóveis pelos fundos de pensão. A Resolução CMN nº 4.661 de 25 de maio de 2018 proibiu a aquisição direta de imóveis pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), obrigando-as a alienar os imóveis em propriedade direta até 28 de maio de 2030. A nova resolução estabelece o limite de participação das EFPC no segmento imobiliário de até 20%, sendo exercida exclusivamente através de FII, CRI e

CCI. Uma vez que, conforme o consolidado estatístico de julho de 2020 da Associação Brasileira das Entidades de Previdência Complementar, o total de ativos sob gestão dos fundos de pensão brasileiros somavam R\$ 944 bilhões até julho de 2020, sendo R\$ 32 bilhões em imóveis diretos, é de se esperar que a entrada dos fundos de pensão no mercado de títulos financeiros lastreados em imóveis represente um novo marco no processo de financeirização do imobiliário e na configuração do circuito de financiamento imobiliário.

Apesar de um período elástico para a completa implementação das normas acima – 6 anos para a Resolução CMN nº 4.676 de 31 de julho de 2018 e 12 anos para Resolução CMN nº 4.661 de 25 de maio de 2018 – é possível antecipar que os efeitos do novo marco regulatório irão pautar o debate sobre a financeirização do imobiliário no Brasil nos próximos anos. Durante as duas últimas décadas, a literatura acadêmica nacional em torno do tema trabalhou com dois principais focos: o processo de abertura de capital das construtoras em meados dos anos 2000 (SHIMBO, 2010; SANFELICI, 2013; FIX, 2011) e a evolução da configuração do circuito financeiro imobiliário baseado nas interações entre o SFH e o SFI (FIX, 2011; ROYER, 2009; PEREIRA, 2015). A literatura internacional sobre financeirização do imobiliário, por outro lado, estava produzindo extensivamente a respeito do processo de formação das operações de securitização nos Estados Unidos e suas consequências para a crise financeira de 2008 (AALBERS, 2008; GOTHAM, 2012; SCHWARTZ, 2012; HARVEY, 2012; JÓRDAN ET AL, 2014; DYMSKI, 2012).

No Brasil, as operações de securitização só puderam se desenvolver após alterações no marco regulatório que propiciaram segurança jurídica aos credores (PEREIRA, 2015). No país, a securitização é formatada através dos CRI, título financeiro semelhante aos *Real Estate Mortgage Backed Securities* (RMBS), criado juntamente com o SFI em 1997, mas que apresentou crescimento significativo apenas a partir de 2008 e, de maneira mais acentuada a partir de 2011, quando o FGTS iniciou um ciclo de investimento no ativo, revelando a capacidade do fundo de alavancar o mercado de CRI, oferecendo uma liquidez mínima para esses títulos (ROYER, 2016).

O FGTS, porém, não realizou mais aportes em CRI desde 2016, segundo os demonstrativos financeiros do fundo. O estoque de CRI, segundo dados fornecidos pela Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados (CETIP), continuou a crescer desde então, apesar de em ritmo menor, revelando que o mercado primário está

absorvendo as novas emissões sem a necessidade dos aportes do FGTS. O perfil do investidor em CRI mudou drasticamente nos últimos cinco anos, deixando de ter participação do FGTS e instituições financeiras para dar lugar aos fundos de investimento e às pessoas físicas, este último saltou de 7,5% de participação no montante emitido em 2015 para 35% em 2018 segundo os anuários da Uqbar (2015, 2019). Uma vez que um tipo específico de Fundos de Investimento Imobiliário (FII), denominado FII de Títulos e Valores Imobiliários tem apresentado crescimento expressivo no mercado de FII, é possível supor que esse tipo de FII tem sido a categoria mais representativa dentro dos fundos de investimento que investem em CRI (UQBAR, 2019).

A literatura sobre financeirização que aborda especificamente o papel dos FII e dos CRI no país é escassa. Em partes porque estes instrumentos do SFI não alteraram significativamente o circuito financeiro imobiliário ainda centrado no FGTS e nos recursos do SBPE e, durante a última década, também nas Letras de Crédito Imobiliário (LCI) (PEREIRA, 2015). Contudo, o volume de recursos direcionados sobretudo aos FII nos últimos três anos tem alçado este instrumento ao posto das principais fontes de *funding* imobiliário. Como uma parte significativa desse aumento possui uma relação com a aquisição de CRI por parte dos “fundos de papel” torna-se necessária uma análise mais minuciosa sobre os imbricamentos desses ativos financeiros e como eles se relacionam com as outras formas de *funding* imobiliário no país. Desse modo, este estudo visa compreender as dinâmicas recentes dos FII e dos CRI dentro de uma perspectiva de tensão entre os dois sistemas de financiamento imobiliário no país: o SFH e o SFI. Ao longo do tempo, as legislações e regulações que coordenam o fluxo de recursos desses circuitos formaram canais de conexão de recursos entre si, dificultando uma análise puramente antagonica ou analítica entre os dois sistemas.

Reside nessa pesquisa o desafio de, ao mesmo tempo reconstruir o laço temporal da criação e amadurecimento desses instrumentos e explorar o emaranhado de relações que se desenvolvem em conjunto a fim de levantar possíveis respostas à pergunta original dos estudos sobre financeirização no país: existe de fato um processo de financeirização no Brasil? Parte-se da hipótese de que sim, existem um conjunto de fatores que corroboram com essa tese, mas também é possível observar contornos distintos desse processo no Brasil com relação às economias centrais. Essas diferenças que emergem de uma análise mais aprofundada dos agentes da securitização, a pedra angular do processo de financeirização em escala global, como se verá no Capítulo 3, suscitam uma hipótese

adicional sobre a financeirização do imobiliário no país. Se realmente encontra-se em marcha tal processo, manifesta-se de maneira limitada, dependente, periférica por falta de um termo melhor que a descreva, mas que elucida uma característica fundamental das economias internacionais: a de que as forças produtivas (e as forças financeiras) desenvolvem-se de maneira distinta no centro e na periferia do capitalismo. Dessa maneira, afasta-se de uma noção que vê o atual quadro da financeirização do imobiliário no Brasil como um estágio inicial, como um primeiro passo para se chegar ao nível e a dinâmica das economias avançadas.

O presente trabalho se divide nas seguintes seções: No primeiro capítulo será realizada uma revisão da literatura internacional e nacional sobre o tema da financeirização, em particular da financeirização do imobiliário, e trazendo a Teoria da Renda da Terra como arcabouço teórico para elucidar o papel dos novos instrumentos financeiros no processo de extração da Renda da Terra. Entretanto, não busca-se neste trabalho desenvolver um estudo sobre as Rendas, mas ressaltar o aspecto íntimo entre o mercado de juros e o mercado de terras, de propriedades imobiliárias e as dinâmicas próprias que surgem dessa relação sob o ponto de vista de teoria, ressaltando a tendência no tratamento da terra enquanto um ativo financeiro puro. O segundo capítulo procura descrever os elementos que compõe o circuito financeiro imobiliário no Brasil, principalmente a partir dos dois sistemas de financiamento imobiliário: o SFH e o SFI. Serão abordados ainda neste capítulo os FII, que apesar de não se constituir enquanto elemento dos dois sistemas, desempenham um papel relevante na gestão dos instrumentos financeiros criados no âmbito do SFI. O terceiro capítulo faz uma análise dos agentes envolvidos na securitização imobiliária no país, trazendo o olhar da economia política ao explorar como cada um desses agentes tem se utilizado dos instrumentos de securitização. O último capítulo encerra o trabalho com algumas conclusões sobre a evolução recente do financiamento imobiliário no país.

2. Metodologia

As informações que fornecem subsídio a este trabalho foram coletadas sobretudo através dos sites das principais instituições que atuam no âmbito desses dois sistemas. Na composição dos dados primários, os dados sobre a poupança foram captados a partir das informações da Associação Brasileira das Entidades de Crédito e Poupança (ABECIP). A ABECIP fornece informações anuais e mensais sobre o volume dos depósitos, a captação líquida, o volume destinado às operações de financiamento imobiliário, o número de unidades financiadas à nível nacional. À estas, se agregaram para análise da poupança as informações do Banco Central, disponíveis em seu sistema de séries temporais, sobre os volumes de depósitos por faixa financeira. Por fim, utilizou-se do Relatório 1040 do Banco Central para se compreender a participação do financiamento imobiliário dos bancos no total das operações de crédito dessas instituições.

Para análise do FGTS, foram utilizadas as informações disponíveis no site do fundo como os relatórios de gestão anual, as demonstrações financeiras de exercício, os dados sobre a execução orçamentaria anual que permitiram desagregar a aplicação de recursos por área e programa. A fim de complementar a análise do fundo, foram ainda utilizadas as atas das reuniões de seu Conselho Curador também disponíveis no site da instituição.

Os dados sobre os FII e CRI provém de um conjunto variado de fontes. Para os FII e os CRI dados sobre as ofertas foram obtidos através do site da Comissão de Valores Imobiliários (CVM). Os dados sobre estoque dos FII e de CRI se referem aos disponibilizados pela Bolsa Brasil Balcão (B3) e o volume negociado pela Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados (CETIP). Informações adicionais sobre os FII foram captadas através do site *ClubeFii* por fornecer uma categorização sobre as diferentes tipologias e gestoras dos FII. Informações sobre a série histórica do PIB e o IPCA utilizado para deflacionar alguns valores foram obtidos através do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Para todos esses dados, buscou-se delimitar o período dos anos 2000 em diante, mas principalmente a partir dos anos 2010, dado que instrumentos do SFI representavam uma fonte inexpressiva de recursos até 2005/2006.

Para aprofundamento na análise sobre os CRI foi construída uma base de dados através da técnica de mineração de dados conhecida como *WebScraping* no site da ANBIMA. A ANBIMA vem coletando dados dos CRI gerados pelas securitizadoras

desde 2014 e fornece os dados para consulta pública em seu site. Construiu-se um algoritmo em *Python* para “raspagem” dos dados na plataforma de consulta sobre os CRI, sistematizando as informações de cada CRI por linha em um arquivo csv. O código, juntamente com as instruções para extração de dados, está disponível em um repositório no GitHub¹. Vale ressaltar que não foram feridos os Termos de Uso do site da ANBIMA e que as informações coletadas foram utilizadas para fins estritamente acadêmicos. Foram realizados alguns ajustes na base de modo a completar algumas informações sobre volume integralizado na emissão através de verificação de dados sobre os CRI de maior valor diretamente no site das securitizadoras responsáveis por sua emissão. Todos os gráficos e tabelas também foram gerados através do Excel.

Os dados secundários, por sua vez, foram provenientes principalmente dos anuários da UQBAR, principal agência de mercado sobre o setor de finanças estruturadas, que envolve os CRI e os FII, mas também os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). Estes últimos, entretanto, fogem do escopo dessa pesquisa, não tendo sido analisados. Foram analisados todos os anuários a partir de 2014, visando destacar as principais alterações desses ativos, principalmente procurando compreender as interpretações do mercado sobre o recuo da política de investimentos do FGTS em CRI a partir de 2016. Foram exploradas ainda as principais leis que regulam o SFH e o SFI, as resoluções do Conselho Monetário Nacional (CMN) que dizem respeito à aplicação de recursos por parte do SBPE e também as instruções da CVM que diziam respeito aos tipos de oferta que os FII e os CRI poderiam fazer. Compôs ainda neste estudo, a análise dos relatórios de gestão dos principais FII listados na Bolsa de Valores.

Essa massa de informação foi utilizada no esforço de se construir uma perspectiva histórica desses instrumentos, não só do ponto de vista de volume financeiro movimentado e empregado por fonte, mas também das operações últimas a que esses recursos se destinam. Procurou-se, assim, destacar a dimensão das estruturas de *funding* imobiliário e o papel que desempenham dentro do quadro geral do circuito financeiro imobiliário no país. Esse esforço de pesquisa se revela sobretudo exploratório, mas que busca nas conexões entre as estruturas de *funding* imobiliário uma nova perspectiva sobre o processo de financeirização no país.

¹ <https://github.com/rsnatorres/WebCrawlerANBIMA>

3. A Financeirização

A financeirização enquanto fenômeno e objeto de estudo apresenta uma literatura com diversas abordagens e distintas disciplinas das ciências sociais e humanas. O termo se popularizou após a crise financeira mundial de 2007 e passou a ser utilizado por um extenso espectro acadêmico (AALBERS, 2017). O conceito, entretanto, não é novo. Acadêmicos marxistas e neomarxistas como David Harvey, Giovanni Arrighi e Paul Sweezy vinham utilizando o termo desde os anos 1980, sendo que a linhagem de discussão se originava dos trabalhos de Hilferding no início do século sobre capital financeiro. Outro grupo mais diversificado, em sua maioria ligados à economia política, passou a adotar o termo a partir dos anos 2000, ressaltando uma preocupação com as finanças e seu impacto na economia real (ERTUK et al, 2008). Segundo Aalbers (2017), um pequeno grupo de acadêmicos em torno do *journal* marxista *Monthly Review* estava trabalhando o tema ainda na década de 1990.

Se durante os anos 1980 e 1990, o termo *globalização* era utilizado por uma miríade de agentes para denotar uma mudança radical na forma como a sociedade se relacionava com mundo (e a economia) à sua volta, durante as décadas seguintes o termo financeirização foi explorado com propósito semelhante onde as finanças ocupam um lugar cada vez mais importante na academia, no ambientes de negócios e na política. Apesar de serem atribuídos diferentes significados aos termos, o que é comum quando conceitos se popularizam e são tratados por variadas abordagens, o essencial está no fato de que capturam e comunicam algo sobre como o mundo está se transformando (ERTUK et al, 2008). Semelhantemente à globalização e a financeirização, também o termo neoliberalismo pode ser adicionado ao rol dos termos acadêmicos e midiáticos que têm sido criticados por serem vagos e imprecisos, fator que inclusive permitiu aos termos sua popularização (AALBERS, 2019).

Apesar disso, pode-se observar ao longo de toda última década uma expansão massiva da utilização do termo financeirização que saltou de 1.950 e 4.680 acessos na ferramenta *Google Scholar* para os termos “*financialisation*” e “*financialization*” respectivamente em 22 de abril de 2011 (ENGELLEN, 2012) para 16.600 e 34.200 para os mesmos termos em 12 de setembro de 2018 (AALBERS, 2019). Entre os *papers* mais citados, há um certo consenso de que a teoria econômica *mainstream* e o arcabouço

neoclássico pouco tem a contribuir para a compreensão do processo de financeirização. Dessa forma, a maior parte do debate gira em torno de contribuições de economistas heterodoxos, sejam keynesianos e/ou marxistas, e de não economistas alinhados à economia política, às vertentes pós estruturalistas e à contabilidade econômica-cultural (AALBERS, 2019).

De um modo geral, essas abordagens convergem para uma ideia de autonomia do mundo das finanças em relação ao mundo da produção (AALBERS, 2008). Para este trabalho, utilizaremos a definição oferecida por Aalbers (2017), um dos protagonistas do debate:

I define financialization as ‘the increasing dominance of financial actors, markets, practices, measurements and narratives, at various scales, resulting in a structural transformation of economies, firms (including financial institutions), states and households (Aalbers, 2017, p. 4).

Para além dessa definição, mais elástica, este trabalho se baseia na reinterpretação do processo de financeirização enquanto um novo estágio no processo de *capital switching* (AALBERS, 2008). Tal como conceituado e proposto por Harvey (1978), trata-se de um fenômeno em que o capital flui de um setor para o outro, evitando crises de superacumulação. Harvey define três circuitos da economia: um circuito primário, lócus da produção industrial e da manufatura; um circuito secundário ou de produção do ambiente construído urbano, entendido como toda a malha de infraestrutura que suporta tanto a produção quanto o consumo; e um circuito terciário, no qual são realizados investimentos de longuíssima maturação como educação, tecnologia e saúde (AALBERS, 2008).

A transição de capital entre os circuitos, ou seja, o fenômeno de *capital switching*, ocorre quando há excedente no circuito primário, exigindo um mecanismo de conversão do capital em dinheiro para que seja possível a circulação entre os circuitos (HARVEY, 1978). Esse mecanismo tem sido associado ao desenvolvimento das finanças e à criação de capital fictício que intermedia a transferência de recursos entre os distintos circuitos. Ideia esta que, através da linhagem de discussão marxista, tem sua origem nos trabalhos

de Hilferding sobre o papel das finanças, particularmente do sistema bancário, no enfrentamento às dificuldades do processo de acumulação (ERTUK et al, 2008).

Há um certo consenso por trás da literatura econômica heterodoxa sobre alterações importantes pelas quais tem passado as instituições financeiras, especificamente americanas, que fazem esse papel de intermediar recursos entre os setores da economia. Dymski (2009) retrata como o modelo de negócio dos bancos se transformou desde o começo da década de 1980, passando de um modelo de receita baseado em concessão de empréstimos e recebimento de juros para um modelo baseado em cobrança de taxas sobre serviços e produtos financeiros. Crotty (2008) versa sobre como o negócio de criar e comercializar derivativos tem se tornado o núcleo de lucratividade dos grandes bancos. Essa nova estratégia tem sua origem nas mudanças estruturais por que passou o mercado de hipotecas durante os anos 80 e 90 e que permitiram aos bancos americanos originarem crédito para hipotecas, mas terceirizarem o risco dos investimentos através da venda de carteiras por meio das operações de securitização. Os bancos geravam risco, mas não o absorviam ao retirar os investimentos de seu balanço (DYMSKI, 2009).

O que seria o modelo tradicional das instituições financeiras – ou seja, captar recursos das famílias e realizar investimentos produtivos – representa hoje uma pequena parcela da atividade bancária. Ao analisar uma extensa base de dados desagregada do sistema bancário de 17 economias avançadas, Jórdan et al (2014) concluiu que o modelo de negócios dos bancos nessas economias reside em captar recursos de poupança das famílias e do mercado de capitais e investir em ativos ligados ao mercado imobiliário, onde os empréstimos hipotecários às famílias tem sido a força motora por trás da mudança no balanço dos bancos. Essa mudança, entretanto, pode gerar instabilidades financeiras devido à criação de uma incompatibilidade com relação a maturidade dos investimentos, uma vez que se utilizam recursos de curto prazo para financiamentos de longo prazo (JORDAN et al, 2014; SCHWARTZ, 2012)

Essa literatura econômica heterodoxa encontra paralelo e reforça a contribuição de Aalbers (2008) ao propor um circuito quaternário de acumulação ao esquema de Harvey (1978). Esse circuito quaternário seria uma representação do mercado de capitais sob a perspectiva de que a função do mercado financeiro tem deixado de ser a de facilitador de investimentos para a esfera produtiva (circuito primário) para se tornar um mercado voltado para si. Em sua essência, está embutida a noção de que o poder se deslocou das firmas não financeiras para o mercado financeiro. Em suma, o circuito

quaternário seria um mercado voltado apenas para fazer dinheiro. Por esse prisma, ao analisar o mercado de hipotecas americano pré-crise de 2007, Aalbers (2008) diz que o mercado de hipotecas, antes com função de facilitar o processo de *capital switching* para o circuito secundário, ao prover a propriedade imobiliária para as famílias no longo prazo, tem cada vez mais cumprido a função de transferir recursos para o circuito quaternário do capital. De modo semelhante, o mercado acionário também não estaria mais desenhado para promover a esfera produtiva e, através dos *hedge funds*, estariam extraindo recursos do circuito primário do capital para o circuito quaternário. Dessa maneira, o processo de financeirização também pode ser entendido como um processo de *capital switching* do circuito primário, secundário e terciário em direção ao circuito quaternário do capital (AALBERS, 2008).

3.1 A financeirização do imobiliário

Dentro de um processo global de financeirização entendido como uma manifestação do processo de *capital switching*, o setor imobiliário possui uma virtude fundamental: a capacidade de absorver o vasto excedente constantemente gerado pelo capital nas mais variadas esferas da produção (HARVEY, 2012). O trabalho posterior de Jordan et al (2014) ratifica essa tese ao revelar como empréstimos imobiliários concedidos pelos bancos ultrapassaram os empréstimos não imobiliários em 17 economias avançadas nas últimas décadas, contribuindo para uma acentuada elevação na razão Crédito/Produto Interno Bruto (PIB) dessas economias. Desse modo, o processo de financeirização passou a ser, em grande parte, um processo de financeirização do imobiliário na medida em que o setor financeiro imobiliário conseguiu criar liquidez através de mercadorias antes espacialmente fixas, o que só foi possível através das operações de securitização que permitiram transformar a propriedade imobiliária em títulos financeiros de fácil circulação (GOTHAM, 2012).

Essa financeirização do imobiliário pode ser vista como a manifestação de uma outra tendência explicitada por Harvey (2006): a crescente tendência no tratamento da terra, da propriedade imobiliária, enquanto um ativo financeiro puro. Há aí um imbricamento entre mercado de terras e o capital fictício que retoma os primórdios do capitalismo e onde a Teoria da Renda da Terra ocupa um lugar central na explicação da dinâmica do mercado de terras.

Inicialmente desenvolvida por David Ricardo e posteriormente por Karl Marx (COLLINS, 2017), a Teoria da Renda da Terra procurou resolver o problema de como a terra pode gerar valor se a única fonte de valor é o trabalho. A resposta da teoria reside no fato de que, com a emergência de um mercado de terras, o que estava sendo vendido e comprado não eram terras simplesmente, mas direitos de recebimento de rendas futuras ligadas a terra. Uma vez que o bem terra é escasso e os capitalistas competem entre si pelas melhores localizações para obtenção de um sobre-lucro, os donos das terras se sentirão no direito de cobrar um preço maior por sua utilização, seja via aluguel ou preço de venda, recolhendo para si parte ou a totalidade do sobre-lucro que o capitalista adquire ao se estabelecer numa melhor localização. Esta parte do sobre-lucro de localização do capitalista é a Renda Terra, e que seu detentor pode absorver uma parcela ou sua

totalidade, sendo sua expressão monetária a base para um processo de capitalização que forma o preço dessa mercadoria peculiar. Nesse processo, a Renda da Terra é comparada com os rendimentos do capital portador de juros, atrelando o mercado de terras ao capital fictício. As principais forças que regulam o preço da terra passam a ser também aquelas ligadas às taxas de juros e a antecipação de ganho futuro (rendas futuras). Quedas nas taxas de juros ou momentos de abundância de capital resultam em valorização da propriedade imobiliária. Sendo assim, o elemento especulativo sempre esteve presente no mercado imobiliário (HARVEY, 2006).

A tendência no tratamento da terra enquanto um ativo financeiro, apesar de antigo, esbarra em forças contrárias que impõe limites ao mercado de imobiliário. Não somente a atratividade financeira dos ativos imobiliários tem guiado os agentes econômicos, mas também fatores externos ao rol de assuntos tratados pela economia. O prestígio de possuir terras sempre fez do mercado imobiliário vulnerável ao excedente de capital (HARVEY, 2006). Thorsten Veblen discorria sobre como a propriedade imobiliária poderia ser vista como um “bem de posição” que as pessoas se utilizam para demonstrar status, mesmo que necessitem pagar um preço maior por esses bens (COLLINS, 2017). Mesmo assim a utilização da terra para adquirir dinheiro tem sido o objetivo dos setores financeiros que buscam juros sob a forma de rendimentos da terra, o que a longo prazo, implica na fusão entre propriedade imobiliária e uma gama variada de rentistas (HARVEY, 2006).

Apesar da Teoria da Renda da Terra ter sido negligenciada desde sua formulação original, tendo sido resgatada durante os anos 1970 pela geografia marxista, voltou a cair em seguida na marginalidade devido à críticas de que a teoria fosse velha, exotérica e polêmica. No período recente, entretanto, tem havido um renovado interesse no meio acadêmico pelo que a Teoria da Renda da Terra e o conceito de “mobilização da terra enquanto ativo financeiro” de Harvey podem contribuir para a compreensão do processo de financeirização do imobiliário (WARD, 2019)

A mobilização da terra enquanto ativo financeiro se manifesta enquanto um processo multifacetado. Os mercados financeiros proliferaram uma série de dispositivos associados ao processo de produção, operação e consumo do ambiente construído: Parcerias Público Privadas (PPP), títulos que conferem direitos de potencial construtivo adicional, operações de securitização imobiliária e fundos de investimento específicos ao mercado imobiliário. Estes instrumentos possibilitaram aos mercados financeiros estender suas práticas de acumulação em direção ao mercado imobiliário, extraindo renda

da terra (SANFELICI & HALBERT, 2018). Seu espraiamento pelo território abrem canais de fluxos de mais-valor para o mercado de capitais em esferas onde antes não possuía atuação, como as PPP, num contexto em que o estado endividado não é capaz de investir por si próprio (TONUCCI FILHO & MAGALHÃES, 2017)

Entre todos esses mecanismos, a securitização tem recebido uma atenção especial pelos teóricos da financeirização do imobiliário por representar um volume massivo de dívida imobiliária que inundou o mercado financeiro nas últimas décadas, tendo desempenhado um papel central na crise financeira de 2007. A importância da securitização, entretanto, reside não só no volume de recursos, mas no papel que tem desempenhado para resolução das contradições do capital.

Durante os anos 1970, tanto Henri Lefebvre quanto David Harvey chamavam atenção para o fato de que ambiente construído apresentava uma contradição por ser ao mesmo tempo força e barreira ao processo de acumulação (GOTHAM, 2012).

Se por um lado o ambiente construído é suporte para o processo de acumulação do capital, por outro lado apresenta uma dinâmica de sub-investimento por parte dos capitalistas devido a dificuldade destes em avaliar suas necessidades coletivas através de investimentos de longo prazo e de escala (HARVEY, 1978). Investimentos urbanos, por exemplo, necessários à produção e ao consumo, possuem um longo período de produção e um período ainda mais extenso para maturação dos investimentos em termos de retorno ao capital. Esse alargado horizonte temporal de investimentos em um contexto de excedentes gerados no circuito primário tende a gerar o fenômeno de *overshooting*, onde os investimentos no ambiente construído ultrapassam a necessidade coletiva futura como aconteceu no *boom* das ferrovias durante o século XIX (HARVEY, 2012). Além disso, ao criar hoje um ambiente construído que servirá de base para a acumulação futura, o capital constrói uma “prisão” na qual as redes de infraestrutura herdadas limitam a circulação de capital futura (HARVEY, 1975 [2001] APUD GOTHAM, 2012).

A securitização permitiu ao capital superar as restrições espaciais da propriedade imobiliária tais como a imobilidade, o longo período de maturação dos investimentos, a iliquidez desses ativos e transformá-la em mercadorias padronizadas, intercambiáveis, com previsão de retorno sobre o investimento e com *marketability*, ou seja, fáceis de vender uma vez que se constituíam enquanto produtos desejáveis (GOTHAM, 2012). Facilitou-se, assim, o deslocamento do excedente de capital em um lugar em direção a

construção de uma nova paisagem geográfica para produção e consumo em outro (HARVEY, 2012).

No caso específico da economia americana, o principal mercado de securitização mundial, a demanda pelos títulos financeiros com lastro imobiliário (*RMBS*²) foi impulsionada no período pré-crise por uma série de investidores internacionais, incluindo bancos centrais. Somente o Japão e a China obtinham 46% da participação exterior nas *Government Sponsored Enterprises RMBS* e 51% de participação nos *treasuries bonds* em meados de 2007 (MACKINNON, 2009 APUD SCHWARTZ, 2012). A oferta de *Treasuries* do governo americano, entretanto, não supria a demanda por ativos seguros lastreados em dólar e sua emissão estava condicionada ao déficit do governo (SCHWARTZ, 2012). Juntamente com as ações das companhias consideradas *blue chips* e as *T-bills* americanas, os investimentos em títulos financeiros lastreados em imóveis eram considerados como *High Quality Collateral (HQC)*, atraindo a atenção dos investidores globais (AALBERS, 2016).

Em um contexto de escassez de *HQC* (LEVELS & CAPEL, 2012) e alta liquidez proporcionada por um *pool* global de ativos líquidos procurando por investimentos (AALBERS, 2016), assiste-se ao reforço do processo de mobilização da terra e da moradia enquanto um ativo financeiro (HARVEY, 2006). Enquanto ativos de capital tendem a se desvalorizar com o tempo, a terra tende a se valorizar e é percebida enquanto reserva de valor por ser permanente e escassa. Além disso, a terra é um ativo que pode ser concedido como garantia em empréstimos, visando obtenção de custos menores de crédito (COLLINS ET AL, 2017). A condução desse processo de mobilização da terra tem se fortalecido na medida em que surgem inúmeros mecanismos de apropriação da Renda da Terra que abrem os canais de fluxo de mais-valor cujo limite de atuação é a presença desses instrumentos em todas as atividades econômicas (TONUCCI FILHO & MAGALHÃES, 2017). Seguindo esse raciocínio, Ward (2019) fala sobre “*assetisation*” enquanto um processo mais abrangente de transformação dos recursos urbanos em ativos financeiros e ressalta a contradição de que estes necessitam de circular facilmente e globalmente (serem líquidos), mas são incapazes de se desligarem totalmente do espaço físico ao qual estão conectados, sendo central a formação de capital fictício para intermediar esse conflito. É na esteira desse processo de financeirização que a propriedade

² *Real Mortgage Backed Securities (RMBS)* é como são denominados os títulos de securitização americanos.

imobiliária e a renda fundiária vão desempenhar um papel central na articulação do monopólio da terra com o monopólio do capital (TONUCCI FILHO, 2020).

3.2 A financeirização do imobiliário no Brasil

Apesar de apresentar as mesmas tendências gerais identificadas pela literatura internacional, a financeirização do imobiliário no Brasil permanece limitada devido a contingências locais e aspectos relacionados a uma economia periférica. Entre as principais razões que diferem o Brasil em comparação com as economias avançadas estão: i) o acesso à moradia nunca foi universal no país; ii) o *pool* de liquidez global desempenha um papel distinto nas economias periféricas mais relacionado à procura por investimento com alto retorno do que uma procura por um investimento com baixo risco, ou seja, ativos que pudessem ser classificados como *High Quality Collateral (HQC)*. (PEREIRA, 2017).

Mesmo limitado, há evidências de que um processo de financeirização tem ocorrido no Brasil (PEREIRA, 2017) e há mais de uma década a literatura nacional tem abordado o tema (ROYER, 2009; SHIMBO, 2010; FIX, 2011; SANFELICI, 2013; ELOY, 2013; PEREIRA, 2015). Esses autores contribuíram para a caracterização do circuito financeiro imobiliário no Brasil baseado na articulação entre suas duas principais estruturas de *funding*: o SFH e o SFI. Além disso, duas frentes de pesquisa foram exploradas pela literatura nacional na última década com relação à financeirização do imobiliário. Por um lado, o colossal programa de habitação popular Minha Casa Minha Vida (MCMV) lançado em 2009 e, por outro, o processo de abertura de capital das empresas construtoras através das ofertas primárias na bolsa ou *inicial public offering (IPO)* na segunda metade dos anos 2000. O tema da estruturação legal de um arcabouço jurídico que pudesse consolidar garantias reais para os detentores das dívidas imobiliárias é abordado, de alguma maneira, por todos esses autores, mas está mais presente em Pereira (2015). Royer (2009) reconstruiu a matriz ideológica que sustentou a criação do SFI e sua percepção enquanto um sistema de financiamento imobiliário mais moderno e livre das amarras impostas pelo SFH. Essa matriz estava fundamentada na crença de que o problema do mercado imobiliário no Brasil derivava da ineficiência das instituições existentes em assegurar a lucratividade e segurança dos investimentos imobiliários. Segundo Pereira (2017), o programa MCMV, os *IPOs* das empresas construtoras e a estruturação legal em torno do SFI são três processos que se reforçam e representam a financeirização do imobiliário no Brasil.

O fenômeno da securitização no Brasil é relativamente recente. A versão brasileira dos *Mortgage Backed Securities* (MBS) são os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) instituídos em 1997 através da mesma lei que criou o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI). Foi necessário, entretanto, uma série de outras regulamentações jurídicas que pudessem trazer maturidade para esse mercado (PEREIRA, 2015). O FGTS também desempenhou um papel fundamental no impulso à securitização imobiliária através da compra de uma parcela significativa dos CRI emitidos de 2008 até 2016 (ROYER, 2016; ABREU, 2019), fornecendo uma liquidez mínima para o mercado secundário desses ativos. Além do FGTS, Royer (2016) chama atenção para o crescente interesse por parte dos Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) em manter ativos de CRI em seus portfólios. Ao final de 2018, uma subcategoria de FII, os FII de Renda Fixa, caracterizados por investirem predominantemente em CRI, atuavam como investidor protagonista do mercado de CRI (UQBAR, 2019).

A literatura acadêmica brasileira que aborda os FII e os CRI ainda permanece escassa. Esses temas são, em geral, tratados marginalmente quando se discute a estruturação do SFI. Segundo Pereira (2015), a estruturação do novo sistema de *funding* do mercado imobiliário se fundamentou em dois pilares: a instituição de um arcabouço jurídico que garantisse o crédito concedido e a criação de títulos financeiros com lastro imobiliário, dos quais as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e os CRI são os mais importantes. Os FII haviam sido instituídos em 1993, mas poucos foram criados nos primeiros anos e foram necessárias uma série de alterações na regulamentação para que os FII fossem absorvidos pelo mercado (SANFELICI & HALBERT, 2018).

Apesar do crescimento em termos de capitalização e/ou patrimônio líquido, os FII e os CRI não alteraram significativamente “[...] o quadro geral do circuito financeiro imobiliário no país, ainda bastante centrado no FGTS, no SBPE e em novos mecanismos de captação de natureza bancária” (Pereira, 2015, pg. 94). É possível que essa seja uma das razões pelas quais os FII e os CRI não sejam comuns na literatura acadêmica brasileira. Em estudo utilizando-se da bibliometria como ferramenta para mapear pesquisas sobre os FII, Minosso et al (2017) encontrou apenas 7 artigos publicados no idioma português. Nenhum desses estudos está alinhado com a discussão acadêmica internacional e nacional sobre a financeirização do imobiliário, sendo seu foco abordar

aspectos mais pragmáticos dos investimentos em FII através, principalmente, das disciplinas de Administração, Direito e Engenharia Civil.

Atualmente, há dois focos de estudos sobre FII e CRI no país: um seguindo a linha mais pragmática como as pesquisas encontradas por Minosso et al (2017) e cujo epicentro pode ser considerado o Núcleo de *Real Estate* dentro do Departamento de Engenharia e Construção Civil da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo; outro, mais recente, baseado na literatura internacional e nacional sobre a financeirização do imobiliário, no campo dos estudos urbanos e da geografia econômica, através das contribuições de Sanfelici & Halbert (2018) que analisam o processo de criação dos FII e o papel desempenhado pelo estado, Melazzo & Abreu (2019), explorando a securitização imobiliária em Ribeirão Preto/SP; Abreu (2019) ao especializar os imóveis lastro de uma das maiores emissões de CRI no país, ressaltando a heterogeneidade espacial de um ativo homogêneo e Franco (2019) ao analisar as regras tributárias aplicáveis aos FII e seus padrões de distribuição territorial, em especial nas principais metrópoles do país.

Apesar do número restrito de estudos acadêmicos, esses veículos de *funding* imobiliário tem crescido expressivamente em volume e diversidade de operações, extraíndo Renda da Terra sobre a mais variada gama de atividades econômicas e reforçando cada vez mais a lógica dos ativos financeiros à propriedade imobiliária. Para além da expansão a qual esses instrumentos de *funding* tem passado, existe ainda uma consolidada expectativa de médio prazo de que os instrumentos atrelados ao SFI irão desempenhar um papel mais relevante no quadro geral do circuito financeiro imobiliário durante a próxima década. Duas resoluções do Conselho Monetário Nacional (CMN) contribuem para isso. A Resolução CMN nº 4.661 de 25 de maio de 2018, que obriga as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) a investirem no segmento imobiliário exclusivamente através dos instrumentos do SFI e dos FII, sendo que os fundos possuem até 2030 para se adaptarem à exigência. E a Resolução CMN nº 4.676 de 31 de julho de 2018, que extingue a exigibilidade das entidades pertencentes ao Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) de direcionar 80% do financiamento imobiliário à financiamentos que se enquadravam nos critérios do SFH. A Resolução CMN nº 4.676 abre possibilidade para a concessão de financiamentos em formulações passíveis de securitização em massa, algo que ainda não aconteceu no Brasil. Este tem sido, inclusive, um dos objetivos declarados de Pedro Guimarães na presidência

da CAIXA desde que assumiu o posto no início do governo Bolsonaro em janeiro de 2019 “É fundamental discutir mais a parte imobiliária. Hoje, temos problemas de *funding*. Venderemos de R\$ 50 bilhões a R\$ 100 bilhões no mercado financeiro, cinco a dez vezes mais do que foi feito em toda a história”³.

Uma vez que a securitização e outros fenômenos relacionados à financeirização do imobiliário ocuparam um lugar central no debate econômico recente, principalmente após a crise financeira de 2007, e dado que o Brasil apresenta hoje sinais de mudanças expressivas para o *funding* imobiliário nos próximos anos, é fundamental compreender e destrinchar essas operações e qual papel cada uma tem cumprido dentro do circuito financeiro imobiliário nacional.

3

https://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2019/01/07/internas_economia,729394/caixa-pretende-vender-ate-r-100-bi-em-securitizacao-de-credito-imobil.shtml último acesso em 26 de janeiro de 2021

4. O Circuito Financeiro Imobiliário no Brasil

4.1 O SFH

O Sistema Financeiro da Habitação (SFH) nasce em 1964 logo após o golpe militar, juntamente com o Banco Nacional da Habitação (BNH) através da Lei nº 4.380, com objetivo de desenvolver o crédito habitacional e imobiliário no Brasil. A política habitacional empreendida pelos governos militares visava não só ao estímulo econômico, mas também a ampliação da legitimidade do regime ao conceder acesso à moradia para as camadas de baixa e média renda (CARDOZO & ARAGÃO, 2012). Ainda durante a mesma década foi criado o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) através da Lei nº 5.107 de 1966, e em 1968 foi regulamentado o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). Em pouco tempo, o FGTS e o SBPE tornaram-se as principais fontes de *funding* para o crédito habitacional e imobiliário concedido via BNH (ROYER, 2009).

A magnitude de recursos recebidos pelo BNH o alçou a posição de segundo estabelecimento bancário do País. O banco era o órgão central do sistema, elaborando as normas, financiando programas habitacionais e fiscalizando a aplicação dos recursos. O BNH existiu até 1986, quando foi extinto em meio à turbulência gerada pelo contexto de hiperinflação, queda nos salários e alta inadimplência. O controle sobre os recursos da caderneta de poupança foi repassado ao Banco Central. O Conselho Monetário Nacional (CMN) se tornou o órgão controlador do SBPE, orientando, disciplinando e controlando seus recursos. Com a extinção, a gestão do FGTS e todos os ativos e passivos do BNH, tal como os contratos firmados, foram repassados à Caixa Econômica Federal. O CMN vem moldando o funcionamento do SFH desde então e a partir da Resolução CMN nº 1.446 de 1988 determinou que 65% dos recursos captados pelo SBPE deveriam ser investidos em financiamento habitacional. A captação, entretanto, foi comprometida durante toda a década de 1990 devido ao confisco de 60% do saldo das cadernetas por meio do Plano Verão em 1989 durante o governo de Fernando Collor (ROYER, 2009). O financiamento concedido com recursos do FGTS também foi prejudicado devido aos reflexos das crises internacionais do final da década de 1980 e início da década de 1990,

período em que as altas taxas de desemprego no Brasil significaram uma diminuição da arrecadação do fundo e aumento dos saques (CARDOZO & ARAGÃO, 2012).

No balanço do BNH entre os anos 1964 e 1985 realizado por Royer (2009), concluiu-se que o banco financiou cerca de 25% das unidades habitacionais novas construídas no período, sendo as outras 75% realizadas através do autofinanciamento e da autoconstrução. Quando analisados sob as faixas de renda, os dados para o período entre 1980 e 1986 revelam que 64% do total dos financiamentos habitacionais foram concedidos à população com mais que 10 salários-mínimos (ROYER, 2009).

Após o Plano Real e ainda no primeiro governo do presidente Fernando Henrique Cardoso (PSDB), esboça-se uma crítica ao funcionamento do SFH por parte do governo. Por meio de documentos oficiais, o estado passa a tratar o SFH como: i) esgotado – devido à dificuldade de captação líquida; ii) regressivo – uma vez que priorizou as faixas de renda média e média alta; iii) insuficiente – dado que produziu apenas 5,6 milhões das 31,6 milhões de novas moradias produzidas durante todo o período de seu funcionamento. Além disso, devido às altas taxas de juros praticadas durante a década de 1990, a promoção do financiamento por parte do BNH foi significativamente prejudicada (ROYER, 2009).

Os resultados do SFH só voltaram aos níveis da época do BNH após 2003, quando foi consolidada a estabilização econômica. Com os recursos do SPBE, a construção de novas unidades saltou de 14.088 para 140.164 entre 2003 e 2008, durante o governo do presidente Lula (PT). Somente em 2008 foram financiadas 294.496 unidades, mais que dez vezes os valores de 1995-2002. Importante ressaltar o crescimento extraordinário do financiamento para a aquisição de imóveis usados naquele ano, que atingiram 101.107 unidades no âmbito do SFH ante 28.050 de imóveis novos financiados. Entre os efeitos que essa tendência pode gerar para a cidade está a otimização da ocupação do espaço urbano, dado que as aquisições costumam estar localizadas em regiões com infraestrutura. A tendência de uma maior representatividade das aquisições de imóveis usados em relação aos imóveis novos foi observada desde os anos 2000, o que tem caracterizado o SBPE por ter dinamizado o parque residencial construído até então (ROYER, 2009).

Em relação aos recursos do FGTS, sua gestão e aplicação de recursos passou a ser responsabilidade do Ministério das Cidades, criado em 2003, tendo este, junto ao Conselho Curador do FGTS (CCFGTS), ampliado o acesso às faixas de menor renda. Através da Resolução CCFGTS nº 460 de 2004, 60% dos recursos do FGTS seriam

destinados para habitação popular em alinhamento com a Lei nº 8.036/90, 30% para o saneamento básico, 5% para infraestrutura urbana e 5% para operações especiais. Devido ao baixo custo de captação do FGTS (TR+3%), os financiamentos com recursos do FGTS passaram a atender as faixas de menor renda mais do que os recursos advindos do SBPE, reforçando o papel do fundo para a solução do déficit habitacional⁴ (ROYER, 2009). Além disso, o crescimento do emprego e da renda experimentado durante a segunda metade dos anos 2000 resultou no aumento expressivo do volume de recursos do FGTS e da poupança, ampliando a destinação de recursos para financiamento da moradia. O aumento do financiamento imobiliário e habitacional foi reforçado ainda pela política de redução das taxas de juros por parte do Banco Central, elevando a razão Crédito/PIB ao longo da década (CARDOZO & ARAGÃO, 2012).

Dois outros processos marcaram os anos 2000 com relação à dinâmica do SFH. O primeiro foi o processo de abertura de capital das empresas do ramo imobiliário, em que, ao permitir a captação de recursos expressivos, possibilitou à algumas empresas multiplicarem seus lançamentos em 10 vezes em apenas cinco anos. A abertura de capital também tornou possível o levantamento de recursos através de outras fontes tais como debêntures, diminuindo a dependência dos recursos do SBPE e do FGTS (CARDOSO & ARAGÃO, 2016). O segundo foi o lançamento do Programa Minha Casa Minha Vida (PMCMV), em 2009 durante o governo de Luiz Inácio Lula da Silva (PT), com foco no financiamento habitacional para famílias com renda mensal de até seis salários-mínimos. O programa se apoiou na utilização de recursos do FGTS e de recursos não onerosos oriundos do Orçamento Geral da União (OGU), inaugurando um ciclo massivo de investimentos na habitação (GOMES, 2015; ELOY, 2013).

Desde 2004, as proporções de destinação de recursos do FGTS vêm sendo mantidas. A operacionalização do PMCMV através de descontos nos financiamentos habitacionais a pessoas físicas por parte do FGTS impulsionou a construção e incorporação de um novo estoque imobiliário ao parque residencial, uma vez que o programava privilegiava a aquisição de imóveis novos. Inspirado nas experiências chilena e mexicana, o PMCMV foi considerado pelo empresariado nacional como a formatação

⁴ O *deficit* habitacional é calculado a partir de quatro componentes: i) habitações precárias; ii) coabitação familiar; iii) ônus excessivo do custo do aluguel; iv) adensamento de moradores em domicílios locados. A partir dessa definição, proposta pela Fundação João Pinheiro (FJP) (Brasil, 2011), Lima Neto, Furtado e Krause et al (2013) estimaram que as famílias com renda de até três salários-mínimos (SM) representavam 73,5% do *deficit* total em 2012.

mais adequada para dinamizar a produção de habitações em massa. A popularidade do programa ante a população fez com que este mantivesse centralidade na agenda governamental durante o governo de Dilma Rousseff, que lançou duas novas edições do PMCMV (CARDOSO & ARAGÃO, 2016).

O ajuste fiscal iniciado no segundo governo Dilma, entretanto, comprometeu o financiamento habitacional pelo SFH. Apesar de o FGTS ter mantido um esforço em sustentar os investimentos em habitação durante a crise, mesmo sendo um fundo com caráter cíclico, o SBPE recuou em volume de financiamentos concedidos devido à diminuição no saldo da poupança (CARDOSO & ARAGÃO, 2016).

Um aspecto importante da última década, e que encontra suas raízes no embate entre SFH e SFI, tem sido a utilização de recursos das fontes do SFH para aplicações relacionadas à instrumentos criados no âmbito do SFI. Royer (2016) enfatizou o papel que o FGTS vem desempenhando desde 2008 na compra de títulos de CRI e demais aplicações financeiras como debêntures, Fundos de Investimento e FII, com objetivo de fornecer liquidez para o mercado secundário de títulos imobiliários. Com relação aos recursos do SBPE, a Resolução CMN nº 3.932, de 16 de dezembro de 2010, havia permitido o compute de Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e CRI para fins de atendimento à exigibilidade de financiamento imobiliário.

Foi apenas através da Resolução CMN nº 4.676, de 31 de julho de 2018, que se limitou a utilização dos instrumentos do SFI para atender as exigibilidades do SFH. Contudo, a nova resolução flexibilizou a alocação de recursos provenientes da poupança, retirando-se o direcionamento de 80% dos recursos de financiamento imobiliário para financiamentos habitacionais que atendessem os critérios do SFH. Na prática, os bancos poderiam financiar imóveis de qualquer valor com os recursos da poupança. Dessa maneira, assiste-se uma tendência a polarização de destinação de recursos dentro das fontes de financiamento do SFH no período recente. Se por um lado, o FGTS mantém seu direcionamento de financiar a habitação popular, por outro os recursos da poupança destinados ao financiamento imobiliário estão mais passíveis de utilização para financiamento da habitação nas camadas de média e alta renda.

4.1.1 O *Funding* no SFH

Apesar do crescimento contínuo dos veículos de *funding* imobiliário propostos na esfera do SFI, o SFH ainda é responsável pela maior parte do financiamento imobiliário, predominantemente habitacional, no país. A fonte mais relevante de recursos do financiamento imobiliário é a caderneta de poupança captada através das entidades participantes do SBPE. A resolução vigente é a nº 4.676, de 31 de julho de 2018, aprovada sob o governo Michel Temer (PMDB), que representou um novo marco para o financiamento imobiliário no Brasil. Como exposto nos capítulos anteriores, o CMN é o órgão que regula o direcionamento dos recursos do SBPE através de suas resoluções desde 1988.

A resolução atual manteve o percentual da caderneta de poupança que deve ser destinado ao financiamento imobiliário na ordem de 65%. Na resolução anterior, a Resolução nº 3.932/2010, no mínimo 80% do recurso destinado ao financiamento imobiliário deveria ser aplicado em operações que atendessem aos critérios do SFH (imóveis residenciais, limite de valor a ser financiado e limite taxa de juros). O restante poderia ser aplicado em operações a taxas de mercado. Na nova resolução, no mínimo 80% do recurso para financiamento imobiliário deve ser utilizado para financiamento habitacional. Não há mais vínculo com as exigibilidades do SFH, sendo que o restante do recurso pode ser aplicado em operações de financiamento não residenciais.

A alteração destrava uma quantidade expressiva de recursos para o financiamento habitacional fora das exigências do SFH. Se o valor máximo de financiamento por imóvel e um teto para as taxas de juros praticadas (12% a.a.) eram as marcas do financiamento habitacional concedido com os recursos da poupança, os valores de mercado irão ditar as condições de financiamento nos próximos anos. Em relação ao teto de taxas de juros imposto pelo SFH, é possível que as taxas de mercado não ultrapassem esse valor uma vez que as taxas de juros no país têm revelado uma tendência de queda estrutural (GRAF. 1). Em junho de 2018, quando a resolução foi publicada, a Selic encontrava-se em sua mínima histórica:

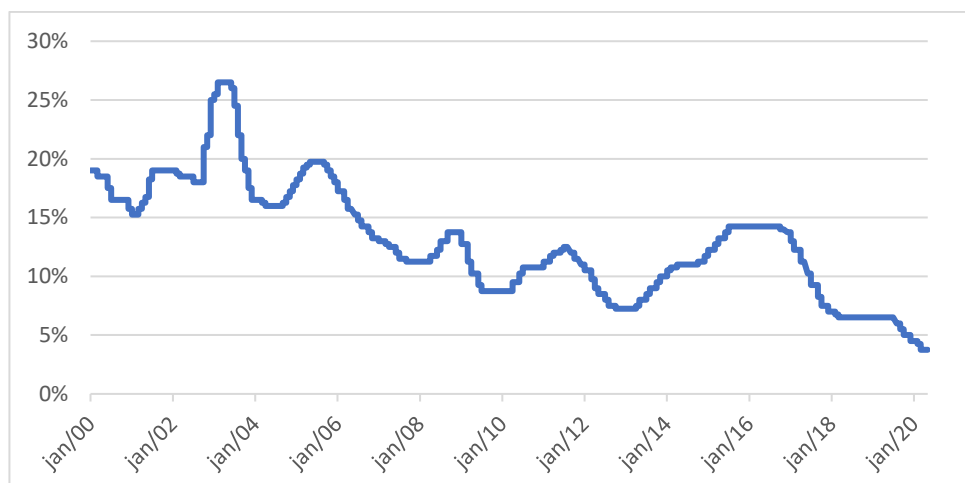


GRÁFICO 1 - Evolução da Taxa de Juros Selic 2000-2020
 Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central

Com a mudança, que tem um prazo de cinco anos para que as instituições financeiras se ajustem aos novos cálculos, a ABECIP dá um passo adiante em seu papel de transformação do mercado habitacional, ainda incompleto após a extinção do BNH:

Era preciso reformar o sistema, primeiro, para separar o segmento de mercado, o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), que opera com recursos das cadernetas de poupança, do sistema social, que depende de subsídios e de recursos orçamentários e do FGTS⁵

A Resolução nº 4.676 de 2018, que entrou em vigor a partir de 1º de janeiro de 2019, inicia assim um processo de apartamento do direcionamento dos recursos da poupança para o financiamento habitacional subsidiado. Os critérios do SFH passam a ser referência apenas para a aplicação de recursos do FGTS.

Os efeitos da resolução, entretanto, não são claros por dois motivos. O primeiro, citado anteriormente, é que o limite de taxas de juros de financiamento exigido no SFH tende a ser indiferente num contexto de baixa da taxa de juros. Ainda assim é possível que num contexto de instabilidade macroeconômica e elevação da taxa básica os financiamentos ultrapassem os 12% imposto como teto pelo SFH. O segundo advém de um dispositivo da própria resolução, impedindo que LCI e CRI sejam utilizadas no

⁵ <https://www.abecip.org.br/institucional-about-us/a-abecip> último acesso em 01/12/2020

cômputo das exigibilidades do financiamento habitacional, prática que vinha sendo adotada pelos bancos como maneira de utilizar recursos que deveriam ser direcionados ao financiamento habitacional subsidiado (SFH) nas aplicações a taxas de mercado.

Nas próximas duas sessões serão discutidos os dados sobre recursos oriundos do SBPE e do FGTS que são destinados ao financiamento imobiliário, a dinâmica com relação à economia e a importância dessas duas fontes de recursos para o financiamento habitacional no Brasil.

4.1.2 SBPE

O principal determinante do direcionamento de recursos do SBPE para o financiamento imobiliário é o saldo das cadernetas de poupança no país. A poupança tem crescido sistematicamente ao longo das últimas duas décadas tanto em termos nominais quanto reais, (GRAF. 2). A tendência de elevação dos saldos durante os anos 2010, entretanto, foi interrompida durante o período de 2015 e 2016, exato momento em que a economia brasileira passava por um forte período recessivo e uma queda brusca de seu PIB por dois anos consecutivos. Após o período, os saldos voltaram a subir conforme a recuperação da economia, ainda que a taxa de crescimento do PIB tenha permanecido em níveis mais baixos que os anteriormente presenciados.

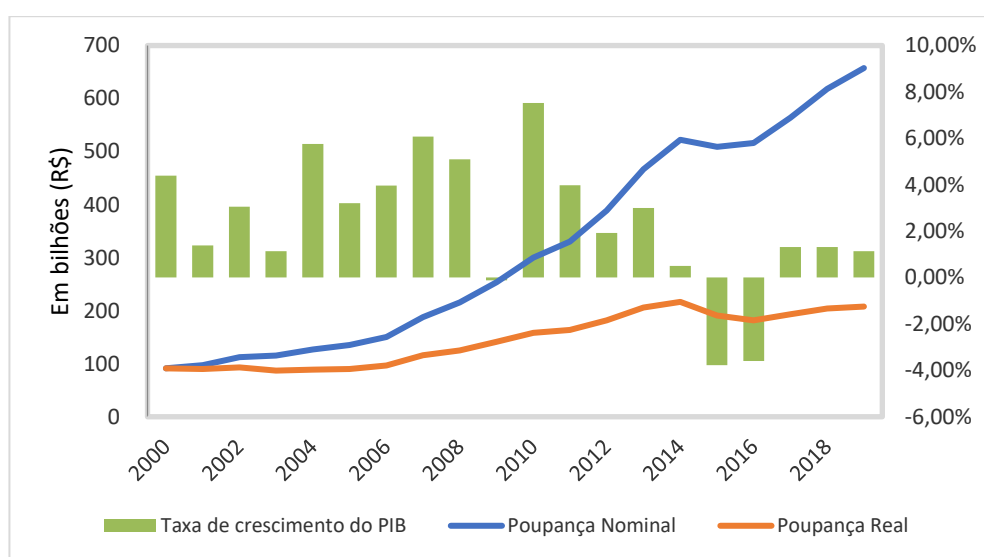


GRÁFICO 2 - Saldo da Poupança nominal, real* e taxa de crescimento do PIB (2000-2020)

*deflacionada através do IPCA (ano base = 2000)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da ABECIP e do IBGE

Para além do crescimento da atividade econômica, os saldos de poupança também variam conforme os volumes de depósitos passados, e são sensíveis ao diferencial entre o rendimento da poupança e a taxa de mercado de longo prazo (MORALES, 2011). A Lei nº 12.703, de 7 de agosto de 2012, determina que a remuneração dos depósitos de

poupança é composta de dois elementos. Uma remuneração básica, dada pela Taxa Referencial (TR) acrescida de uma remuneração adicional que varia conforme a taxa básica de juros, a Selic. Em momentos em que a Selic for superior a 8,5%, a remuneração adicional será de 0,5% ao mês. Caso seja igual à 8,5% ou for inferior, a remuneração adicional será de 70% da meta da Selic ao ano.

Os números absolutos de crescimento do saldo da poupança impulsionaram o financiamento imobiliário concedido via exigibilidade. Entretanto, é possível estabelecer uma perspectiva relativa sobre a evolução dos depósitos de poupança quando estes são comparados com seus agregados monetários mais próximos tal como proposto por Annibal (2012) em estudo do Banco Central. Os agregados, definidos pela autoridade monetária, classificam os ativos financeiros da economia de acordo com seu grau de liquidez e são utilizados para acompanhamento dos efeitos da política monetária.

Quando se compara o crescimento real da poupança com o agregado monetário ao qual está vinculada – $M2 = M1 + \text{depósitos remunerados} + \text{Poupança} + \text{RDB/CDB}$ – as cadernetas não acompanharam a evolução do agregado no período 2001-2020. Apesar do crescimento do M1 (papel moeda em poder do público mais contas correntes), o M2 mais que triplicou no período, em termos reais (GRAF. 3). O GRAF. 4, por outro lado, mostra a participação da poupança no M2, que caiu até 2008 e se manteve relativamente no mesmo patamar até 2019, apesar de algumas oscilações, sugerindo que outras aplicações de curto prazo como Certificados de Depósitos Bancários (CDB), Recibos de Depósitos Bancários (RDB) tem sido preferência de alocação como reserva de valor de curto prazo para os agentes.

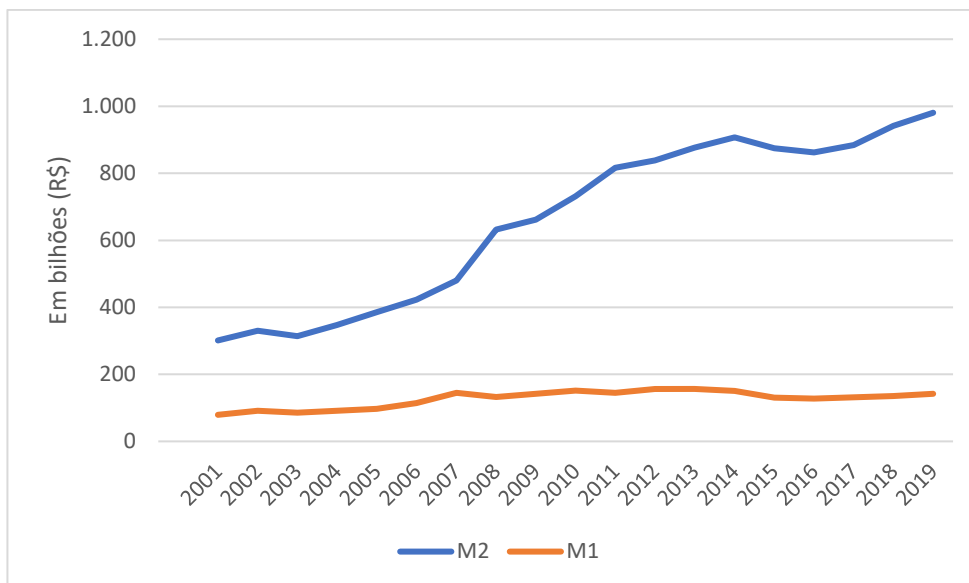


GRÁFICO 3 - Evolução real* dos Agregados Monetários M1 e M2 (2001-2019)
 *deflacionada através do IPCA (ano base = 2000)
 Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central

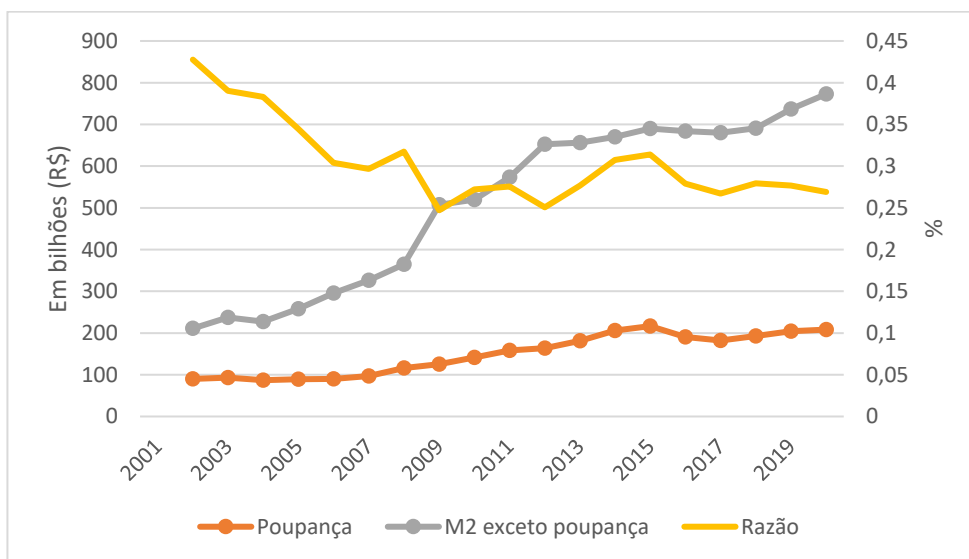


GRÁFICO 4 - Evolução real* da Poupança, do Agregado Monetário M2, exceto poupança (2001-2019)
 *deflacionada através do IPCA (ano base = 2000)
 Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Banco Central e da ABECIP

Uma hipótese para a queda da participação da Poupança no M2, segundo Annibal (2012), seria o fato de que as pessoas físicas estariam utilizando a caderneta de poupança mais como uma conta corrente remunerada que como um ativo de reserva de valor. O

baixo índice de permanência dos depósitos nas contas da poupança reforça essa hipótese. A poupança tem apresentado um *turnover*⁶ em torno de 3,5 a 4 meses nos últimos 4 anos, sugerindo que este é o prazo médio de resgate dos novos depósitos na caderneta (GRAF. 5). Annibal (2012) releva que, para as pessoas físicas, o turnover dos depósitos de poupança é menor do que o turnover dos CDB/RDB, com estas ocupando a função de constituir reserva de valor no curto prazo.

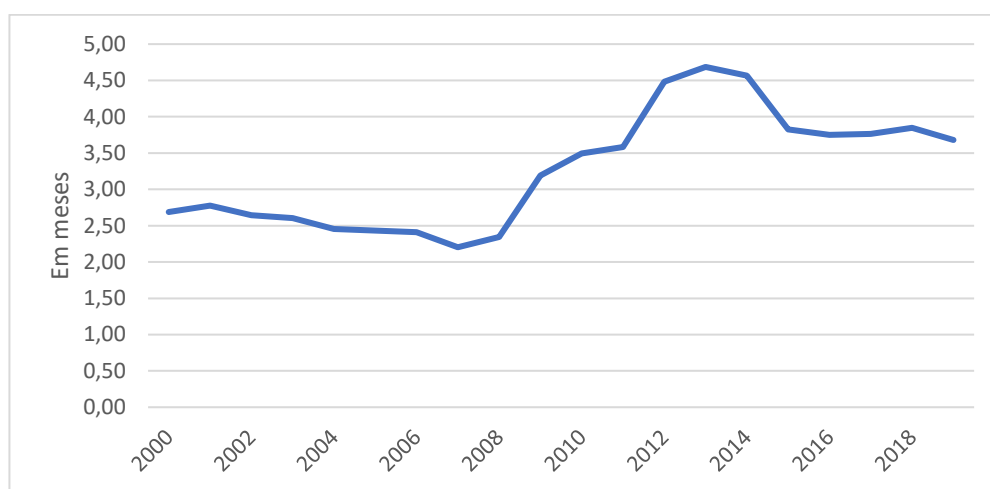


GRÁFICO 5 - *Turn-Over* da Poupança (2000-2019)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da ABECIP

O crescimento tímido da poupança em relação ao agregado monetário no qual está inserida revela que esta tem perdido “competitividade” em termos de preferência por liquidez e rentabilidade com os demais ativos financeiros semelhantes. Os dados a respeito do saldo da poupança por faixa de depósito fornecem pistas para compreensão deste fenômeno (TAB. 1).

⁶ “O *turnover* [...] é calculado verificando os saldos do início e final de cada ano para se obter um saldo médio anual. A divisão desse saldo médio anual pela soma dos resgates no período fornece o *turnover* do período em anos que, posteriormente, é transformado em meses, multiplicando-se o resultado por doze” (Annibal, 2012, pg. 7)

TABELA 1 – Distribuição do volume da poupança por faixa de depósito (2009-2019)

Faixa de Valores*	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
até 500	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
De 500 até 2.000	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
De 2.000 até 10.000	17%	16%	15%	14%	13%	12%	13%	13%	12%	11%	10%
De 10.000 até 20.000	14%	14%	13%	13%	12%	12%	12%	12%	11%	10%	10%
De 20.000 até 30.000	10%	10%	10%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	8%	8%
Acima de 30.000	54%	56%	58%	60%	63%	64%	61%	62%	65%	67%	68%

*em reais

Fonte: elaboração própria a partir dos dados do Banco Central

Ao longo da última década, a participação no saldo total da caderna de poupança das contas com depósitos acima de R\$ 30.000 tem aumentado significativamente em desfavor de todas as demais faixas, revelando uma expressiva concentração dos saldos da poupança nas contas da população de alta renda. Dado que as instituições bancárias segmentam seus clientes com base na renda e no total de recursos em conta (MAPURANGA & MENESES, 2011), sendo as principais das categorias, tal como definido pela ANBIMA em seus relatórios, as de Varejo, Varejo Alta Renda e Private Banking, é razoável supor essas mesmas instituições se esforçam para ofertar aos segmentos de alta renda outros tipos de ativos de curto prazo como CDBs do próprio banco ou até mesmo fundos de liquidez imediata sobre os quais são cobradas alguma forma de taxa de administração. O investimento em tais ativos é mais vantajoso aos bancos, uma vez que não há critérios de exigibilidade de direcionamento de recursos sobre essas fontes de captação.

Conclui-se, desse modo, que apesar do crescimento consistente do saldo de poupança ao longo das duas últimas décadas, em termos relativos, a poupança cresceu à taxas inferiores que a dos outros ativos do agregado monetário ao qual está inserida, revelando uma preferência por estes ante a caderneta de poupança na constituição de reserva de valor. Em última instância, no longo prazo, esse comportamento na alocação de recursos por parte dos agentes tende a ditar os níveis de poupança e sua taxa de crescimento, tendo consequências para o financiamento imobiliário. Com um *turn-over* menor que as outras aplicações de curto prazo com liquidez semelhante, a poupança tende

à uma maior volatilidade, o que reforça o desbalanceamento de maturidade nos investimentos, dado que financia um ativo de longo prazo no mercado habitacional.

Há duas finalidades para contratação de financiamento imobiliário com recursos do SBPE: a aquisição de imóveis e a construção, que inclui reformas e financiamento para compra de material de construção. Essas duas categorias possuem subdivisões. No caso da aquisição, os imóveis podem ser novos ou usados. Para a construção, o financiamento pode ser direcionado ao empresário construtor, para pessoa física ou para cooperativas/COHAB. No período analisado, entretanto, apenas em 2004 há direcionamento de recurso para financiamento para a categoria “cooperativa/COHAB”. As COHAB’s tiveram um papel relevante no financiamento habitacional durante o período do BNH, mas não apresentaram relevância estatística nas duas últimas décadas analisadas e, portanto, serão desconsideradas da análise.

O GRAF. 6 mostra o volume de operações de financiamento contratadas anualmente com os recursos captados através das cadernetas de poupança das entidades integrantes do SBPE para o período 2002-2019. De antemão é possível perceber que o volume de financiamento imobiliário acompanha o ciclo econômico, apesar de ser mais sensível à este que o saldo da poupança. No período recessivo de 2015-2016, enquanto a poupança cai 3% em 2015, as operações de financiamento imobiliário contratadas com recursos da caderneta despencam 33% no mesmo ano, caindo mais 38% no ano seguinte quando o saldo anual de poupança dá sinais de recuperação crescendo 1%.

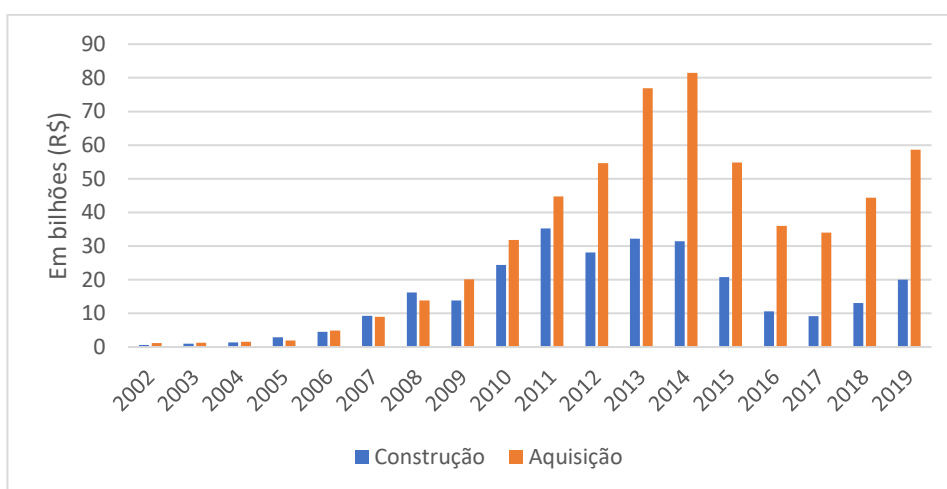


GRÁFICO 6 - Volume nominal de recursos destinados ao financiamento imobiliário do SBPE por categoria de financiamento (2002-2019)

Fonte: elaboração própria a partir dos dados da ABECIP

Podem-se distinguir dois momentos da expansão do financiamento habitacional no período com os recursos da poupança. Num primeiro momento, até 2008, Royer (2009) destaca a contribuição do governo federal para a expansão do crédito imobiliário em duas frentes: i) reforço do ambiente regulatório, conferindo maior segurança jurídica aos investidores, com a instituição da alienação fiduciária de bem imóvel; ii) melhora nas condições de crédito para pessoa física através de mudanças nas taxas de juros e valores de entrada. Devido ao salto expressivo no número e no volume de financiamentos habitacionais com recursos do SBPE, o período 2007-2008 foi reconhecido como um momento de *boom* do mercado imobiliário (ROYER, 2009). Nesse mesmo período houve mudanças importantes com relação às estratégias das grandes empresas construtoras. Se por um lado essas empresas passaram a atuar em um novo mercado, o “segmento econômico”, produzindo habitações para população de baixa renda, por outro, durante o período de 2005-2008, abriram capital na bolsa de valores através de IPOs, levantando recursos expressivos que as possibilitaram de expandir sua atuação sobre o território (FIX, 2011).

Esses fatores formaram a base para um segundo momento de expansão do mercado imobiliário iniciado em 2009 e centrado no Programa Minha Casa Minha Vida (PMCMV). O programa inaugurava uma operação inédita no país em termos de recursos destinados à habitação para população de baixa renda, acrescentando um caráter distributivo à uma política que possuía o viés de ser anticíclica dado o contexto da crise financeira mundial de 2007-2008. O modelo escolhido para financiamento do pacote habitacional era de produção direta pelas construtoras, inspirado nos modelos chileno e mexicano (ARANTES & FIX, 2009).

Após 2009, é possível perceber um descolamento do financiamento para aquisição dos imóveis com relação ao financiamento para a construção. Algumas características do PMCMV podem auxiliar na explicação desse fenômeno. Em primeiro lugar, o financiamento para construção por parte dos bancos passou a concorrer em alguma medida com o volume empregado na produção de habitações, onde a CAIXA, operadora do programa, comprava integralmente com os recursos da união, os empreendimentos dedicados à baixa renda (entre 0 e 3 salários-mínimos). A produção de habitação dentro do PMCMV se tornava então mais vantajosa, uma vez que, conforme Arantes e Fix (2009), não havia gastos de incorporação, risco de vacância ou inadimplência dos compradores dos imóveis. Em segundo lugar, o forte estímulo à aquisição de imóveis

para as faixas de 3 à 10 salários-mínimos através dos descontos concedidos dentro do PMCMV com recursos do FGTS.

Além da subcategoria de imóveis novos e imóveis usados, o financiamento de imóveis pode ser feito através dos critérios do SFH, respeitando as exigibilidades do sistema, ou através das taxas de mercado, que acompanha as movimentações entre oferta e demanda de crédito. No período compreendido entre 2000 e 2014, o financiamento concedido para aquisição de imóveis usados se manteve acima do financiamento para imóveis novos, tendência que se reverte após o ajuste fiscal de 2015 e a entrada da economia em recessão severa, conforme é possível observar através do GRAF. 7. Desse modo, a maior parte do crédito concedido com recursos do SBPE serviu para movimentação do estoque imobiliário existente, mesmo que esse estoque fosse recente. Segundo Royer (2009), na escala urbana, a aquisição de imóveis usados pode indicar uma otimização do espaço urbano enquanto, para os construtores, é uma perda de recurso que poderia estar financiando novas unidades e elevando o preço de venda das mercadorias imobiliárias. Do ponto de vista da legitimação de seu discurso, empresas ligadas à construção civil alegam que os recursos destinados à aquisição de imóveis novos não produzem os mesmos efeitos econômicos positivos que os alocados na produção de unidades novas (ROYER, 2009).

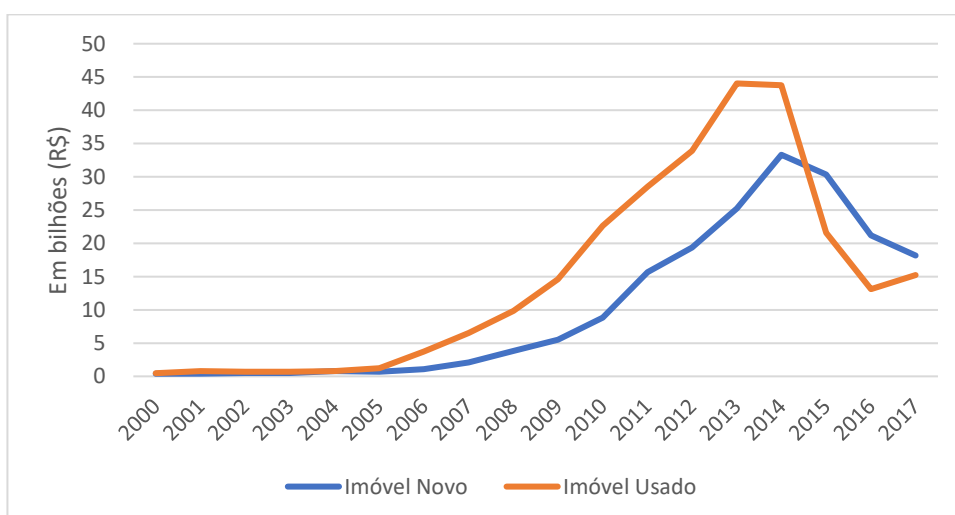


GRÁFICO 7 - Volume de financiamento nominal para imóveis novos e usados com recursos do SBPE (2000-2017)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da ABECIP

Na modalidade de financiamento para a construção de novos imóveis prepondera o financiamento aos projetos desenvolvidos por incorporadoras através do Plano Empresário, modalidade que existe desde a época do BNH (ROYER, 2009). A maior parte dos financiamentos são concedidos dentro das conformidades com o SFH e uma parcela menor a taxas de mercado. O GRAF. 8 mostra a evolução do financiamento à construção através da modalidade Plano Empresário entre 2000 e 2017. O volume de financiamento dessa modalidade atingiu seu pico em 2011 e seu movimento posterior acompanhou as outras modalidades de financiamento quando da chegada do período recessivo em 2015-2016.

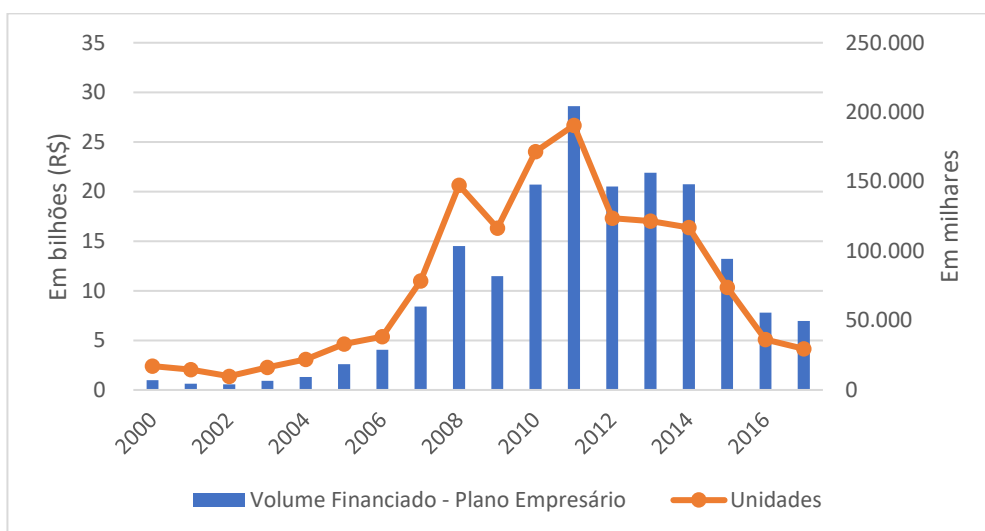


GRÁFICO 8 - Evolução do saldo de financiamento e do número de unidades para construção (2000-2017)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da ABECIP

4.1.3 O FGTS

Em seu formato atual, o FGTS é regido e administrado pelo CCFGTS, composto por entidades representativas dos trabalhadores, empregados e órgãos governamentais, sendo o Ministro da Economia ou seu indicado o presidente do conselho. A gestão dos recursos é responsabilidade do poder executivo, representado pelo Ministério do Desenvolvimento Regional (MDR), hoje responsável pela política habitacional. À CAIXA compete a operacionalização dos recursos do fundo, a administração das contas vinculadas, os depósitos, dentre outros, recebendo taxa de administração cobrada em relação ao patrimônio líquido do fundo. A CAIXA também é agente operador das controladas do fundo, ou seja, fundos de investimento que fazem parte do ativo do FGTS, tais como o FI-FGTS, o FII-Porto Maravilha e o FIDC.

A arrecadação do fundo é baseada na incidência de 8% de cobrança na remuneração base dos trabalhadores celetistas, sendo o recolhimento obrigatoriedade do empregador e depositado em conta vinculada e individualizada. O objetivo do fundo é assegurar ao trabalhador a formação de reserva de valor proporcional ao tempo de serviço e ampará-lo em casos de necessidade como em demissão e a seus dependentes em caso de falecimento. Além disso, o fundo também auxilia os trabalhadores em momentos especiais de sua vida como quando da aquisição de moradia ou aposentadoria. Além da arrecadação mensal sobre a folha, somam-se os saldos das multas rescisórias dos contratos de trabalho e os créditos auferidos pelo fundo em suas aplicações. A remuneração das contas vinculadas é estabelecida pelo somatório da Taxa Referencial (TR) mais 3% a.a.

O GRAF. 9 revela a evolução da captação líquida do FGTS no período 2000-2019. A arrecadação líquida é a subtração da captação bruta advinda das contribuições mensais pelas diversas modalidades de saques efetuadas pelos trabalhadores.

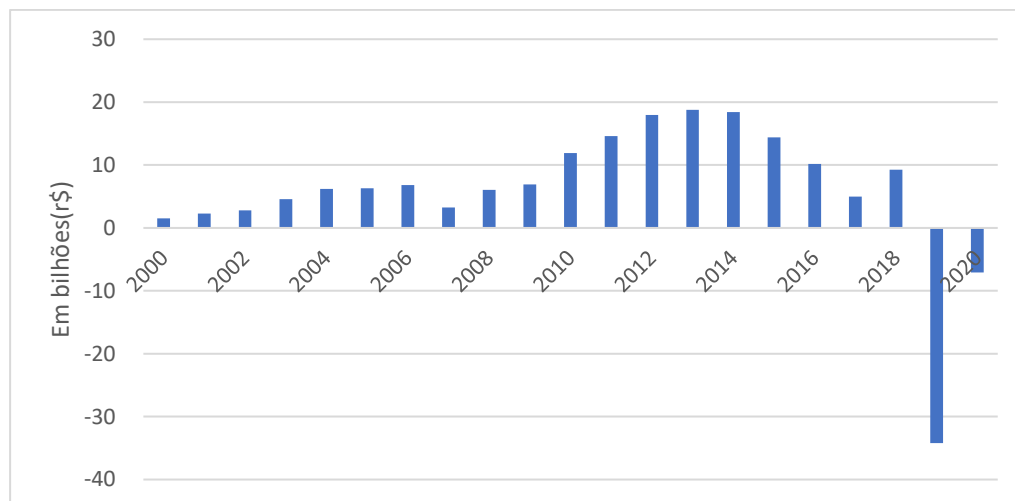


GRÁFICO 9 - Evolução da captação líquida do FGTS (2000-2020)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do FGTS

Apesar da arrecadação do fundo ser correlacionada com a atividade econômica e o nível de emprego, que aumenta a base de contribuintes e contribuição, os saques, por sua vez, podem ser influenciados por outros fatores como a utilização do fundo para políticas expansionistas. Este tem sido o caso nos últimos dois anos e resultou numa captação líquida negativa de expressiva magnitude. Esse ponto merece esclarecimento.

Em 2019, após dois anos de lenta recuperação do PIB, o Governo Federal emite a Medida Provisória (MP) nº 889 de 2019, liberando saques de até R\$ 500,00 das contas do FGTS com intuito de estimular a recuperação econômica. A medida foi posteriormente convertida em lei e atualizada por outra MP, a nº 946 de 2020, permitindo a todo titular de uma conta do FGTS com saldo, o saque de até R\$ 1.045,00 por trabalhador no mês de seu aniversário. Esta última foi a reação do FGTS à pandemia da Covid-19, com os saques tendo validade de 15 de junho de 2020 até 31 de dezembro de 2020.

Conforme pôde ser verificado através de análise das atas do CCFGTS em 2019 e 2020, a medida não foi consenso entre os membros do Conselho. Em ata da reunião extraordinária do CCFGTS em 19 de agosto de 2019, alguns representantes revelaram desconforto com a aprovação das medidas que instituíram a nova categoria de saque por parte do poder executivo sem a participação do Conselho, alegando que o colegiado era um órgão deliberativo e não apenas consultivo à respeito das decisões do fundo. O impacto das medidas seria de tal grandeza para o fundo que, na reunião ordinária do CCFGTS em 8 de outubro de 2019, o presidente do conselho propôs alteração da

metodologia de cálculo para a formação de reserva de liquidez que o fundo deveria respeitar.

O impacto dos saques imediatos em 2019 alterou significativamente, em termos percentuais, a composição das principais rubricas de saque dos cotistas do fundo nos anos anteriores como pode ser observado na TAB. 2:

TABELA 2 – Modalidades de saque do FGTS (2017-2019)

Modalidade Saque	2017	2018	2019
Dispensa sem justa causa	65%	61%	47%
Aposentadoria	16%	14%	10%
Moradia	13%	15%	12%
Saque Imediato em 2019			23%
Outros	6%	11%	8%
Total	100%	100%	100%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do FGTS

Em valores absolutos os saques imediatos em 2019 chegaram a R\$ 37 bilhões, somando mais que os saques para Moradia e Aposentadoria juntos. Em 2020, o dissenso entre os membros do CCFGTS com relação às medidas de saque emergencial permaneceu e, com a pandemia, o Presidente do conselho ressaltou que a medida, proposta pelo Ministério da Economia, foi a resposta do FGTS à crise.

Para além do Saque-Aniversário, a situação pandêmica afetou os resultados do fundo do ponto de vista da arrecadação, dado que houve suspensão da arrecadação do FGTS nas competências de março e maio de 2020 e a possibilidade de suspensão ou redução da jornada de trabalho instituída pela MP nº 936, reduzindo, portanto, a base de contribuição do fundo.

As medidas de estímulo ao consumo das famílias com recursos do FGTS resultaram num impacto de largas proporções na conta do fundo. Apesar de benéfica à população de baixa renda, sempre mais prejudicada pelas crises econômicas, o redirecionamento massivo de recursos do fundo para consumo tende a dirimir as capacidades do mesmo em financiar a habitação popular, o saneamento e a infraestrutura a longo prazo. Em um contexto em que, após a Resolução nº 4.676, de 31 de julho de 2018, o direcionamento de recursos do SBPE para habitação conforme os critérios do

SFH foi extinto, a perspectiva que se forma é de um cenário sombrio para a habitação popular no Brasil. Como se verá mais adiante, os instrumentos do SFI que continham em seu momento de criação, um discurso de combate ao déficit habitacional, ainda não foram capazes de gerar uma estrutura de *funding* fora do mercado imobiliário corporativo. E mesmo que existam operações imobiliárias residenciais através de seus instrumentos, estas estão restritas aos segmentos de alta e média renda.

Para fins de segmentação da estrutura de *funding* do financiamento imobiliário no país, as análises a seguir desconsideram a compra de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) por parte do FGTS, que serão tratados numa seção à parte no capítulo 3.

O FGTS é a segunda fonte mais importante de recurso para financiamento da habitação no Brasil. No período de 2002 à 2019, o FGTS ultrapassou a poupança em apenas três momentos: 2002, 2003 e 2017. A aplicação dos recursos do FGTS para a habitação é menos volátil que as aplicações do SBPE e sofreu menos com a recessão econômica de 2015-2016, como pode ser observado no GRAF. 10. Em termos reais, o financiamento habitacional pelo fundo encontra-se em um platô desde 2013, enquanto os recursos da caderneta de poupança, no mesmo intervalo, sofrem forte retração e fornecem sinais de retomada ao final do período.

É importante ressaltar as peculiaridades de cada fonte de recurso a fim de entender as oscilações em questão. Enquanto o nível da poupança está diretamente associado à renda, ao emprego e ao otimismo das famílias, podendo haver depósitos e saques a qualquer momento, o FGTS é uma espécie de poupança “compulsória” dos trabalhadores celetistas. Apesar de as condições macroeconômicas também influenciarem a captação de recursos do FGTS, que está diretamente associada ao nível de emprego e à massa salarial, o mesmo, em última instância é um fundo e, como tal, possui aplicações e ativos que tem capacidade de gerar rendimentos e/ou ganhos de capital. Esse fluxo de caixa positivo do fundo em suas aplicações é um dos elementos que contribuem para o que Royer (2009) ressalta como a “robustez financeira” do FGTS.

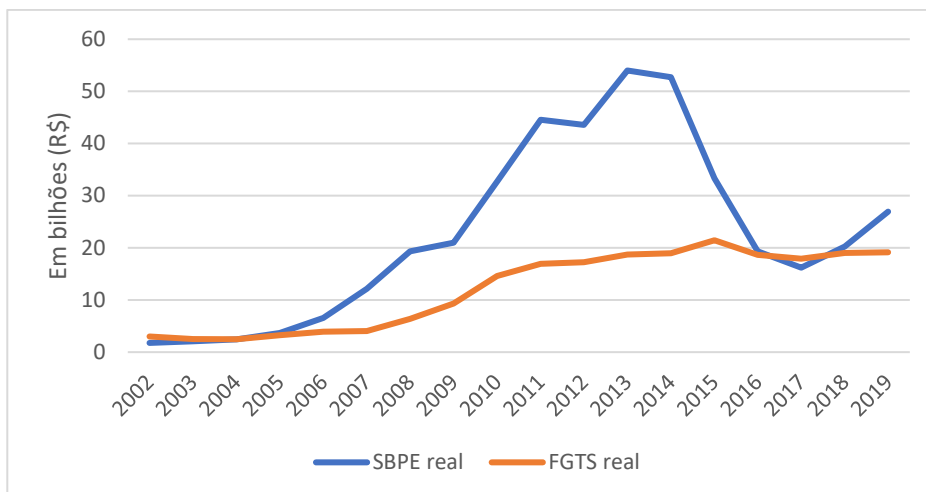


GRÁFICO 10 - Evolução do saldo da concessão de financiamento real pelo SBPE e pelo FGTS (2002-2019)

*deflacionada através do IPCA (ano base = 2000)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do FGTS e da ABECIP

O GRAF. 11 mostra a evolução do volume de financiamento habitacional do FGTS em termos reais e nominais e o número de unidades financiadas pelo fundo de 2002-2019. Apesar do crescente volume de recursos em termos nominais, percebe-se que desde 2013 o financiamento concedido apenas acompanhou a inflação medida pelo IPCA. O salto com relação ao número de unidades financiadas ocorreu entre 2008 e 2010, intervalo no qual foi criado o Programa MCMV.

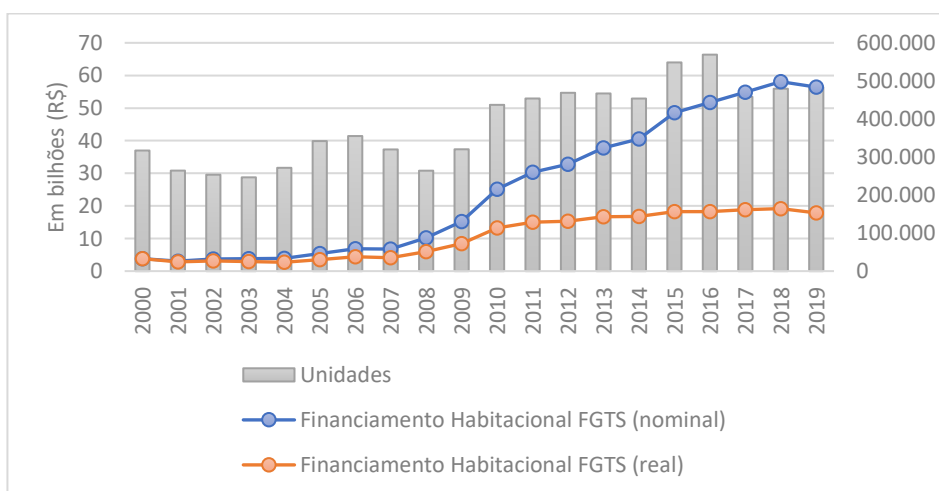


GRÁFICO 11 - Evolução na concessão de financiamento habitacional real*, nominal e unidades financiadas pelo FGTS (2000-2019)

*deflacionada através do IPCA (ano base = 2000)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do FGTS

Os financiamentos habitacionais concedidos pelo FGTS estão formatados em uma série de programas que atendem desde o mutuário pessoa física, passando pelas cooperativas, até órgãos públicos que desenvolvem ações para combate ao déficit habitacional.

Apenas dois programas concentram 76,99% do financiamento nominal de todo o período 1995-2020: o Programa Carta de Crédito Individual e o Programa de Apoio à Produção. O programa Carta de Crédito Individual é o principal veículo de financiamento habitacional do FGTS no período, correspondendo a cerca de 41,77% de todo o financiamento concedido pelo FGTS. O programa está concentrado na concessão diretamente à pessoa física e apresentou diversas modalidades ao longo do período, que contemplam desde a aquisição de terrenos, construção, compra de material de construção, ampliação, até a compra de imóveis novos ou usados. O Programa de Apoio à Produção, por outro lado, direciona recursos às empresas que necessitam de financiamento para produção de empreendimentos residenciais. Os recursos, em geral, são alocados em empreendimentos que estão enquadrados no Programa MCMV.

O FGTS centralizou, durante todo o período de 1992-2008, como ressaltado por Royer (2009), os recursos para financiamento no Programa Carta de Crédito Individual, por considerar as contratações dessa modalidade mais seguras uma vez que o mutuário estava caracterizado desde o início da operação. A partir de 2009, entretanto, com a inauguração do Programa MCMV, o Programa de Apoio à Produção voltou a ter relevância para o FGTS, tornando-se após 2016, a principal modalidade de financiamento do FGTS como pode ser observado no GRAF. 12:

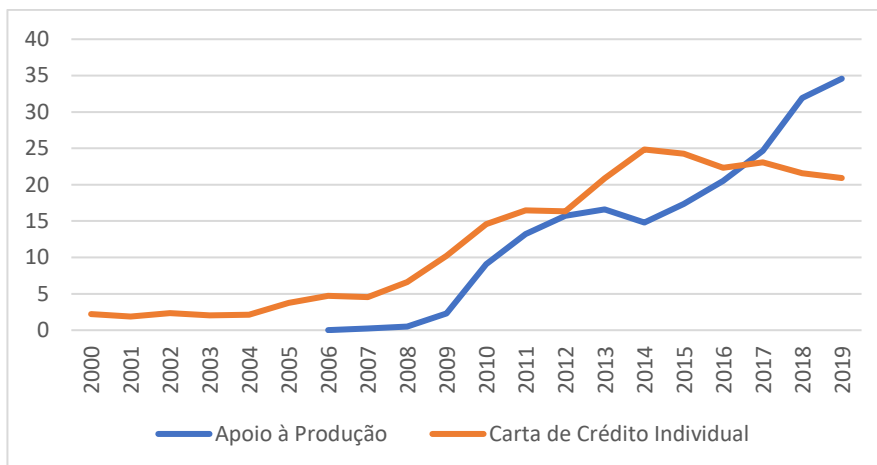


GRÁFICO 12 - Evolução nominal da concessão de financiamento habitacional dos Programas Apoio à Produção e Carta de Crédito Individual (2000-2019)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do FGTS

Altera-se, desse modo, a lógica de financiamento em que até 2016 o fundo vinha financiando a política habitacional principalmente via consumo para um novo regime de financiamento mais voltado à oferta de habitações por parte da incorporação privada. Desse modo, há uma semelhança com relação à aplicação dos recursos do SBPE quando o financiamento para a produção de habitações novas ultrapassa o financiamento à aquisição de imóveis usados, à ampliação e à reforma de imóveis. O resultado é uma disponibilidade maior de crédito para a geração de novos estoques imobiliários e um sistema de financiamento mais centrado nas empresas construtoras enquanto agentes motores da política habitacional

Com relação ao financiamento através de CRI, dado a relevância do FGTS na aquisição dos títulos emitidos no período 2011-2016, como tratado pela literatura da financeirização do imobiliário no Brasil (ROYER, 2016; ABREU, 2019) são oportunos alguns comentários.

Em primeiro lugar, a razão para separar os CRI das modalidades de financiamento imobiliário concedidas pelo FGTS é pelo interesse deste trabalho em dar uma atenção especial à esse instrumento e pelo fato de que os CRI em si não são um financiamento à habitação. O CRI é um ativo financeiro, com múltiplas possibilidades de lastro em imóveis. O lastro do título pode ser tanto estoque, um imóvel, quanto um fluxo de renda advindo de imóveis, como aluguéis e parcelas de financiamentos. Mesmo que o FGTS

tenha comunicado desde 2011⁷, que os CRI deveriam ter como lastro financiamentos imobiliários sob critérios do SFH e cujo objetivo seria contribuir para a redução do déficit habitacional⁸, os CRI, em sua formatação, podem ou não conter financiamentos imobiliários. Em suma, por poderem ser financiamentos imobiliários, habitacionais ou não, ou simplesmente um mecanismo de adiantar rendas futuras atreladas à imóveis, os CRI merecem uma análise a parte.

O tratamento dos CRI como instrumento de financiamento a habitação gerou conflito dentro do CCFGTS em 2016, esclarecendo por que este instrumento deixou de ser utilizado desde então. Na ocasião, a decisão de se investir R\$ 10 bilhões em CRI, quantia inédita para o fundo, originou-se do Ministério da Fazenda, sob o comando de Nelson Barbosa. A justificativa era de que devido à quantidade de saques da poupança no período da crise, o financiamento habitacional via SBPE estaria comprometido (tal como demonstrado no GRAF. 10). A operação se daria com o FGTS, através de seu agente operador, a CAIXA, comprando pacotes de financiamento habitacional concedidos por outros bancos (nos critérios do SFH) formatados em CRI, retirando os créditos do balanço dos bancos e abrindo espaço para concessão de novos financiamentos, o que seria obrigatório uma vez que os bancos teriam de cumprir com as exigibilidades do SFH. Alguns conselheiros se opuseram a proposta. José Aguiar, titular da Confederação Nacional do Sistema Financeiro (CONSIF) alertou para o fato de no modelo proposto, na prática, os bancos estariam operando com os recursos do FGTS, alertando que as experiências do fundo com CRI não haviam funcionado até então. Outro Conselheiro, Luigi Nese, titular da Confederação Nacional de Serviços (CNS) alertou que os CRI eram mais um produto financeiro que um produto para desenvolvimento do setor imobiliário e se declarou a favor de conceder o financiamento diretamente ao mutuário. Apesar da falta de consenso, o CCFGTS, atendeu à proposta do Ministério da Fazenda⁹.

Episódios como esse e, mais recentemente, a utilização do FGTS para concessão de saques temporários, visando a retomada da economia tanto em 2019 quanto em 2020, alçam o fundo à posição de braço da política fiscal mais imediata do Governo Federal, para além de sua função de garantir uma reserva de valor para o trabalhador.

⁷ Conforme relatório de gestão do FGTS 2011 – Quadro 39 – Sobre as recomendações do Ministério das Cidades

⁸ Conforme relatório de gestão do FGTS 2013 – Quadro 12 – Sobre as Carteiras Administradas

⁹ Conforme ata da reunião ordinária nº 163 de 26 de fevereiro de 2016 do CCFGTS

Os CRI, mas também outros instrumentos financeiros como as LCI, dentro do FGTS desempenham ainda uma “visão de futuro”, conforme ressalta o Conselheiro Paulo César Carvalho, suplente da Nova Central Sindical dos Trabalhadores (NCST) em ata da reunião ordinária nº 152 de 10 de maio de 2016. O Conselheiro afirma que estes instrumentos estão alinhados no sentido de inserir o sistema privado no suprimento das demandas habitacionais, aprimorando a competitividade do setor imobiliário. Esse posicionamento é reforçado pelo representante do Ministério da Fazenda, Willian Baghdassarian, na mesma reunião, que reforçou a capacidade desses instrumentos em reduzir o desemprego e aumentar investimentos, uma vez que o financiamento público é limitado e as Políticas Públicas necessitam ser entregues no curto prazo. Apesar da visão de futuro, o fundo não emite mais CRI desde 2016, quando utilizou esse instrumento como política anticíclica por iniciativa do governo federal. Como pode ser observado através das atas do conselho, não houve consenso quanto sua adoção e seu papel na redução do déficit habitacional.

4.2 O SFI

O Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) foi instituído durante o governo FHC em 1997, pela Lei nº 9.514, com a finalidade de “promover o financiamento imobiliário em geral” (Lei nº 9.514/1997, Art. 1º). A criação do SFI faz parte de um processo mais amplo de reestruturação da propriedade imobiliária e do financiamento imobiliário no Brasil iniciada nos anos 1990. Vale lembrar, os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) foram criados em 1993, e traziam consigo uma nova forma de *funding* imobiliário e de propriedade dos imóveis.

A mesma lei que criou o SFI inaugurou as operações de securitização no Brasil através dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), semelhante aos *Mortgage Backed Securities* no modelo de securitização imobiliária americano (FIX, 2011). A fim de conceder segurança às operações, a legislação também instituiu a alienação fiduciária, na qual o devedor, ou fiduciante, pode conceder como garantia a propriedade imobiliária ao credor, ou fiduciário. Entretanto, o fato de que a alienação fiduciária não constava no Código Civil gerava insegurança jurídica quanto à execução do imóvel em caso de inadimplência. Foi apenas em 2004, através da Lei nº 10.931, durante o governo Lula que a alienação fiduciária foi introduzida no Código Civil, conferindo força ao processo de tomada do imóvel.

A estruturação de um outro sistema de financiamento imobiliário se deu no sentido de construir as conexões entre a esfera financeira e o ambiente construído urbano que não eram possíveis dentro do SFH. Constrói-se, assim, uma nova engenharia financeira, acompanhada de um novo arcabouço jurídico e regulatório, para financiar o mercado imobiliário via mercado de capitais e em contraposição aos “velhos instrumentos” como o FGTS e o SBPE (MELAZZO & ABREU, 2019; ROYER, 2009).

Fundamentada na captação de recursos via mercado secundário de títulos e valores, a estrutura de *funding* desse novo sistema está livre das amarras e exigibilidades do SFH tais como limites de financiamento, taxas e valor de imóvel. Durante a década de 90, em textos acadêmicos e de sindicatos ligados ao mercado imobiliário, foi estabelecida uma relação entre o “fracasso” do SFH e a formulação do SFI. A instituição do novo sistema, porém, se insere numa tentativa de fornecer um sistema de crédito para os

empreendedores imobiliários mais do que para resolver o déficit habitacional (ROYER, 2009).

Apesar de instituído em 1997, a estruturação legal do SFI só se concluiu através da Lei nº 10.931/2004, que dispõe sobre o patrimônio de afetação, as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI) e as Letras de Crédito Imobiliário (LCI). Duas vertentes de ação dentro da construção e implantação desse novo marco regulatório podem ser destacadas a partir da lei do SFI, como ficou conhecida: a primeira, o reforço da segurança jurídica aos credores do sistema; a segunda, a criação de novos títulos financeiros de base imobiliária (PEREIRA, 2015).

A segurança para os investidores dentro dos arranjos do SFI foi construída através da introdução de mecanismos de reforço das garantias por crédito, tal como a alienação fiduciária. Este é considerado um dos principais elementos para a promoção das operações financeiras no âmbito do SFI na medida em que, conforme Fix (2011):

Um empecilho importante para o desenvolvimento da securitização do mercado imobiliário no Brasil era, segundo representantes do setor, a segurança em relação à posse do imóvel, considerada excessiva, por isso a importância da alienação fiduciária para resolver o problema da dificuldade do credor em retomar o imóvel (Fix, 2011, pg. 136)

A alienação fiduciária traz uma vantagem com relação ao sistema de execução das garantias reais das hipotecas. Nestas, para a execução da garantia é necessária a entrada de uma ação judicial, mais demorada e dispendiosa enquanto naquela o processo pode ser realizado todo extrajudicialmente via cartório, agilizando a tomada do imóvel por parte do credor (PEREIRA, 2015). Além disso, no regime de hipotecas, o devedor recebe tanto o direito de posse quanto domínio sobre o imóvel, mesmo que não tenha liquidado toda a dívida. Na alienação fiduciária, somente a posse é transferida. A propriedade do imóvel para o fiduciante, o tomador do crédito, só será concedida após quitação da dívida (ROYER, 2009). Caso contrário:

Vencida e não paga, no todo ou em parte, a dívida e constituído em mora o fiduciante, consolidar-se-á, nos termos deste artigo, a

propriedade do imóvel em nome do fiduciário (Lei nº 9.514/1997, Art. 26)

Apesar da criação do regime de alienação fiduciária, alguns entraves ainda persistiam para o avanço das operações de securitização país. Um deles é a circunstância impeditiva de execução da garantia quando o imóvel em questão for um bem de família, ou seja, o único imóvel da família (ROYER, 2009). Apesar de existir algumas exceções à impenhorabilidade do bem de família conforme dispõe a Lei nº 8.009/1990, a insegurança com relação à execução da garantia imobiliária pode ser um dos fatores que limitou a expansão das operações de securitização sobre o mercado residencial.

Outra medida importante para expansão do setor imobiliário ligado ao modelo do SFI foi a instituição do Patrimônio de Afetação, através da Lei nº 10.931/2004. Esse dispositivo aparta os ativos de um empreendimento imobiliário dos ativos que compõe o patrimônio do incorporador, garantindo que os compradores das unidades imobiliárias não sejam afetados em caso de falência do incorporador. Também a Lei nº 11.101 de 2005, conhecida como Lei das Falências, contribui para as operações de securitização ao estabelecer que os créditos com garantia real estejam na segunda ordem de prioridade de recebimentos (PEREIRA, 2015; ROYER, 2009)

Essas medidas foram recebidas com grande entusiasmo pelos agentes do mercado, como a Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP), na medida em que consolidavam a base legal do novo arranjo proposto pelo SFI, sem a qual sua operação estaria comprometida (ROYER, 2009)

A outra vertente de atuação do SFI está baseada na criação de novos instrumentos financeiros capazes de ampliar as possibilidades de securitização e aproximações entre o sistema financeiro e o mercado imobiliário. Em contraposição ao SFH, onde os recursos eram provenientes das cadernetas de poupança e de fundos públicos, os novos títulos financeiros estabeleciam uma conexão direta com o mercado de capitais, abrindo caminho para a “emancipação” do financiamento imobiliário.

Os principais títulos financeiros atrelados aos imóveis são os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e as Letras de Crédito Imobiliário (LCI). Apesar de ambos os instrumentos conectarem o mercado imobiliário ao mercado financeiro, apresentam dinâmicas e papéis distintos no processo de financeirização e, portanto, serão trabalhados a parte.

4.2.1 Os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI)

O CRI é definido pela legislação como um “título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro” (Lei nº 9.514/1997, Art. 6º), sendo de emissão exclusiva das companhias securitizadoras. Estas são instituições não financeiras, constituídas juridicamente enquanto sociedade de ações e que tem por objetivo adquirir direitos de crédito imobiliário, formatá-los em CRI e realizar sua emissão no mercado financeiro (ARAÚJO, 2019). Fix (2011) destaca o papel do investimento internacional na participação das companhias securitizadoras através dos mesmos fundos que realizaram aporte de capital em outras empresas do ramo imobiliário como a Gafisa, Bracor, BRMalls e AGV, demonstrando o viés do capital internacional na construção da securitização imobiliária no Brasil. As companhias securitizadoras são a peça central no esquema da securitização imobiliária como pode ser observado através da FIG. 1:

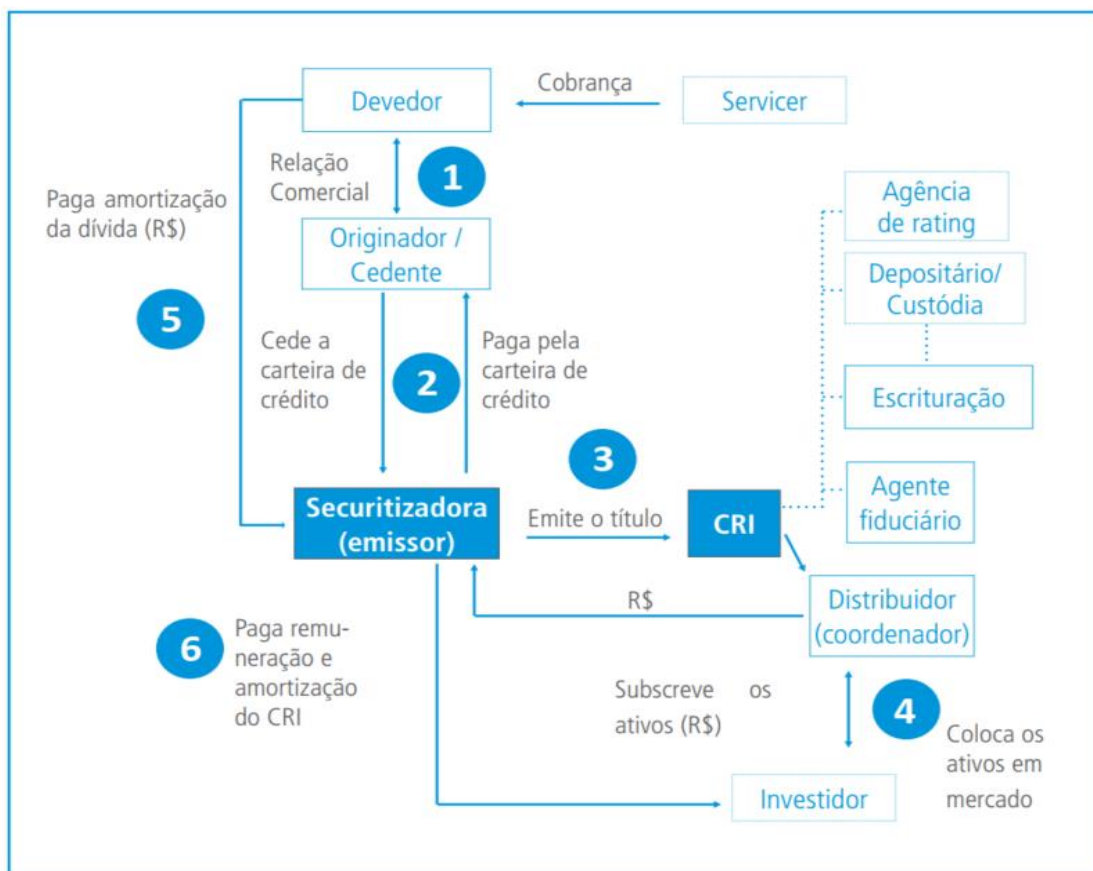


FIGURA 1 – Fluxo do processo de securitização imobiliária
Fonte: Anbima (2015)

A securitização se inicia na originação de crédito imobiliário entre duas partes, momento 1. Esse crédito pode possuir os mais variados formatos de contratos associados aos rendimentos relativos à propriedade imobiliária: aluguéis, contratos de compra e venda, financiamentos imobiliários, arrendamento, cessão de superfície. No momento 2, o originador do crédito, ou seja, aquele que está para receber um fluxo de pagamentos atrelados à propriedade imobiliária cede para uma companhia de securitização do direito de recebimento desses pagamentos em troca de recebê-los à vista, dado uma taxa de desconto¹⁰. No momento 3, a companhia securitizadora irá formatar um CRI composto por uma carteira de créditos cedidos. Com relação aos CRI residenciais, geralmente pulverizados entre *pool* de devedores, Abreu (2019) revelou a heterogeneidade espacial da distribuição dos imóveis vinculados às emissões, apesar de sua concentração no entorno das principais metrópoles. Ainda no momento 3, durante o processo de emissão do CRI pela securitizadora, um conjunto de agentes entra em cena: i) as agências classificadoras de risco irão avaliar as carteiras de crédito conferindo notas aos CRI; ii) o custodiante, Cetip e/ou BM&FBovespa, será a instituição responsável por intermediar as transações financeiras; iii) ao Escriturador cabe o registro dos valores mobiliários na B3; iv) o Agente Fiduciário é a instituição que representa os investidores e os mantém a par dos fluxos de recebimentos dos títulos. Posteriormente, no momento 4, é escolhido um Coordenador que será responsável pela distribuição dos CRI entre investidores. Geralmente um banco ou alguma entidade do mercado de capitais, o coordenador elabora os materiais de divulgação, os prospectos e vende os títulos no mercado. A partir de então, os fluxos de pagamento dos devedores da operação serão depositados na conta da companhia responsável pela estruturação do CRI, momento 5, e posteriormente transferidos para as contas dos investidores. Uma vez adquiridos os títulos, os investidores podem ou manter esses ativos até o vencimento do pagamento de juros e amortizações ou transacionar os papéis no mercado secundário, aproveitando possíveis valorizações de acordo com as oscilações de mercado.

Percebe-se como o processo de securitização articula uma complexa teia de agentes em uma divisão de trabalho particular ao transformar a mercadoria imobiliária e os rendimentos atrelados a ela em um título financeiro (MELAZZO & ABREU, 2019), conectando as formas renda e juros do capital no processo de apropriação da renda da

¹⁰ Há variações nesse modelo, mas para este trabalho será exposto apenas o caso mais simples.

terra (FIX, 2011). A securitização, ao transformar a rigidez espacial da mercadoria imobiliária em mercadorias facilmente transacionáveis no mercado financeiro (GOTHAM, 2012), facilita, assim, a circulação do capital portador de juros pelo setor imobiliário.

A atratividade dessas operações contudo exige a vinculação do título financeiro ao lastro imobiliário, ou seja, as garantias que o CRI oferece na operação. Daí a importância da instituição do regime de alienação fiduciária, que, no momento da originação do crédito, transfere a propriedade do imóvel para o credor. Agregados a alienação fiduciária, outros instrumentos de garantia se tornaram práticas comuns do mercado. Um deles é a coobrigação, em que a instituição cedente dos créditos se responsabiliza por parte dos riscos da operação, arcando com inadimplência ou atraso de pagamento dos devedores para com os investidores dos títulos. Como será exposto mais adiante, este instrumento tem sido comumente utilizado por bancos e empresas imobiliárias em suas operações de securitização, tornando-as de alguma forma menos arriscadas dado que compartilham e não apenas terceirizam o risco das operações para o mercado. Segundo Gotham (2012), o baixo incentivo dos originadores de crédito em se engajar em análises de risco dos ativos que eram adquiridos pelos investidores foi uma das raízes da crise do mercado imobiliário norte americano e da crise financeira que a sucedeu. Além da coobrigação, no Brasil é comum a constituição de fundos de reserva, calção e cessão fiduciária. Nesta última, o cedente dos direitos traz como garantia direitos de recebimentos de outros ativos de seu patrimônio que estejam fora da operação.

Em relação ao perfil dos agentes adquirentes de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), segundo entrevista realizada com gerente da (CVM) por Pereira (2015), esses ativos eram direcionados a investidores qualificados conforme Instrução CVM nº 414/2004. Pode ser classificado como um investidor qualificado aquele que, seguindo o disposto na Instrução CVM nº 539/2013, possuir patrimônio investido igual ou superior à R\$ 1.000.000,00 ou atestar por escrito o termo de investidor qualificado. Esse público possui acesso a investimentos restritos ao público em geral, sob a justificativa da Instrução CVM nº 539/2013 de que, durante a distribuição de valores mobiliários, estes devem verificar sempre a adequação ao perfil de investimento do cliente. Como os CRI, por serem uma operação lastreada em dívida imobiliária, exigem uma análise de risco mais apurada e complexa por parte do investidor, a CVM optou por

manter esses ativos direcionados à um público mais habituado às operações do mercado financeiro em geral.

O público em geral poderia participar dos investimentos de securitização de maneira indireta via FII. Com o tempo, foi-se construindo um mercado específico de FII que investem somente em recebíveis imobiliários, os chamados “fundos de papel”. Na lógica proposta pela CVM, esse investimento nos CRI por meio de FII estaria mais adequado ao perfil do investidor em geral, uma vez que este estaria terceirizando a análise de risco e a composição de uma carteira equilibrada para um gestor profissional do mercado (PEREIRA, 2015). Vale a pena ressaltar, entretanto, que a Instrução CVM nº 476/2009, permite aos Fundos de Investimento Imobiliário lançarem ofertas públicas com esforços restritos, abrindo participação somente para aqueles que se enquadrem na categoria de investidores qualificados.

Atualmente, as emissões de CRI podem seguir dois formatos de distribuição: oferta pública ou oferta com esforços restritos. A oferta de esforços restritos se refere à citada Instrução CVM nº 476/2009 que restringe o público investidor por patrimônio. Além disso, essa forma de distribuição é também restrita em número de investidores que podem adquirir os títulos da emissão. Por outro lado, a oferta pública é regulada pela Instrução CVM nº 400/2003 e é aberta aos investidores em geral. Nos últimos anos, desde que instituída a oferta com esforços restritos, essa tem sido a preferência adotada pelo mercado conforme pode ser observado através do GRAF. 13.

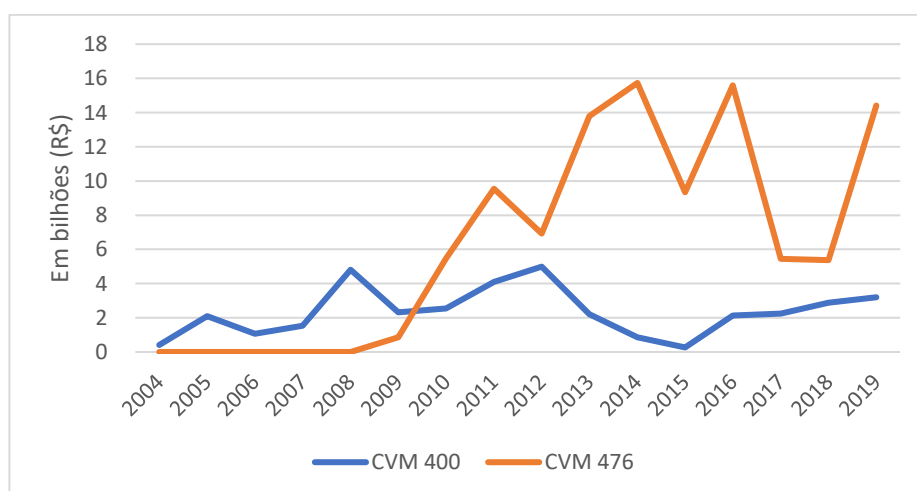


GRÁFICO 13 - Emissões de CRI através das Ofertas Públicas e das Ofertas com Esforços Restritos

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da CVM.

Este tipo de oferta na prática possibilitou a seleção dos investidores dos CRI, tendo desempenhado papel fundamental na articulação para compra de CRI por parte do FGTS desde 2008. Através das atas do CCFGTS para o ano de 2016, por exemplo, é possível perceber que a demanda pela compra de CRI no mercado é anterior a oferta por parte das principais instituições bancárias no país. Através da possibilidade de restringir o número de investidores nas emissões de CRI foi possível ao FGTS encomendar operações de securitização. A relação do FGTS com o mercado de CRI será aprofundada nos capítulos posteriores, mas aqui cabe salienta a importância na alteração dos arranjos regulatórios do mercado de capitais e que abriram espaço para modificações em sua própria estrutura de *funding*. A partir do momento em que o FGTS deixa de investir no mercado de CRI em 2016, as emissões desse tipo caem drasticamente, voltando apenas em 2019 sob a emergência de um novo agente financiador das operações de securitização: os fundos de investimento.

Através das informações da ANBIMA sobre os subscritores das emissões de CRI de 2014-2020, os fundos de investimento, majoritariamente FII, saem de uma participação de 10% nas aquisições de CRI emitidos em 2014 para mais de 60% em 2020 (GRAF. 14):

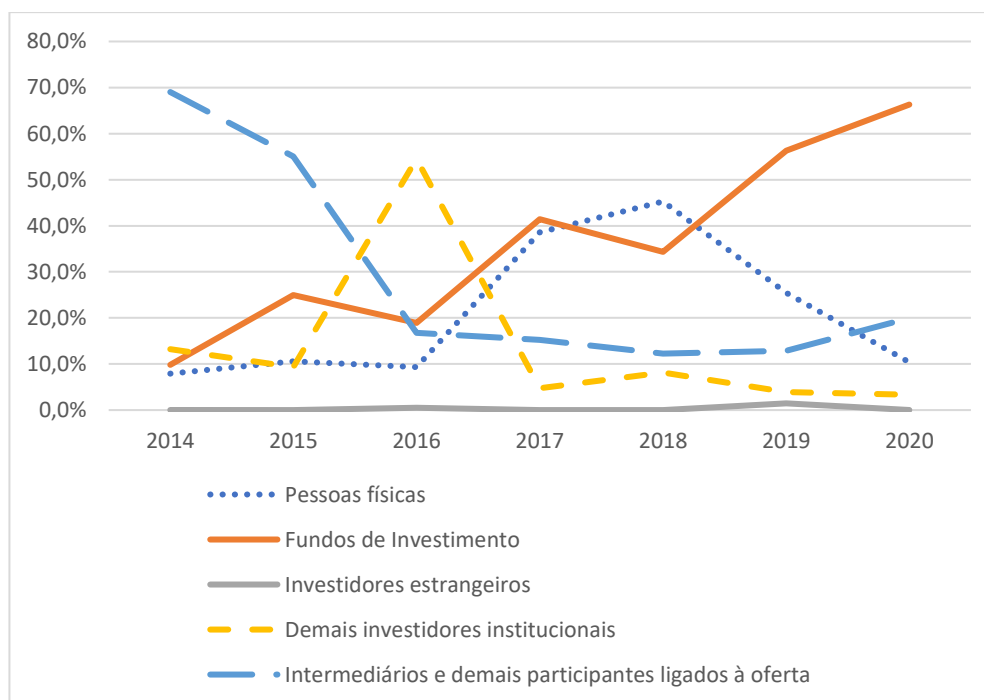


GRÁFICO 14 - Distribuição das ofertas de CRI por detentor (2014-2020)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da ANBIMA.

Dessa maneira, a possibilidade de oferta dos CRI com esforços restritos através da Instrução CVM nº 476/2009 forçou a concentração da detenção desses títulos nas contas dos fundos de investimento, majoritariamente os FII, fazendo com que estes agentes ocupem uma posição central no fornecimento de liquidez para o mercado secundário. Por um lado, os FII se tornam um novo vetor de avanço da securitização no país ao formar não só uma demanda direcionada para esses títulos, como é o caso dos “fundos de papel”, mas também por transacionarem com recorrência esses títulos, visando possíveis ganhos de capital e conseqüentemente conferindo liquidez ao mercado secundário.

Por outro, a concentração das ofertas de CRI em poder dos fundos dá fôlego ao crescimento do número de gestoras de fundos e do patrimônio sob gestão das mesmas, favorecendo a configuração de um ‘asset manager capitalism’ (BRETT, 2016). Como os FII também podem securitizar seus rendimentos imobiliários transformando-os em CRI e existem FII especializados em comprar outros FII, o patrimônio desses ativos financeiros tendem a se sobrepor, gerando uma rede de transações algumas vezes com o mesmo lastro imobiliário ou com uma composição semelhante (ou correlacionados). A Renda da Terra extraída sobre um ativo imobiliário nutre assim uma complexa teia de agentes que vai desde a formatação da dívida imobiliária enquanto um ativo financeiro até o processo de distribuição de seus rendimentos entre múltiplos canais que se sobrepõem. O importante para a categoria de gestores desses múltiplos fundos é que a cada sobreposição uma parte da Renda da Terra é retida para si, sob a justificativa de que esses agentes podem conferir uma gestão profissional sobre os ativos financeiros. Percebe-se, assim, que a própria rede de agentes que difunde e alimenta esses canais de extração de valor é também produto desse processo que mobiliza a extração da Renda da Terra em uma multiplicidade de canais (TONUCCI FILHO & MAGALHÃES, 2017).

4.2.2 As Letras de Crédito Imobiliário (LCI)

Trata-se de um mecanismo de captação bancária para financiamento do crédito imobiliário. Em contraposição ao CRI, a relação estabelecida pela LCI não é entre o título financeiro e os imóveis a ele vinculados, mas entre o título e o próprio banco emissor. O banco emite uma LCI para captar recursos a uma taxa pré-determinada a fim de financiar uma carteira de crédito imobiliário existente e que compõe os ativos do banco. Desse modo, o banco evita de imobilizar quantidades expressivas de recursos no financiamento imobiliário e age como se estivesse terceirizando o financiamento da habitação para o investidor em geral, compartilhando uma parcela da rentabilidade da operação.

O risco de crédito para o investidor em LCI, no entanto, não está diretamente vinculado à capacidade dos mutuários de liquidarem as suas dívidas com o banco. O risco é a solvência da própria instituição bancária, que por sua vez está ligada ao risco do mercado de crédito em geral. A LCI conta ainda com a cobertura do Fundo Garantidor de Crédito (FGC) em caso de insolvência da instituição bancária. Em caso de falência, o FGC garante o valor de até R\$ 250.000,00 por cada pessoa, contra a mesma instituição bancária ou contra todas as instituições associadas do mesmo conglomerado.

Os bancos se valem das LCI enquanto forma de captar recursos de maneira pulverizadas junto a um *pool* de investidores.. O público-alvo são investidores de varejos atraídos pela rentabilidade geralmente superior aos demais ativos de renda fixa e com risco semelhante. À diferença da poupança, as LCI possuem prazo mínimo para resgate e costumam exigir um valor mínimo de investimento, o que a limita à investidores com maior poder econômico que os investidores da poupança. Em relação às operações de financiamento aplicadas, as LCI atuam num segmento econômico mais alto que os recursos da poupança, por não terem de cumprir os critérios de exigibilidades do SBPE (PEREIRA, 2015).

A questão central pontuada por Pereira (2015) com relação à semelhança da LCI com a poupança é que aquele instrumento absorve recursos antes destinados às exigibilidades do SFH, dado que as LCI estão associadas aos financiamentos de imóveis residenciais de alto padrão e, portanto, além do teto estabelecido pelo SFH para os recursos da poupança e das taxas previstas (PEREIRA, 2015). Essa tendência é reforçada quando disposições normativas permitiram a utilização das LCI para cumprimento de

critérios de exigibilidade do SFH como a Resolução CMN nº 3.932, de 16 de dezembro de 2010.

Ao analisar a evolução dos estoques de FII, CRI e LCI e outros ativos financeiros criados pelo SFI entre o final dos anos 1990 e 2015, Pereira (2015) conclui que as LCI foram os instrumentos mais relevantes na mudança do quadro geral do circuito financeiro imobiliário, atingindo R\$ 185 bilhões de captação enquanto os FII e os CRI apresentavam apenas R\$ 62 bilhões e R\$ 59 bilhões respectivamente.

Esse resultado contrasta com o discurso de criação do SFI de deslocar o centro gravitacional do financiamento imobiliário do mercado bancário, onde as principais formas de financiamento eram os recursos provenientes das exigibilidades sobre a Caderneta de Poupança via SFH, para o mercado de capitais onde os títulos financeiros seriam livremente negociados entre os investidores. O sucesso da LCI enquanto forma de captação, entretanto, não foi bem recebido entre todos os agentes do mercado. A Associação das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais (ANBIMA) pleiteou que os incentivos fiscais em torno da LCI fossem retirados, alegando que o instrumento drenava recursos que poderiam ser alocados nos instrumentos do mercado de capitais, FII e CRI, e que estes teriam um papel mais relevante no financiamento imobiliário de longo prazo no país (PEREIRA, 2015).

A insatisfação com relação à formatação das LCI e sua posição de destaque estende-se para além do pleito proposto pela ANBIMA na CVM para retirar a isenção tributária do ativo. Os anuários e relatórios da UQBAR (2015, 2016, 2018, 2019) acusam constantemente o instrumento de “precariedade estrutural”, alegando: i) descasamento de prazos, pelo fato de as LCI serem títulos de curto prazo (3-4 anos) enquanto que o financiamento imobiliário é de longo prazo (>10 anos); ii) descasamento de taxas, uma vez que a LCI é geralmente atrelada a taxa DI (depósito interfinanceiro) mais volátil e sensível às variações da taxa de juros básica; iii) descasamento entre ativo e passivo, dado que de maneira distinta aos CRI, cujos rendimentos estão vinculados à carteira de crédito imobiliário a qual estão financiando, o lastro das LCI é a qualidade de todo o crédito presente no balanço bancário. Além disso, acusam diretamente as instituições bancárias:

[...] o comportamento do mercado de LCI no passado recente demonstra o viés das instituições financeiras. Estas, que são relativamente poucas, por ora parecem mais interessadas em reter em seus balanços, e de

forma sistematicamente concentrada, o crédito imobiliário originado. Isto se explica muito em função da característica de captação barata que estes instrumentos, como a poupança e a LCI, representam, sendo ambas opções que possibilitam isenção fiscal sobre os rendimentos para os seus investidores, e que são garantidas pelo Fundo Garantidor de Crédito (UQBAR, 2019, pg. 17)

O processo de financeirização do imobiliário manifestado através do crescimento dos instrumentos do SFI, entretanto, sofreram ajustes no período recente. Atualizando os dados da CETIP sobre o estoque das LCI e dos CRI, percebe-se que se operou ou ainda se encontra em operação uma reversão de tendência para o caminho que segue a financeirização imobiliária a partir desses instrumentos (GRAF. 15)

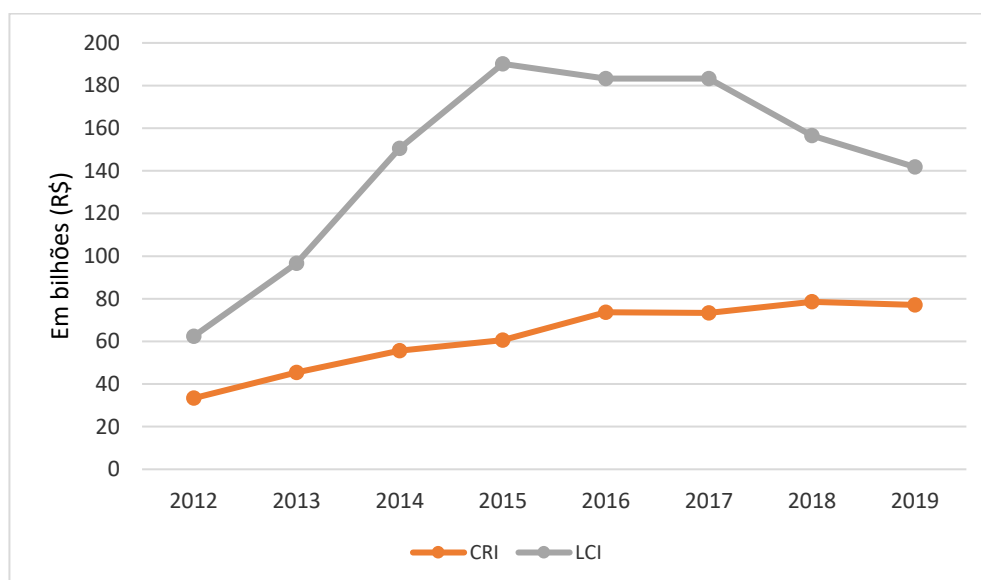


GRÁFICO 15 - Evolução do estoque de LCI e CRI (2012-2019)
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da ANBIMA, CETIP

Duas possíveis causas podem ter levado à estabilização e a posterior queda do estoque de LCI. Em primeiro lugar, o ajuste fiscal e a grave crise econômica que acometeu o país entre 2015-2016, juntamente com o início de um ciclo de alta das taxas de juros, o que tornou o financiamento imobiliário mais caro. Em segundo lugar, a Resolução CMN nº 4.676, de 31 de julho de 2018, desvinculando o crédito imobiliário do SBPE das exigibilidades de direcionamento para imóveis que se enquadrassem nos critérios do SFH.

Com os recursos da poupança agora disponíveis para financiamento de imóveis residenciais a qualquer valor e taxa, as LCI perderam seu caráter de um instrumento de financiamento adicional para os bancos e se tornou desvantajosa devido ao custo de captação maior que a poupança.

4.3 Os Fundos de Investimento Imobiliário

Apesar dos Fundos de Investimento Imobiliário (FII) não terem alterado significativamente o quadro do circuito financeiro imobiliário (PEREIRA, 2015), esses veículos de investimento merecem atenção por serem a manifestação mais próxima de um processo de financeirização que mobiliza a terra enquanto um ativo financeiro puro. É tênue a linha de separação da análise de um e de outro, tal como também o é a linha que separa o mercado bancário do mercado de capitais, mas cabe aqui compreender as interpelações que possuem ambos na financeirização do imobiliário.

Os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) foram criados em 1993 pela Lei nº 8.668. Proposto em 1991 através do Ministério da Economia, estavam alinhados com as ações do governo do presidente Fernando Collor de Mello, que, seguindo a linha proposta pelo Consenso de Washington, realizava uma agenda de liberalização da economia brasileira. Os FII nasceram inspirados nos *Real Estates Investment Trusts (REIT)* criados na década de 1960 nos Estados Unidos, mas que foram alcançar sua maturidade durante os anos 1990 após mudanças regulatórias. Sanfelici & Halbert (2018), ao analisar a proposta brasileira submetida ao parlamento, apontam no discurso do governo motivações que vão para além da promoção de um novo ativo financeiro. Nela, os FII são apresentados como:

[a] key instrument to the improvement of the construction sector, itself relevant to the economy because of [...] job creation [...] and because it uses predominantly domestic inputs” (Senado Federal, 1993, p. 17, our translation). The proposal letter also states that FII could support developmentalist goals by generating funding to “longer-term projects such as comercial buildings, shopping malls, hotel, [...] residencial developments, [...] and even infrastructure projects [...] such as ports, airports, parking facilities, warehouses, etc (SANFELICI & HALBERT, 2018, Pg. 8)

Após alguns ajustes ao projeto, a comissão deu seu suporte aos FII sob o argumento de que este instrumento poderia impulsionar o *funding* do setor imobiliário e contribuir para resolver a questão da moradia. Além disso, a comissão responsável

manteve a legislação dos FII sem especificações quanto ao que poderiam financiar ou quais objetivos sociais deveriam atingir (SANFELICI & HALBERT, 2018).

Posteriormente, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão responsável por disciplinar e fiscalizar o mercado de valores imobiliários¹¹, por meio da Instrução CVM nº 205/1994 que dispõe sobre a constituição, funcionamento e administração dos FII propõe em seu Artigo 2º, que o Fundo de Investimento Imobiliário:

[...] destinar-se-á ao desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, tais como construção de imóveis, aquisição de imóveis prontos, ou investimentos em projetos visando viabilizar o acesso à habitação e serviços urbanos, inclusive em áreas rurais, para posterior alienação, locação ou arrendamento (CVM 205/1994).

A criação formal deste instrumento financeiro, entretanto, não refletiu imediatamente, ou mesmo paulatinamente, no impulsionamento do mercado imobiliário. Na prática, poucos fundos foram criados nos primeiros anos. Nas entrevistas realizadas com agentes do mercado por Sanfelici & Halbert (2018), o consenso era de que seria necessário um período de maturação até que os agentes do mercado financeiro pudessem tomar vantagem sobre o novo ativo criado. Ainda segundo os autores, uma boa parcela dos FII criados durante os anos 1990 foram iniciativas de empresas do ramo de desenvolvimento imobiliário (construção para venda), visando se aproveitar do novo arranjo jurídico para se esquivarem da tributação, uma vez que os rendimentos e ganhos de capital auferidos dos Fundos de Investimento Imobiliário (FII) eram isentos. Essas empresas criavam os FII para determinados projetos imobiliários e permaneciam como único investidor. Em resposta, o governo promulgou em 1999 a Lei nº 9.779, sujeitando à cobrança dos impostos os fundos que tivessem como construtor, desenvolvedor ou quaisquer outros parceiros detentores de mais que 25% das cotas.

Além das empresas de desenvolvimento imobiliário, outro segmento com grande volume de recursos se interessou pelos Fundos de Investimento Imobiliário (FII): os fundos de pensão. Ao longo do tempo, o CMN definiu diferentes limites percentuais do patrimônio que os fundos poderiam investir em imóveis. Isso não impediu, entretanto,

¹¹ Sobre o papel da CVM ver: https://www.investidor.gov.br/menu/primeiros_passos/papel_cvm.html, último acesso 12/04/2020

que esses veículos de poupança, ávidos por cumprir com as metas atuariais ante a seus mutuários, fossem os principais compradores das cotas dos FII, com destaque para os fundos de pensão das estatais Valia, da Companhia Vale do Rio Doce (privatizada em 1997), Previ, do Banco do Brasil, e Petros, da Petrobrás. Ao contrário das construtoras e incorporadoras, os fundos de pensão se interessavam pela efetiva exploração dos imóveis através da cobrança de aluguéis e pela possibilidade de ganhos de capital, dando preferência, portanto, a eixos de valorização imobiliária (FIX, 2011).

Apesar do interesse dos fundos de pensão e das incorporadoras no investimento em FII, o mercado pouco se desenvolveu em suas duas primeiras décadas. A morosidade se deveu em partes à baixa liquidez do mercado secundário, que apesar de possuir grandes *players* com expressivo volume de recursos, não geravam negociações constantes das cotas em volume significativo que pudessem configurar liquidez ao mercado e atrair uma gama mais variada de investidores.

O Estado não permaneceu alheio a esse lento e errático desenvolvimento. Errático em termos daquilo que na prática os Fundos de Investimento Imobiliário significavam: uma aproximação entre mercado de capitais e mercado imobiliário. Apesar de contidos no plano do discurso, a criação de empregos e a habitação estavam pouco foram tratadas pelas legislações posteriores. Com o tempo, essa dimensão dita social dos FII foi relegada ao SFH (SANFELICI & HALBERT, 2018).

O estado alterou a legislação seguidas vezes ao longo das duas primeiras décadas dos FII no intuito de impulsionar esse mercado. Tal processo envolveu um conjunto diverso de agentes que iam desde quadros do Departamento do Tesouro, agentes da CVM, Bovespa e representantes do mercado financeiro.

Nesse sentido, observam-se duas linhas de atuação do estado: a primeira que visa incentivar os FII através dos incentivos tributários. Em sua criação, os FII eram isentos dos impostos sobre os lucros e ganhos de capital obtidos em suas operações de compra e venda de imóveis, recebimento de aluguéis e demais rendimentos sobre imóveis. Desse modo, algumas empresas do segmento imobiliário se sentiram atraídas em formatar seus empreendimentos sob a constituição de um FII. Valia, entretanto, a tributação dos rendimentos e ganhos de capital quando distribuídos aos cotistas. A Lei nº 9.779 de 1999 vai reduzir a incidência do imposto na distribuição e, posteriormente, através da Lei nº 11.033 de 2004, este será isento às pessoas físicas. Isenção esta condicionada, pela Lei nº 11.196 de 2005, ao fato de o fundo ter mais que 50 cotistas e que o cotista Pessoa Física

não tenha mais que 10% das cotas do fundo, o que dá o tom da segunda linha de atuação do estado, a diluição da propriedade.

Se num primeiro momento os Fundos de Investimento Imobiliário facilitaram a [...] “desvinculação entre uso e propriedade” (Fix, 2011, pg. 126) do imóvel, ressaltando a propriedade em si como um negócio a parte. Posteriormente, é a diluição da estrutura da propriedade dos FII que conformará um mercado secundário ativo das cotas, onde, para além da propriedade, o direito sobre seus rendimentos será negociado como um ativo financeiro. Temos como resultado desse processo a ampliação da securitização no Brasil, entendida aqui conforme exposta por Melazzo & Abreu (2019), enquanto denominação genérica para a transformação de mercadorias (no caso imobiliárias) em papéis. Em última instância, os FII convertem os bens imóveis em [...] “um direito de rendas futuras incorporado a títulos de valor negociados nos mercados financeiros” (Melazzo & Abreu, 2019, p. 25).

Ainda com relação à tributação, vale ressaltar, conforme exposto por Sanfelici & Halbert (2018), que houve inúmeras discussões e embates, durante 1997-2004, entre agentes do mercado financeiro e o Departamento do Tesouro para decidir sobre a isenção do imposto de renda nos FII. A questão central era a categorização dos FII enquanto renda fixa ou renda variável. O Tesouro classificava os FII enquanto renda fixa, tal como os títulos públicos, e os taxavam de maneira semelhante. A base para o conflito estava na Lei nº 9.249 de 1995 promulgada durante o governo Fernando Henrique Cardoso, onde se instituiu a isenção de imposto de renda quando da distribuição de dividendos a acionistas das empresas. A lei visava incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais, especificamente o de ações, e romper com a bitributação, dado que as empresas recolhiam impostos como Imposto de Renda de Pessoa Jurídica (IRPJ) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) antes da distribuição dos lucros. A mesma lei, porém, determinava que

[...] os rendimentos produzidos por aplicação financeira de renda fixa, auferidos por qualquer beneficiário, mesmo pessoa jurídica isenta, sujeitam-se à incidência do imposto de renda à alíquota de quinze por cento (Lei nº 9.249/1995, Art. 11).

Por outro lado, os agentes do mercado insistiam que os FII se constituíam enquanto renda variável (SANFELICI & HALBERT, 2018). A explicação por trás de sua argumentação é que como o lucro obtido pelos FII variam - e por diversos motivos tais

como inadimplência dos inquilinos, vacância dos imóveis, reajuste dos aluguéis – também varia a renda por ele distribuída. A distribuição de renda entre os cotistas, então, está condicionada à realização do evento lucro, que pode ou não existir (MORAES, 2018)

Com as leis nº 11.033 de 2004 e nº 11.196 de 2005, encerrou-se o primeiro capítulo da construção do Fundo de Investimento Imobiliário enquanto ativo financeiro. A isenção tributária e a liquidez do mercado, proporcionada através da forçada diluição da propriedade das cotas, foram fatores importantes para atração de um público mais amplo para essa categoria de investimento em contraposição ao investimento diretamente em imóveis.

Contudo, o desenvolvimento dos FII em sua primeira década esbarrou em um gargalo que se apresentava fora do controle imediato do Estado: as condições macroeconômicas. O grande desafio posto para o estado brasileiro no início da década de 1990 foi o combate à inflação, que tomava contornos de espiral hiper inflacionária em seguida aos fracassados planos de estabilização (GIAMBIAGI 2011).

Foi somente após o lançamento do Plano Real, em 1994, através da introdução da Unidade Real de Valor (URV), que visava romper com a indexação da economia e zerar a “memória inflacionária”, que foi possível domar o processo inflacionário. O plano foi executado em fases com diferentes “âncoras” sendo utilizadas para conter a inflação. Após um primeiro momento de predominância da âncora cambial, que exercia forte pressão anti-inflacionária sobre os bens comercializáveis (*tradables*), os juros passaram a desempenhar um papel mais relevante na ancoragem dos preços. A manutenção de altas taxas de juros não só passou a ser usada como a principal arma contra a inflação, como também se tornou a primeira resposta do governo às sucessivas crises econômicas externas da década de 1990: crise do México em 1995, crise da Ásia em 1997 e crise da Rússia em 1998 (GIAMBIAGI, 2011).

No Brasil, não só as taxas de juros foram mantidas elevadas ao longo de todo o período 1994-98 (em torno de 21%, em média, em termos reais, considerando o INPC como deflator), como se mostraram bastante voláteis (Giambiagi, 2011, pg. 154).

Os elevados juros e o câmbio apreciado, aliados ao contexto de liquidez internacional e maior abertura da economia brasileira, foram armas eficientes ao combate

da inflação e consolidaram a estabilidade do real. Essas medidas, entretanto, agravaram a trajetória da dívida pública e comprometeram o crescimento econômico (GIAMBIAGI, 2011).

Para os FII, os altos juros praticados durante o período significavam uma difícil concorrência com os títulos públicos, de menor risco e com rentabilidade associada a Selic. A estratégia de se investir em FII para geração de renda se tornou comprometida durante toda a década. Não por acaso, como demonstrado por Sanfelici & Halbert (2018), os primeiros fundos estavam ligados ao desenvolvimento imobiliário (construção para a venda) onde as margens poderiam compensar o custo de oportunidade de se investir na dívida pública. A rentabilidade de fundos de investimento, entretanto, não está atrelada somente aos rendimentos advindos dos aluguéis, mas também à valorização das cotas. Mesmo que os rendimentos imobiliários – principalmente aluguéis – de fundos não se equiparassem aos rendimentos oferecidos pelo tesouro, o que significaria um aluguel no valor de pelo menos 20% do imóvel, havia a possibilidade de ganho de capital proporcionado pela valorização imobiliária, que em última instância, valoriza a cota dos fundos. Era esta a estratégia que orientava os fundos de pensão interessados em investir em imóveis no início da década de 90 conforme apontado por Fix (2011).

Ao longo das duas últimas décadas, os movimentos da taxa de juros continuaram a ditar em grande parte o a dinâmica emissão dos FII e a incorporação imobiliária na lógica da financeirização como pode ser observado através do GRAF. 16. Tal fato remete a ideia recolocada por Harvey (2006) de que a Renda da Terra está sempre associada ao capital portador de juros e, portanto, às oscilações das principais taxas que regulam o mercado, como é o caso da Selic no Brasil.

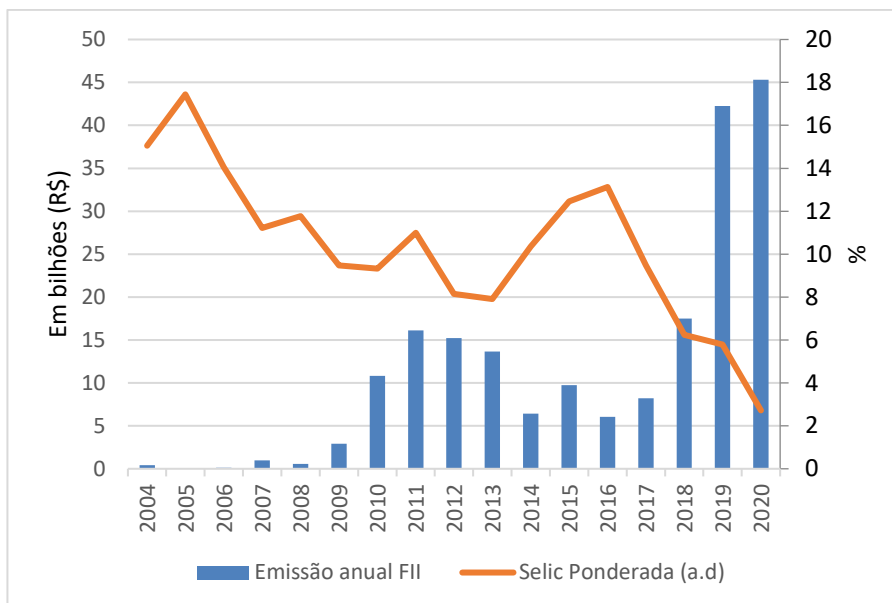


GRÁFICO 16 - Evolução das emissões anuais de FII e Taxa Selic Ponderada ao dia (2004-2020)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da CVM e do Banco Central

As novas emissões de quotas dos FII apresentaram saltos relevantes nos períodos em que a Selic atingiu suas mínimas históricas. Em um primeiro momento, tal episódio ocorreu entre 2012 e 2013, ocasião em que o governo Dilma Rousseff (PT) alterou as regras de remuneração da poupança, permitindo ao Banco Central reduzir a Selic à 7,25%, nível mais baixo desde 1986 quando da criação da taxa. A redução foi considerada forçada ou artificial pelos agentes de mercado, dado que a inflação acumulada em doze meses atingiu 6,59% ao final do ciclo de redução e devido ao fato de que a principal das atribuições do Banco Central é o controle da inflação dentro de sua meta. Entretanto, o relaxamento da política monetária era uma das sustentações da política econômica que ficou conhecida como “Nova Matriz Econômica” tal como proposta pelo então Ministro da Economia Guido Mantega (SINGER, 2015). O segundo momento de expansão das emissões ocorre a partir de 2017 quando começam os sinais de controle da inflação que atingiu seu pico de 10,71% medida pelo IPCA em 2015. As expectativas de um Banco Central mais autônomo e alinhado apenas no combate à inflação gerou um horizonte de continuidade na redução das taxas de juros, fortalecendo ainda mais as captações. Além disso, um movimento importante de redução das taxas de juros no mundo, seguindo a trajetória de diminuição das taxas de juros pelo *Federal Reserve*, o banco central norte-

americano, abriu espaço para que as taxas de juros pudessem ser diminuídas sem impacto excessivo no câmbio.

Há ainda outro fenômeno no período recente que pode estar relacionado ao aumento de volume das emissões. Trata-se do aumento no número de investidores na bolsa de valores. É um fenômeno recente, intensificando-se a partir de 2018, e que pode estar relacionado à um processo de financeirização mais amplo: a financeirização da vida cotidiana. A literatura acadêmica nesse campo tem origem na economia cultural, nos estudos sobre performatividade e nos estudos sociais sobre finanças, centrando o foco da análise do processo de financeirização na penetração do crédito e das finanças na vida cotidiana (KLINK & SOUZA, 2017). Em um curto espaço de tempo, milhões de brasileiros passaram a investir na Bolsa de Valores, o que pode ser demonstrado através do crescimento do número de contas vinculadas às pessoas físicas nas principais categorias de investimento (TAB. 3). Apesar de não ter sido um fenômeno exclusivo à categoria de FII, um aumento do número de investidores tem aquecido a demanda por novas emissões, configurando um certo *pool* de liquidez nacional que reforça o processo de financeirização do imobiliário através do crescimento dos FII.

TABELA 3 – Número de contas ativas nos veículos de investimento da B3

Período	Renda Fixa	Ações	FII
dez-15	6.096.779	5.727.132	203.900
dez-16	6.439.029	5.800.162	236.576
dez-17	7.341.270	5.797.558	299.688
dez-18	8.264.048	6.086.224	499.012
dez-19	9.981.399	8.378.008	1.944.297
set-20	10.370.032	9.734.356	3.420.051

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da ANBIMA

Paralelamente ao aumento do número de investidores, também se proliferaram mais FII no mercado que passaram de 20 fundos em dezembro de 2010 para 513 fundos em novembro de 2020. De acordo com relatório da Uqbar (2020) a respeito dos números de 2019, cerca de 50% dos FII são listados em bolsa, ou seja, há um mercado secundário de negociação das cotas, mas há também um mercado fechado, mais restrito a

conglomerados empresariais que se juntam em um formato jurídico de FII, porém sem negociação aberta de suas participações. Apesar de uma proporção semelhante em número de fundos, os FII listados possuem o dobro do patrimônio dos não listados (UQBAR, 2020).

Através de uma amostra dos FII negociados em bolsa captada através do site *ClubeFii*, uma das plataformas de informações mais acessadas pelos investidores pessoa física, percebe-se que há uma concentração das gestoras responsáveis pelos FII em termos de patrimônio sob gestão (TAB. 4). A amostra, que reflete majoritariamente os FII listados, soma 107 bilhões em valor patrimonial em novembro de 2020, cerca de 70% do total de valor patrimonial dos FII segundo dados da ANBIMA para o mês. São 315 fundos controlados por 108 gestoras.

TABELA 4 – Participação dos dez maiores FII no valor total patrimonial

Gestora	Valor Patrimonial	% Individual	% Acumulada
KINEA	R\$ 12.908.193.999,48	12%	12%
BTG PACTUAL	R\$ 11.538.615.330,43	11%	23%
RIO BRAVO	R\$ 8.112.013.991,93	8%	30%
CREDIT SUISSE	R\$ 6.818.235.779,72	6%	37%
XP Vista	R\$ 5.867.634.992,26	5%	42%
HEDGE INVESTMENTS	R\$ 5.491.906.578,73	5%	47%
VOTORANTIM ASSET	R\$ 4.780.446.507,50	4%	52%
VINCI REAL ESTATE	R\$ 3.409.290.234,07	3%	55%
RBR GESTÃO	R\$ 2.771.992.399,54	3%	57%
VBI REAL ESTATE	R\$ 2.650.871.513,03	2%	60%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do *ClubeFii*

A aquecida demanda num contexto de baixa taxa de juros e entrada expressiva de novos investidores na bolsa de valores, aliada à multiplicação dos fundos e gestoras, têm contribuído para o aumento do patrimônio sob gestão dos FII. Tal processo encontra paralelo em um tema menos explorado pela literatura internacional sobre a financeirização: a emergência de um *'asset manager capitalism'*. O termo ganha importância à medida que investidores institucionais, como os fundos de pensão, e gestoras de ativos internacionais como os *hedge funds* passaram a desempenhar um papel fundamental na dinâmica global de investimentos. A lógica por trás da existência do modelo de negócios das gestoras de ativos está fundamentada na crença de que esses

gestores podem “bater o mercado”, atingindo remunerações superiores à média dos investidores ou à algum índice que acompanha o valor de mercado de um grupo de ativos, como o IBOVESPA no Brasil ou o SP&500 nos Estados Unidos. Os *Hedge Funds* controlados por tais gestores estão assim atrelados à uma espécie de ‘*impatient capital*’ que busca através de transações de alta frequência a valorização de seu patrimônio (BRETT, 2016).

Nesse contexto, os FII apresentam-se também enquanto uma possibilidade de expansão para o um ‘*asset manager capitalism*’. Apesar de possuírem como objeto de investimento um ativo considerado como conservador pelos agentes do mercado financeiro, uma vez que não se esperam variações comparáveis aos mercados de ações, câmbio e juros, os FII propõem ao público investidor a vantagem de uma gestão especializada e que trabalha sobre a capacidade de extrair o máximo possível de rentabilidade sobre a propriedade imobiliária. A gestora se encarrega de promover uma reciclagem da carteira imobiliária de acordo com as expectativas de valorização do mercado, das reformas e adequações para potencializar a renda gerada através de aluguéis, das negociações com inquilinos e demais afazeres que dizem respeito à rentabilização do ativo. Esse comportamento ativista dos gestores de FII caracteriza esse instrumento do mercado financeiro como a manifestação mais próxima da tendência de tratamento da terra como um ativo financeiro puro. Esses gestores, tais quais os proprietários de que fala Harvey (2006), buscando tratar a terra a essa maneira, irão promover na propriedade imobiliária as atividades com os mais altos e melhores usos, tanto no presente quanto em antecipação aos melhores usos futuros. Do ponto de vista da Teoria da Renda da Terra, os gestores dos FII cumprem um papel de intermediação no conflito entre o proprietário e o capitalista, buscando maximizar a Renda da Terra em um espaço intertemporal através dos investimentos na propriedade imobiliária.

Um estudo específico da ANBIMA ao abordar a gestão ativa dos FII reforça esse ponto:

[...] A gestão eficiente de carteira de imóveis, segundo alguns especialistas, também requer a reciclagem adequada da carteira quando necessário. Assim como em outros mercados dinâmicos, notadamente o financeiro, há o momento correto de entrar e sair do ativo. O gestor deve perceber a mudança de vocação do imóvel, entendida como a mudança da melhor forma de exploração da propriedade, visando o

aproveitamento ótimo de oportunidades. Embora o setor imobiliário já seja considerado um mercado dinâmico, segundo a avaliação de alguns especialistas ainda há muito a se avançar (ANBIMA, 2014, p. 29).

A maior parte dos novos FII e do capital que tem adentrado no setor nos últimos dois anos segue a linha de promoção de gestores ativos de carteiras imobiliárias como é possível observar no GRAF. 17. Os dados seguem a classificação da ANBIMA quanto às categorias existentes de FII. A imagem comum que se tem de um FII é a de um fundo que faz a gestão de uma ou um conjunto de propriedades imobiliárias, recebendo aluguéis que são distribuídos sobre o formato de rendimentos aos cotistas. Como a gestão do bem imobiliário é caracterizada por uma certa previsibilidade do fluxo de rendimentos e alterações não significativas no valor patrimonial dos imóveis no curto prazo, a estratégia de gestão seria considerada como visando uma “Renda Passiva”. Entretanto, este estilo de gestão tem cedido espaço para estratégias mais ativistas dos gestores, seja em FII que fazem a gestão de imóveis (Renda Gestão Ativa) ou a gestão de títulos de dívida imobiliária (TVM Gestão Ativa), preponderantemente CRI, ou ambos (Híbridos).

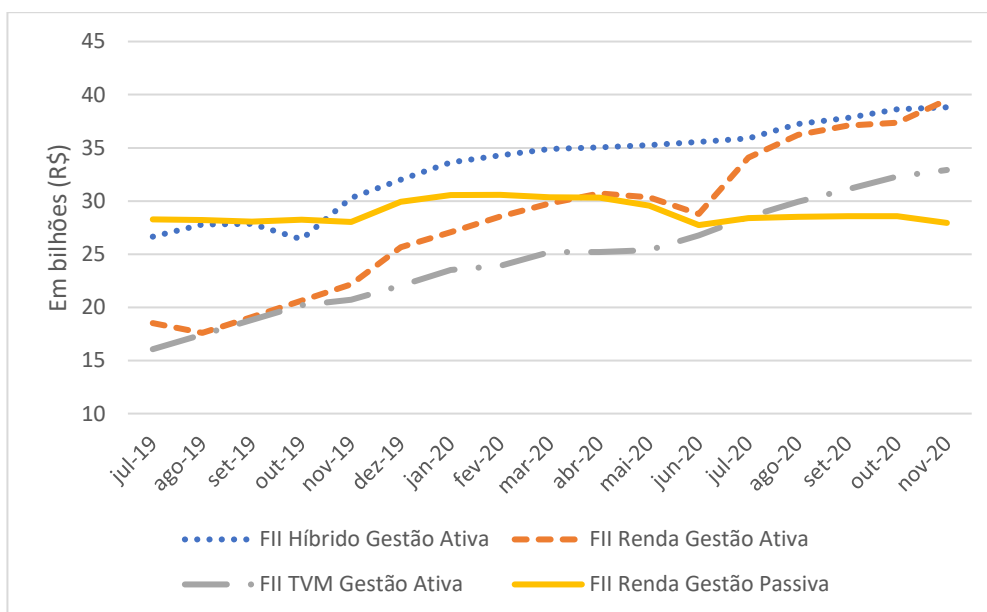


GRÁFICO 17 - Evolução das principais categorias de FII (Jul/2019-Nov/2020)
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da ANBIMA

A estratégia ativista dos gestores de FII configura esses agentes enquanto ‘profissionais da antecipação urbana’ (ABRAMO, 2007), reforçando a especulação espacial, uma vez que seu objetivo é lucrar com a antecipação da dinâmica de preços futura do mercado imobiliário. Apesar do crescente e expressivo volume de recursos captados pelos FII, a incorporação da riqueza imobiliária pelo mercado financeiro é lenta, dado o alto valor dos imóveis adquiridos pelos FII, em grande parte torres comerciais nos grandes centros urbanos. Além disso, essa dinâmica de absorção é restrita à tipologia arquitetônica desses imóveis (SANTORO & ROLNIK, 2017). Segundo Santoro & Rolnik (2017), em entrevista à João Rocha Lima, consultor de *Real Estate*, o padrão semelhante entre as torres comerciais e os *shoppings centers* busca manter uma linguagem mais ou menos uniforme para investidores, em particular os investidores internacionais, o que transmite uma expectativa de risco e de retorno conhecida independentemente da localização dessas propriedades.

Entre as diferentes categorias de FII que demonstraram avanço em termos de captação de recursos no período recente, os FII de gestão ativa de Títulos e Valores Mobiliários (TVM) merecem uma atenção especial para uma leitura geral do processo de financeirização do imobiliário no Brasil. Conforme ressaltado pela literatura internacional sobre financeirização, o processo em grande parte foi dirigido pela financeirização do imobiliário, particularmente impulsionada devido ao avanço das operações de securitização. No Brasil, apesar dos CRI terem sido instituídos em 1997, apenas após alguns ajustes regulatórios visando reforçar as garantias imobiliárias aos credores é que esses instrumentos adentraram em uma trajetória de crescimento de suas operações. Nesse processo, o FGTS desempenhou um papel fundamental na compra de boa parte dos CRI emitidos pelas instituições bancárias, configurando uma liquidez ao mercado secundário (ROYER, 2009). Porém, desde 2016, o FGTS não tem feito novos aportes na aquisição de operações de securitização tal como vinha ocorrendo num ciclo de investimento nesses ativos iniciado em 2008. As operações de securitização, entretanto, continuam a avançar sobre uma nova composição de *funding* cujos detalhes serão explorados em seguida. O importante a ressaltar aqui é que, no período recente, os FII tomaram a dianteira no processo de fornecer liquidez ao mercado de CRI enquanto o principal agente detentor dos títulos atrelados à securitização. Em novembro de 2020, os FII de gestão ativa de Títulos e Valores Mobiliários (TVM), que possuem majoritariamente CRI segundo os relatórios da Uqbar (2018, 2019, 2020) possuíam cerca de R\$ 33 bilhões em patrimônio

sendo que o estoque de CRI registrado na CETIP encerrou o mesmo mês com R\$ 79 bilhões.

Desse modo, o ‘asset manager capitalism’ manifestado através dos FII não só traz para a gestão dos agentes financeiros o controle sobre a propriedade imobiliária, mas também sobre a dívida imobiliária formatada em operações de securitização. Dívida que possui toda a sorte de rendimentos atrelados à imóveis, desde contratos de compra e venda, financiamento imobiliário, locação até contratos de cessão de superfície. Além de possuírem a maior parte dos CRI, os FII transacionam recorrentemente esses títulos no mercado secundário, dado que o objetivo do gestor ativista de fundos não é somente a obtenção dos rendimentos dos títulos de dívidas imobiliárias, mas o ganho de capital proporcionado pelas oscilações de mercado, principalmente do mercado de juros. Esse comportamento contrasta com a atitude do FGTS, que mantinha o posto de maior investidor desses ativos anteriormente, de manter os CRI no balanço do fundo até o seu vencimento.

Outro aspecto relevante a respeito dos FII é a composição de seus investidores, os beneficiários últimos do processo de extração da Renda da Terra promovido pelos fundos. Apesar da popularização dos investimentos em FII entre o público pessoa física, observado pelo aumento do número de investidores, a titularidade das cotas permanece concentrada nos segmentos *Private* e Alta Renda como pode ser observado através do GRAF. 18:

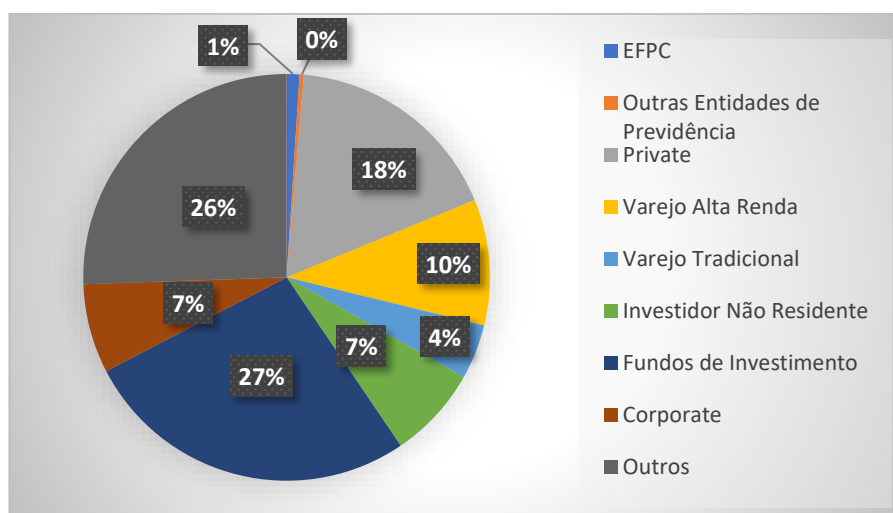


GRÁFICO 18 - Participação dos segmentos de Investidores em FII em novembro de 2020

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da ANBIMA

O segmento *Private* se refere às contas com mais de R\$ 1 milhão de reais em depósitos enquanto no segmento Varejo Alta Renda consideram-se as contas com mais de R\$ 100 mil em depósitos. Esses limites, contudo, variam entre as principais instituições bancárias (SANFELICI & HALBERT, 2018; MAPURANGA E MENESES, 2011). Apesar de “acessível” à população em geral, as camadas de alta de renda são as mais representativas no *funding* dos FII. Sanfelici & Halbert (2018) destacam a importância e o papel que os próprios agentes de mercado enxergam nas elites urbanas das quatro maiores cidades do Brasil no financiamento dessas operações, dado que o marketing dos FII é preponderantemente dirigido à essa população. A categoria Fundos de Investimento representa uma gama variada de fundos de investimento que vão desde fundos de renda variável até outros FII, conhecidos como “Fundos de Fundos”. A lógica comumente retratada para justificar um FII que investe em outros FII está baseada na crença de que alguns agentes de mercado possuem mais experiência em selecionar melhores FII devido ao tempo de mercado, ao conhecimento do trabalho dos demais gestores, este último visto como um dos principais “fundamentos” por trás da escolha de um FII, e pelo acesso à informação privilegiada.

A presença dos investidores estrangeiros nos FII reforça as conclusões de Santoro & Rolnik (2017) ao ressaltar que o capital internacional estava permeando o mercado imobiliário brasileiro não só através das empresas imobiliárias globais como Brookfield, Tishman Speyer, Cushman & Wakefield Properties dentre outras, mas também através dos FII. Apesar de em parcela relativamente pequena, apenas 7% do valor patrimonial dos FII em novembro de 2020, esse valor representava cerca de R\$ 10 bilhões.

Os fundos de pensão, representados pelas Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) e pela categoria “Outras Entidades de Previdência”, apesar da relativa importância e do interesse no mercado de FII em seus primeiros anos (FIX, 2011), não somaram 2% do volume de investimento em FII em novembro de 2020. Segundo consolidado estatístico de julho de 2020 da Associação Brasileira das Entidades de Previdência Complementar, o total de ativos sob gestão dos fundos de pensão brasileiros somavam R\$ 944 bilhões até julho de 2020, sendo R\$ 32 bilhões investidos diretamente em imóveis. Dado que a Resolução CMN nº 4.661 de 25 de maio de 2018 proibiu a aquisição direta de imóveis pelas EFPC, obrigando-as a alienar os imóveis em propriedade direta até 28 de maio de 2030 e possibilitando o investimento em imóveis exclusivamente através de FII, CRI e CCI, é de se esperar um renovado interesse por parte

dos fundos de pensão na participação do mercado de FII. A entrada desses grandes *players* do mercado financeiro pode se constituir enquanto um novo vetor no processo de financeirização do imobiliário no Brasil.

Assiste-se, assim, no período recente, múltiplas frentes no processo de financeirização do imobiliário no Brasil através dos FII. Apesar de não ter ainda alterado significativamente o quadro geral do circuito financeiro imobiliário no país (PEREIRA, 2015), em comparação com as outras fontes de financiamento e mobilização de recursos, este instrumento tem crescido em termos de volume de recursos nos últimos anos. Em parte, impulsionado pela queda das taxas de juros, que sempre ditou o rumo das grandes oscilações deste mercado, mas também reforçado por um fenômeno recente da entrada de novos investidores na bolsa de valores. Se por um lado, houve um expressivo aquecimento da demanda por investimentos em FII e um desejo de um conjunto não homogêneo de atores de participação na extração da Renda da Terra através desses veículos de investimento, por outro, a oferta de novos FII tem se tornado mais agressiva do ponto de vista da estratégia de investimento no mercado imobiliário com mais gestores do tipo ativista, buscando “bater o mercado”. Como resultado, tem-se um acentuado processo de absorção da propriedade imobiliária pelo ‘asset manager capitalism’ sob a lógica de extração máxima da Renda da Terra, ainda que restrito a certas tipologias arquitetônicas (SANTORO E ROLNIK, 2017) ou a certas territorialidades (SANFELICI & HALBERT, 2018). Vale a pena ressaltar que no *boom* das emissões recentes, a categoria de FII que mais cresceu foi a de Títulos e Valores Mobiliários, que transacionam majoritariamente CRI, fazendo com que os FII assumissem o posto de maior financiador das operações de securitização no país, anteriormente ocupado pelo FGTS. Como o financiamento da securitização pelo FGTS abarcava operações com formatos preteridos pelo mercado e de modo descontínuo ao longo do tempo, como será abordado adiante, a entrada dos FII como agente supridor de liquidez para esse mercado configura um novo capítulo do processo de financeirização do imobiliário no Brasil.

5. Análise dos agentes da securitização Imobiliária

A securitização é o aspecto central no processo de financeirização do imobiliário (AALBERS, 2008; GOTHAM, 2012; SCHWARTZ, 2012). Entretanto, a dinâmica da securitização no Brasil tomou contornos distintos daquela verificada nas economias avançadas. O objetivo desse capítulo é compreender como os agentes envolvidos no processo de securitização se beneficiam dessa prática e qual papel desempenham dentro de uma estrutura mais geral de financiamento imobiliário. Nesse contexto, o principal agente é o cedente do CRI, ou seja, aquele que origina o crédito. O cedente possui uma carteira de contratos que o confere certo fluxo de pagamentos. É o cedente que opta por iniciar o processo de securitização de seu direito de recebimentos e, portanto, residirá nele o foco da análise.

Para identificação desses agentes foi utilizada a base de dados da ANBIMA sobre as emissões e ofertas dos CRI no Brasil. A base está sendo construída desde 2014 através de informações enviadas pelas companhias securitizadoras à ANBIMA. A base, apesar de não apresentar a totalidade das operações, constitui-se como uma amostra representativa da securitização no país na medida em que as principais companhias de securitização têm enviado as informações à ANBIMA, inclusive de emissões anteriores à 2014.

Ao se verificar a representatividade do volume financeiro constatado na amostra com os dados do volume de CRI registrado na CVM, é possível observar uma cobertura de 81% do universo de CRI emitidos. Apenas em 2017, os dados da amostra superam os dados registrados na CVM. Após verificação, constatou-se que um volume expressivo de emissões aconteceu nos dias finais daquele ano e foram computados na CVM no ano de 2018. O fato também acontece em outros anos, mas não descaracteriza a evolução dos dados como pode ser observado através da GRAF. 19:

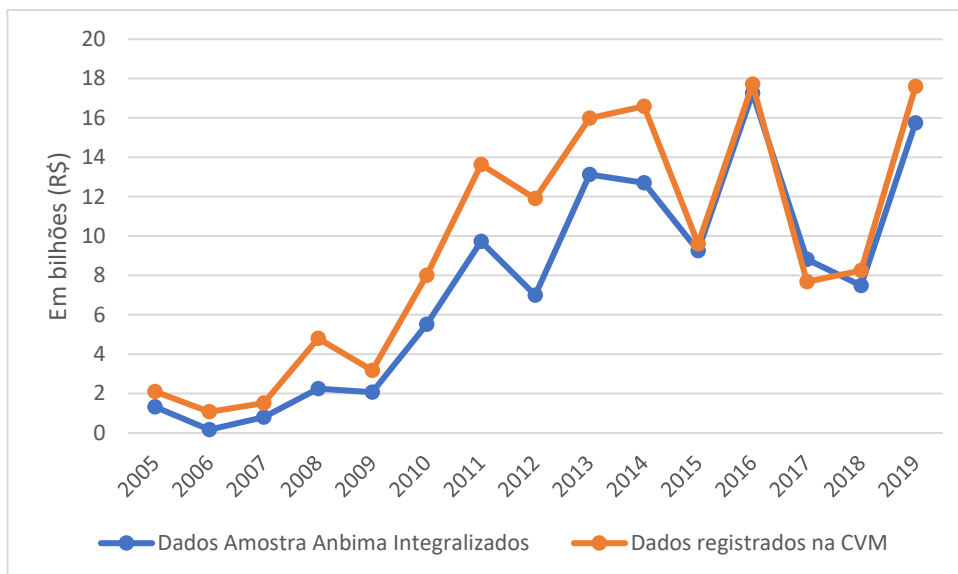


GRÁFICO 19 - Representatividade da amostra obtida (2005-2019)
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da ANBIMA e CVM

5.1 Metodologia

A base possui informações para 1635 séries distribuídas em 1226 ofertas. Cada oferta pode possuir uma série única ou variantes de série: série sênior, série subordinada, mezanino etc. Para cada série, são fornecidas informações sobre os principais agentes envolvidos na operação como cedentes, originadores, devedores, coordenadores da oferta, companhia securitizadora responsável pela emissão do CRI, além de informações sobre o lastro imobiliário, tais como categoria, concentração, segmento, natureza, mecanismos de mitigação de risco entre outros.

A base compreende CRI emitidos desde 2002 até meados de 2020. Como a apuração total das informações do ano de 2020 ainda não foi contabilizada pela base da ANBIMA, optou-se pela exclusão do ano de 2020 das análises sobre evolução temporal. Para análises que evidenciam somatório de valores ao longo de todo o período, o valor de 2020 foi incluído.

Foi realizado um ajuste nos valores captados pelas séries emitidas uma vez que os valores apresentados de cada série não correspondiam ao montante efetivamente captado no momento da emissão, mas ao valor proposto de captação quando da oferta dos títulos ao mercado. As discrepâncias poderiam ser encontradas através do cruzamento de outros dados na base, a saber, o percentual de cada série com relação ao montante total da oferta (que abarcava um conjunto de séries). A multiplicação de um pelo outro se mostrou um indicador confiante do montante efetivamente captado por cada série.

Havendo 439 variações de CNPJ entre as empresas cedentes, procurou-se categorizar essas empresas da seguinte forma:

Filtrou-se os CNPJ que possuíssem palavras-chave, indicando a participação em uma determinada categoria (por exemplo, para todos aqueles cuja razão social incluísse a palavra “Banco”, foram categorizados como “Bancos”). Para construir uma categoria que abarcasse as “Empresas Imobiliárias” foram necessárias palavras-chave distintas, sendo necessário, portanto, subcategorias. Há possibilidade de sobreposição dessas subcategorias uma vez que uma mesma empresa pode ter em sua razão social as palavras “Administradora” e “Construtora”. Como também há a possibilidade de que uma empresa que tenha “Engenharia” em sua razão social, mas exerça principalmente a atividade de “Construtora” e devido à outras combinações possíveis, optou-se por não utilizar as

subcategorias, mas agrupá-las todas em “Empresas Imobiliárias”. As categorias foram criadas com as seguinte ordem de palavras-chave:

TABELA 5 – Categorias propostas e palavras-chave utilizadas

Categoria	Palavras-chave
Bancos	Banco
Companhia Hipotecária	Companhia Hipotecária; Cia. Hipotecária; hipotecária
Fundos de Investimento Imobiliário (FII)	Fundo de Investimento Imobiliário; FII
Empresas Imobiliárias	SPE; Empreendimentos Imobiliários; Empreendimentos; Empreendimento; Incorporação; Urbanizadoras; Participações; Properties; Administradora; Shopping

Em 150 séries havia mais de um cedente para a operação de securitização. Nesses casos, comuns nas operações de empreendimentos residenciais de uma mesma empresa que possui CNPJ distintos para cada empreendimento, as séries foram classificadas seguindo a ordem dos filtros acima expostos. Portanto, se durante o primeiro filtro das empresas imobiliárias, o filtro “SPE”, aparecessem em conjunto cedentes cuja razão social apresentasse as palavras-chave “Construtora” ou “Participações” ou “Administradora” ou outra variante anteriormente definida para compor a categoria de empresas imobiliárias, toda a série foi classificada como SPE. Os cedentes que não se encaixaram em nenhuma das palavras-chave foram classificados como “Outros”.

Uma quantidade expressiva dos cedentes e dos devedores dos CRI não estão identificados na base, principalmente os últimos, sendo ambos categorizados como “Não Identificados”. Por esse motivo, a análise dos agentes se concentra nos cedentes dos créditos imobiliários. Há uma razão para que a maioria dos devedores dos créditos não estejam identificados, pois 674 séries apresentam concentração pulverizada, ou seja, inúmeros devedores ou inúmeros imóveis lastro na mesma operação, inviabilizando a identificação dos devedores na base. Dentre as séries pulverizadas, 334 tem informação

sobre a quantidade de contratos presente na operação, onde cada contrato geralmente representa um imóvel. A quantidade de contratos varia de 6 até 44.100, sendo esta última a maior oferta de CRI da história feita pela CAIXA em 2016 e adquirida pelo FGTS.

O resultado da categorização pelas palavras-chave em termos do volume financeiro securitizado pelas empresas pode ser visto no GRAF. 20. As próximas seções se dedicam a destrinchar as operações de securitização por agente, buscando identificar dinâmicas próprias entre as categorias e sua relação com o circuito financeiro imobiliário exterior à securitização.

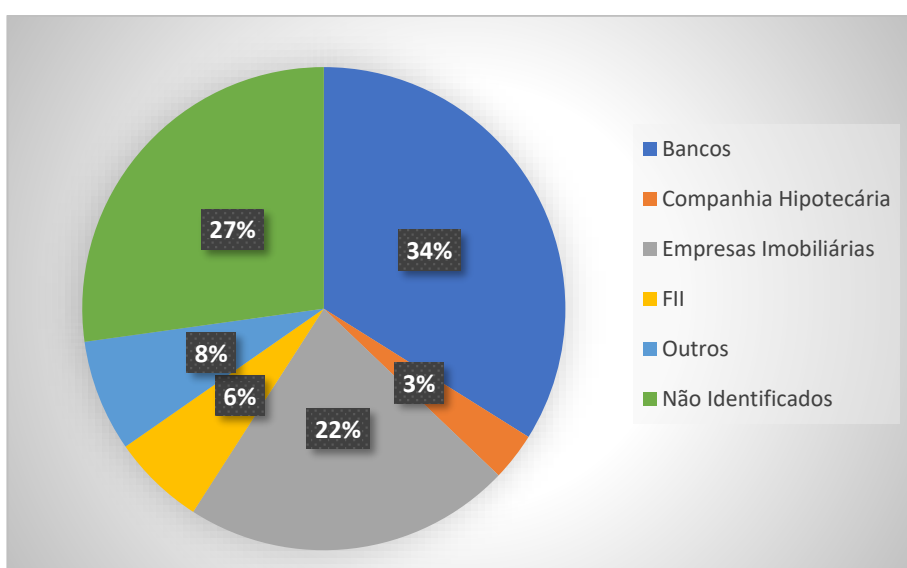


GRÁFICO 20 - Composição dos cedentes de CRI por categoria (2002-2020)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no site da ANBIMA

5.2 Análise descritiva da amostra

Conforme a orientação de classificação da Anbima (2015), os CRI podem ser classificados em nível mais agregado pela sua natureza e concentração. A natureza engloba os CRI lastreados em imóveis residenciais ou corporativos. Na base de dados fornecida pelas securitizadoras há uma terceira natureza de agrupamento: Híbrido. Como a natureza “híbrido” representa apenas 5% da amostra e não agrega informação relevante à sua descrição, optou-se por excluir essa classificação da análise. Com relação à concentração, esta pode ser concentrada, quando mais de 20% do lastro está atrelado a um único devedor ou pulverizada em caso contrário.

A TAB. 6 e TAB. 7 apresentam o panorama do volume de CRI por agente cedente e concentração da operação para o mercado corporativo e o mercado residencial em todo o período da amostra (2002-outubro/2020). É possível perceber como os CRI corporativos estão ligados às emissões concentradas enquanto os CRI residenciais estão associados a lastros pulverizados entre vários devedores.

TABELA 6 – Volume de CRI corporativos emitidos (2004-2020)

CRI Corporativo	Concentrado	Pulverizado	Total Geral
Bancos	10.607	340	10.947
Companhia Hipotecária	1.575		1.575
Empresas imobiliárias	21.033	1.341	22.373
FII	6.523	661	7.184
Outros	6.942	389	7.331
Sem resultado	24.017	1.276	25.294
Total Corporativo	70.698	4.007	74.704

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no site da ANBIMA

TABELA 7 – Volume de CRI residenciais emitidos (2004-2020)

CRI Residencial	Concentrado	Pulverizado	Total Geral
Bancos	594	27.017	27.611
Companhia Hipotecária	1.365	124	1.489
Empresas imobiliárias	1.119	1.792	2.911
FII	140		140
Outros	380	636	1.016
Sem resultado	1.512	4.459	5.972
Total Residencial	5.109	34.029	39.139

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no site da ANBIMA

As “Empresas Imobiliárias” apresentam maior participação dentro da categoria corporativa, cerca de 29% da cessão total de créditos imobiliários. Vale a pena ressaltar que 33% dos cedentes não estão definidos na amostra, sendo provável que a representatividade das ligadas ao ramo imobiliário seja maior. Os FII, apesar de possuírem CNPJ e atuarem no ramo imobiliário, não se constituem enquanto empresas como seus pares norte-americanos, os REITs, não sendo possível alavancagem através de captação de empréstimos. Além disso, para este estudo, os FII ocupam uma posição particular e merecem análise a parte.

Na categoria residencial, os Bancos são os maiores responsáveis pela securitização, representando 70% do total com a maior parte do montante cedido atrelado a emissões pulverizadas.

O GRAF. 21 mostra a evolução ao longo do período dos valores de CRI emitidos pelo total dos agentes segundo o tipo de concentração:

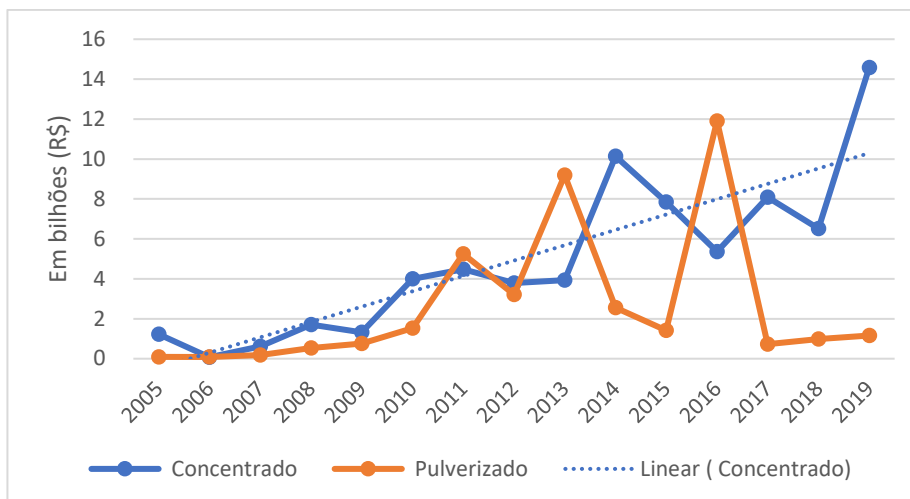


GRÁFICO 21 - Evolução dos CRI por concentração (2005-2019)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no site da ANBIMA

Apenas as emissões do tipo concentrado (sendo a maioria ligadas à imóveis corporativos) revelam crescimento consistente ao longo dos anos. As emissões de tipo pulverizadas (associadas às emissões de natureza residencial) apresentam elevada volatilidade no período retornando à patamares de 2009 após 2017.

5.2.O papel do FGTS na securitização residencial

Quando se observa apenas o mercado residencial, responsável pela maior parte das emissões pulverizadas, adicionando-se para fins de comparação o investimento do FGTS em CRI é possível compreender a relação do fundo com a securitização imobiliária nessa categoria (GRAF. 22)

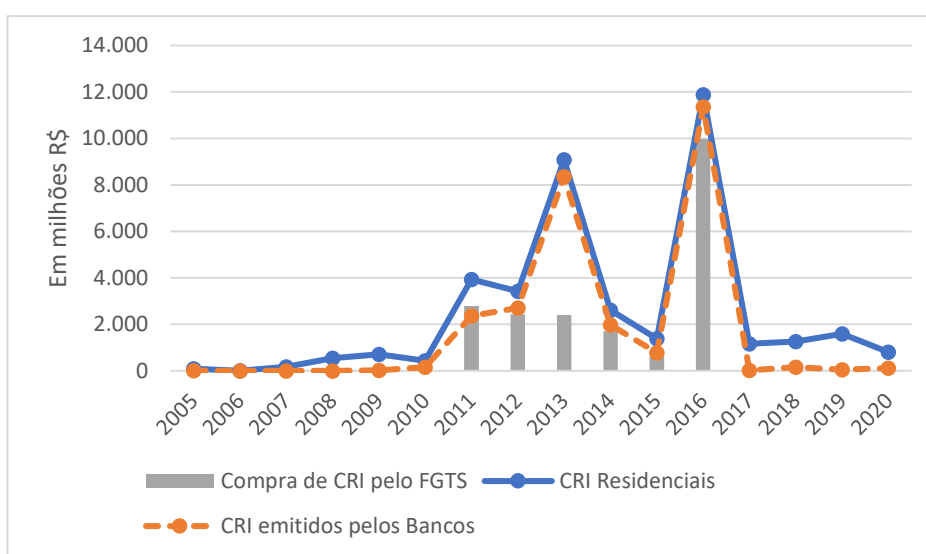


GRÁFICO 22 - O papel das instituições bancárias e do FGTS na securitização residencial (2005-2020)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no site da ANBIMA e do FGTS

O GRAF. 22 revela que a securitização imobiliária residencial no país, durante o período 2011-2016, esteve diretamente associada à deliberação de investimento do FGTS em CRI. Além disso, as instituições bancárias foram responsáveis por promover quase a totalidade da securitização residencial. Mais, o movimento de securitização das carteiras de crédito dos bancos cessou quando o FGTS deixou de adquirir novos CRI, revelando os limites da securitização imobiliária residencial no país por parte dos bancos, que esteve condicionada às encomendas de CRI por parte do fundo. Tal como exposto no capítulo 2, esse investimento por parte do FGTS só se tornou possível através da instituição de ofertas restritas por meio da Resolução CVM nº 476/2009.

Conforme ressaltado por Royer (2016), ao analisar os documentos técnicos do FGTS e as atas do CCFGTS, havia um discurso por parte de membros do Conselho de que o fundo estaria incentivando o mercado secundário de títulos imobiliários através do investimento nos CRI, o que por sua vez impulsionava a liquidez do setor imobiliário e, em última instância, estimulava o desenvolvimento de novos projetos. A legitimação deste discurso sempre se apoiou na motivação de combate ao déficit habitacional. O GRAF. 22, entretanto, revela a aquisição de CRI por parte do fundo no mercado primário, ou seja, no momento das emissões. O mercado secundário, por outro lado, onde os títulos são livremente negociados entre investidores era considerado um mercado menos líquido devido ao comportamento dos detentores desses títulos caracterizado como *hold to maturity* (ANBIMA, 2015). Na prática, os investidores entesouravam os CRI em suas carteiras de investimento, incluso o FGTS, diminuindo a quantidade de títulos sob circulação. Aumentou-se as emissões, mas não o volume negociado.

Há ainda outro fator de impedimento de liquidez nessas operações. Como o financiamento habitacional concedido pelo FGTS, incluso os CRI, deveriam obedecer aos critérios do SFH, a maior parte dos CRI estavam indexados à TR, um indexador preterido por investidores de mercado, que consideram a taxa determinada de maneira “artificial” pelo Banco Central. Das 64 séries de CRI residenciais cedidas pelos bancos identificados no período, 53 apresentavam à TR como indexador. Os indexadores mais comuns, tanto na securitização residencial quanto corporativa, foram o IPCA e o IGP-M, sendo uma menor parte das operações indexadas pela DI ou DI + *spread*.

De 2017 em diante, nenhuma operação de securitização imobiliária, seja residencial ou corporativa esteve atrelada à TR. Essa foi uma mudança importante e não deixou de ser bem recebida, e mesmo comemorada, pelos agentes de mercado. A Uqbar, principal agência de inteligência do setor de finanças estruturadas, vem continuamente ressaltando a importância dessa transformação:

Contudo, o fim da arbitragem regulatória envolvendo CRI e direcionamento de recursos da poupança, associado à não participação do FGTS como investidor neste mercado pela primeira vez desde 2011, se traduziu na presença maciça de operações de CRI mais genuinamente de mercado em 2017 (UQBAR, 2018, p. 18)

O GRAF. 23 mostra a evolução do volume negociado de CRI registrados na B3 durante a última década. Apesar de uma tendência crescente de 2011 até 2014, acompanhando o ritmo de investimento pelo FGTS, as transações desaceleraram de 2015 em diante. Apesar dos limites do FGTS em gerar liquidez no mercado de transação de títulos financeiros atrelados à propriedade imobiliária, isso não impediu seu papel de fornecer liquidez ao setor imobiliário como um todo, dado que ao comprar as carteiras de financiamento dos bancos, liberava-se para estes recursos para concessão de novos financiamentos.

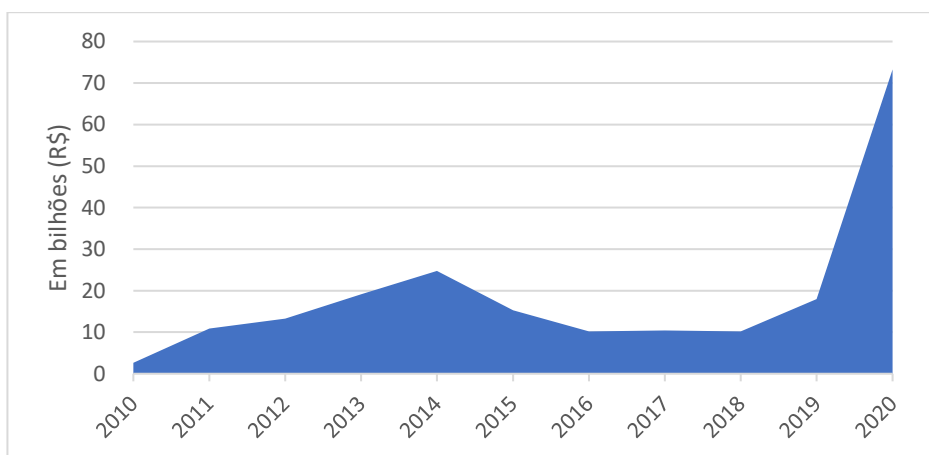


GRÁFICO 23 - Evolução do volume de negociações de CRI anualmente (2010-2020)
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da B3

O GRAF. 23 permite ainda observar o aumento vertiginoso dos negócios de CRI no mercado secundário após 2019, mesmo sem novas aquisições do FGTS desde 2016. Como exposto anteriormente, os FII têm se tornado o principal agente na aquisição dos CRI nos últimos anos. Foi demonstrado ainda a preponderância recente na captação de recursos por parte dos FII do tipo gestão ativa que promovem uma reciclagem constante de suas carteiras, principalmente os FII que administram títulos e valores mobiliários, majoritariamente CRI, dado que estes são mais facilmente transacionáveis que propriedades mobiliárias. Desse modo, o GRAF. 23 reforça a tese de que os FII tem sido a nova força por trás não somente do financiamento da securitização através da compra dos CRI no mercado primário, mas também do fornecimento de liquidez no mercado secundário. O comportamento típico de uma ‘asset manager’ dos FII, que procuram

constantemente “bater os índices” através dos ganhos de capital proporcionados por oscilações mercado (BRETT, 2016), pode ser uma das causas que levaram esses agentes a transacionarem com mais frequência seus ativos nos últimos anos, conferindo mais liquidez ao mercado de CRI. Revela-se, assim, uma aproximação estreita entre o mercado imobiliário e o mercado de juros (HARVEY, 2006), o que implica por sua vez no reforço ao processo de mobilização da terra enquanto um ativo financeiro puro (WARD, 2019). O aumento de liquidez do mercado observado no período recente pode, em última instância, reforçar o próprio processo de emissão primária dos CRI, dado que a possibilidade de se transacionar mais facilmente esses ativos, devido ao alto volume de negócios, proporciona aos investidores mais uma vantagem sobre esse tipo de investimento.

Contudo, mesmo que as agências de mercado tenham comemorado a saída do FGTS do mercado e, conseqüentemente, dos títulos atrelados à TR, o que se observou posteriormente foi uma queda acentuada na securitização residencial, ressaltando os limites dessas operações. Conforme pontuado pela Uqbar (2018) em seu anuário sobre finanças estruturadas em 2017:

Como a análise mais detalhada das operações de 2017 evidenciará na sequência, este ainda não foi o ano em que o mercado de CRI, como um instrumento independente, deu impulso ao financiamento imobiliário residencial às pessoas físicas de forma consistente e sustentável, a real finalidade original da criação deste título de securitização (UQBAR, 2018, p. 18)

Os anos seguintes não trouxeram grandes alterações no quadro da financeirização do mercado residencial via securitização. Tal fato levanta dúvidas sobre a capacidade deste instrumento de se constituir enquanto uma fonte relevante para financiamento imobiliário habitacional no Brasil. Segundo a Uqbar (2018, 2019, 2020), o mercado de securitização imobiliária ainda está se aprimorando no Brasil e medidas recentes do ponto de vista regulatório têm gerado novos vetores de crescimento para a securitização. Entre tais medidas recentes se destacam a possibilidade de composição de lastro de CRI por empréstimos com garantias imobiliárias (*home equity*), por debêntures privadas ligadas ao setor imobiliário e a disponibilização *online* dos Informes Mensais de CRI com

formato processável, o que geraria mais transparência para os investidores. Contudo, as operações de securitização ainda permanecem concentradas em volume no mercado corporativo. As operações residenciais, em menor volume e mais dispersas, estão sendo utilizadas majoritariamente pelas empresas imobiliárias que trabalham com o segmento alta renda.

5.3.O lugar dos bancos na securitização residencial

Na seção anterior, o GRAF. 22 ressaltou a importância dos bancos enquanto instituições cedentes de créditos imobiliários securitizados, entretanto, pontuou-se os limites de um processo que não se construiu espontaneamente por parte dos bancos, mas por iniciativa do FGTS.

Assim, a securitização no Brasil, ao contrário de seu papel na economia norte americana, conforme expôs Aalbers (2008), não tem gerado um processo de “esvaziamento” do crédito imobiliário do balanço dos bancos de forma que estes pudessem iniciar novas rodadas de financiamento imobiliário de maneira espontânea e consistente. Uma das razões que podem auxiliar na compreensão desse fenômeno, e que se estende para os outros agentes da securitização, é o fato de que a maior parte do volume securitizado no país possui algum tipo de coobrigação por parte do cedente, impedindo-o de vender o ativo e se livrar do risco de *default* das dívidas imobiliárias. A TAB. 8 mostra o volume de CRI sem qualquer tipo de garantia e o volume total das operações de securitização no período para cada agente. Para todos os agentes, uma menor parte das operações é securitizada sem qualquer tipo de garantia por parte do cedente. Os bancos apresentam mais operações sem garantias, sendo uma das possíveis razões a crença por parte dos investidores de que essas instituições possuem mais recursos para realizar uma análise de crédito mais apurada dos devedores. Segundo Crotty (2008) foi a possibilidade de terceirizar o risco das operações de crédito imobiliário para investidores dos títulos de securitização americana, combinado com o baixo custo das proteções contra *default*, que permitiram aos bancos nos EUA aumentarem suas margens sem acréscimo de risco no período pré-crise de 2007-2008.

TABELA 8 – Participação dos CRI sem garantia no total das operações de securitização

Agente	Volume de CRI sem qualquer tipo de garantia	Volume total de CRI	% (Sem garantia/Total)
Bancos	15.282	40.692	38%
Companhia Hipotecária	676	3.856	18%
empresas imobiliárias	8.794	26.366	33%
FII	1.810	7.483	24%
Outros	3.354	8.969	37%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no site da ANBIMA

No Brasil não parece ter sido este o movimento de atuação dos bancos sobre a securitização, dado que aconteceu de forma episódica e artificialmente determinada por uma demanda do FGTS. Como exposto anteriormente, o FGTS primeiro declarou a demanda de compra dos títulos ao mercado, no caso de 2016 respeitando uma requisição do MDR, para que em seguida os Bancos oferecessem propostas de securitização ao CCFGTS. Desse modo, o que se observou foi a manifestação da securitização imobiliária no âmbito residencial mais como um braço da política fiscal do governo que como um movimento espontâneo dos bancos em busca de rentabilidade.

A falta de aderência das principais instituições financeiras à securitização pode estar relacionada à manutenção de um modelo de negócios mais tradicional dos bancos no Brasil. Ao contrário da tendência internacional exposta por Jórdan et al (2014), em que o crédito imobiliário tem ultrapassado o crédito não imobiliário no balanço dos bancos das principais economias avançadas ao longo do século XX e XXI, a maior parte do crédito concedido pelos bancos nacionais está fora do segmento imobiliário. Naqueles países, o crédito hipotecário era responsável por 30% do crédito concedido pelos bancos em 1900, com a proporção dobrando ao longo do século XX, atingindo 60% no início do século XXI. O crédito concedido via financiamento imobiliário no Brasil em relação ao total das operações de crédito dos bancos foi de 26% em 2019, segundo dados do Relatório 4010 do Banco Central. O total de financiamento imobiliário concedido pelos bancos foi de R\$ 669 bilhões enquanto o total da carteira de crédito foi de R\$ 2.592 bilhões. O GRAF. 24 mostra a participação das principais instituições bancárias do país no saldo de concessão de financiamento imobiliário em 2019.

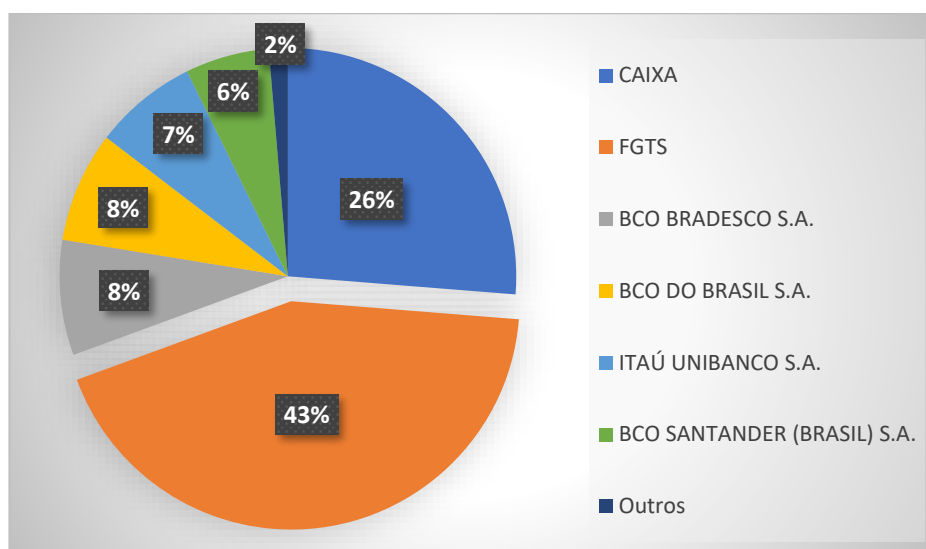


GRÁFICO 24 - Participação dos grandes bancos no financiamento imobiliário para o ano de 2019

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do Relatório 4010 do Banco Central e dos relatórios da CEF sobre o saldo administrado de recursos do FGTS

O apartamento de recursos entre o FGTS e a CAIXA, mesmo que a última seja o agente operador e a administradora do fundo se deve ao expressivo volume de recursos próprios ao fundo, o que inflacionaria o volume concedido especificamente através da CAIXA. Além disso, são os volumes de depósitos em poupança de cada banco que determinam em última instância, via exigibilidade, a concessão de financiamento imobiliário. Com a devida separação de recursos, o volume concedido especificamente pela CAIXA está ajustado à sua captação de poupança, em torno de 38% do total da poupança das instituições no ano de 2019 segundo o Relatório 4010. Se desconsiderados os recursos do FGTS do investimento imobiliário por parte das instituições bancárias, a proporção de financiamento imobiliário sobre todas as operações de crédito dos bancos seria de 15%, nível inferior à média dos países analisados por Jórdan et al (2014) no início do século XX.

Do ponto de vista da política habitacional, o GRAF. 24 demonstra a importância dos recursos do FGTS para o financiamento imobiliário à pessoa física no país e para a redução do déficit habitacional. Além do volume de recursos, o FGTS ainda se caracteriza por destinar recursos à programas que cumpram os critérios do SFH, imóveis residenciais com limite de taxas e valor do imóvel, de modo a atingir a população de baixa e média

renda. Anteriormente à Resolução CMN nº 4.676 de 31 de julho de 2018, seria possível afirmar que a maior parte dos recursos das demais instituições no GRAF. 24 cumpriram função semelhante, uma vez que estavam atrelados à exigibilidade do SFH – 65% dos recursos da poupança deveriam ser empregados em financiamentos imobiliários, 80% dos quais em financiamentos cumprindo os critérios do SFH. A resolução possui um período de transição de seis anos para que os bancos adaptem seus balanços às novas exigibilidades e traz a perspectiva de uma mudança importante no circuito financeiro imobiliário.

A resolução altera uma configuração de parâmetros que, estabelecidos desde a época do BNH, asseguravam que os recursos da poupança fluíssem para o financiamento da habitação para as camadas de baixa e média renda. Apesar de impedir que LCI e CRI pudessem compor a exigibilidade como vinha acontecendo ao longo da última década, a resolução não propôs contramedida que pudesse destinar recursos para essas faixas. Sendo assim, retira-se uma importante fonte de financiamento que auxiliava no combate ao déficit habitacional, concentrado nas camadas de menor renda. Dado que arranjos regulatórios ou novos instrumentos financeiros como os CRI e os FII, que teoricamente deveriam estimular o financiamento habitacional e o acesso à moradia, foram absorvidos e utilizados majoritariamente em empreendimentos de alto padrão ou corporativos, a política habitacional tende a se tornar um desdobramento dos movimentos de mercado e fica relegada à destinação de recursos por parte do FGTS.

A evolução do mercado de CRI residenciais e pulverizados de 2017 em diante reforça esse direcionamento. Na categoria Empresas Imobiliárias, cinco empresas (e seus respectivos *pools* de CNPJ) foram responsáveis por 47% do volume emitido para contratos de financiamento imobiliário ou compra e venda de imóveis residenciais pulverizados. Todas são empresas focadas em desenvolvimento de imóveis alto padrão. São elas, em ordem de volume emitido de 2017-2020: Ares Empreendimentos, Diálogo Construtora, Cyrela, Once Empreendimentos e Gafisa. Algumas dessas empresas foram tratadas pela literatura sobre financeirização do imobiliário no Brasil, especificamente Shimbo (2010) e Sanfelici (2013), quando do processo de abertura de capital das construtoras nacionais na bolsa de valores. Naquele momento, tal processo se constituiu enquanto um dos principais vetores de financeirização do imobiliário à medida que as empresas captavam de recursos através dos IPOs, possibilitando a expansão de suas operações pelo território. Atualmente, essas empresas entram num novo ciclo de

financeirização ao introduzirem a securitização imobiliária como um instrumento relevante dentro de sua engenharia financeira.

Apesar das instituições bancárias não terem se apropriado da securitização como forma de alavancar novos financiamentos imobiliários à pessoa física, aumentando a participação do financiamento imobiliário sobre o crédito total concedido e, com isso, aproximando-se das tendências internacionais identificadas por Jórdan et al (2014), a participação dessas instituições enquanto intermediárias da securitização têm se revelado expressiva. Nesse ponto, a tendência observada pelos bancos no Brasil tem encontrado semelhança com seus pares norte-americanos. Uma parcela significativa do modelo de receita dessas instituições passa a estar baseado em cobranças de taxas sobre serviços financeiros mais do que juros sobre concessão de empréstimos (DYMSKI, 2009; SCHWARTZ, 2012).

A atuação dos bancos enquanto intermediários financeiros no processo de securitização tem se manifestado sobretudo no papel de coordenador líder das emissões. O coordenador líder é responsável pelo registro da oferta, por elaborar os documentos requeridos pelas as agências reguladoras e por levar os títulos ao público, cobrando uma taxa junto à empresa ou grupo de empresas cedentes do crédito. Durante todo período disponível pela amostra de registro das emissões da ANBIMA, apenas cinco instituições foram responsáveis por 60% do volume emitido, sendo as três primeiras integrantes das maiores instituições bancárias do país (TAB. 9).

TABELA 9 – Concentração do papel de Coordenador Líder nas emissões dos CRI

Coordenador Líder	Nº de Operações	Volume Emitido (em milhões R\$)	% individual	% acumulada
Itaú BBA	195	19.860	17%	17%
CAIXA	16	18.443	15%	32%
Banco Bradesco	115	16.139	13%	45%
RB Capital DTVM	153	10.468	9%	54%
BR Partners Banco de Investimento	68	6.530	5%	60%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no site da ANBIMA

A atuação como intermediário financeiro permitiu aos bancos rentabilizar a securitização imobiliária no país sem envolvimento nos riscos de tais operações. Percebe-se, assim, que o processo de securitização centrado nos bancos possui diferenças, mas também semelhanças com as trajetórias internacionais. É importante ressaltar que a securitização imobiliária no país se desenvolveu em termos de significância de recursos e operações no exato momento em que as economias avançadas se recuperavam dos efeitos da crise financeira de 2007-2008 com origem no mercado imobiliário norte-americano, alimentado pelo *frenesi* do mercado de hipotecas naquele país (AALBERS, 2012). Em tal contexto, é razoável supor que as instituições olhassem com cautela essas operações, ainda mais em um país marcado pelas altas taxas de juros.

5.4.Os Fundos de Investimento Imobiliário (FII)

Na amostra de dados sobre as séries de CRI da ANBIMA, os FII apresentam uma pequena participação na cessão de recebíveis quando comparados aos bancos e às empresas imobiliárias. Contudo, os FII estão presentes em todas as partes da operação de uma securitização. Além de cederem créditos, estão presentes também enquanto devedores, mas principalmente enquanto adquirentes dos CRI que são postos a mercado.

Conforme exposto anteriormente, os FII têm crescido expressivamente em valores patrimoniais (e de mercado) através das emissões recentes, absorvendo espaços urbanos privilegiados como torres comerciais, galpões logísticos, centros de distribuição e títulos de dívida imobiliária, preponderantemente CRI. Chamou-se a atenção para o crescimento dentre os FII daqueles que propõe a gestão ativa de sua carteira imobiliária, trazendo mais rotatividade e, por conseguinte, formando um vetor de liquidez para o mercado de imóveis corporativos. O GRAF. 25 revela a proporção dos tipos de contrato referente à securitização por parte dos FII cedentes:

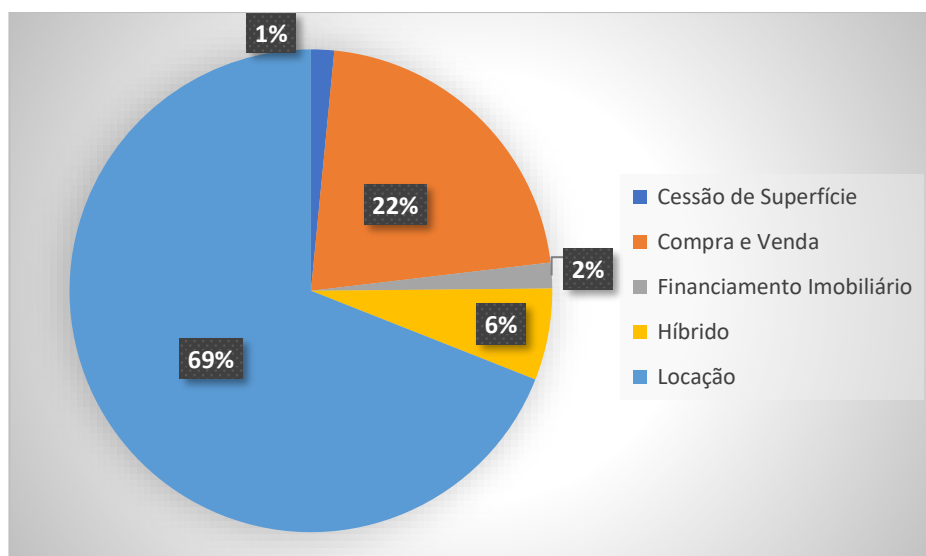


GRÁFICO 25 - Tipos de contratos securitizados pelos FII (2004-2020)
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no site da ANBIMA

Como a maior parte dos FII presentes no mercado auferem rendimentos através da locação de imóveis, espera-se que a locação seja a principal origem de securitização por

parte dos FII. Apesar da parcela de FII que operam via desenvolvimento imobiliário para venda, tal como uma incorporadora, ser pouco expressiva dentro das tipologias de FII, os contratos de Compra e Venda figuram-se relevantes dentro do contexto de cessão de créditos para os FII.

A possibilidade de formatação de CRI em contratos de compra e venda tornam, em última instância, os imóveis, e não só os rendimentos atreláveis a eles, mais líquidos. O comprador geralmente necessita um prazo para pagar devido ao alto valor de envolvido em transações de imóveis corporativos. O vendedor cujo interesse, no caso dos FII de gestão ativa, é o ganho de capital pode ter outro ativo para investimento. A securitização de um contrato de compra e venda permite que o vendedor do imóvel parcele e mesmo assim receba no presente os valores futuros das parcelas através de um CRI, conforme taxa de desconto pré-estabelecida na operação.

A securitização assim quebra uma barreira imposta pela característica do bem imóvel, seu alto valor, e facilita a negociação para ambas as partes. Tornando o bem mais líquido, mesmo havendo uma taxa de desconto, mais imóveis tendem a ser transacionados nesse segmento, abrindo oportunidades para ganhos de capital. Talvez essa tenha sido uma das razões para o crescimento dos fundos de investimento com gestão ativa das suas carteiras. Santoro e Rolnik (2017) haviam chamado atenção para o fato de que a facilidade e a velocidade na transação de imóveis por FII seriam alguns dos aspectos que atraíram investidores internacionais para esses ativos.

Este ponto encontra paralelo no argumento básico de Gotham (2012) ao analisar as tendências do setor financeiro residencial. A securitização propiciou a transformação de ativos ilíquidos como os imóveis em commodities comercializáveis. As dificuldades de se trocar de imóvel, de se transferir, a imobilidade intrínseca do ativo e os longos períodos de maturação são desobstruídos pela securitização, reforçando a característica do capital valor em movimento (HARVEY, 2006; GOTHAM, 2012).

A securitização ainda possibilita uma vantagem especial para os FII. Ao contrário de seus pares norte-americanos, os REITs, os FII não podem se endividar tomando empréstimo ou emitindo debêntures de qualquer tipo, sendo, portanto, considerados mais estáveis e conservadores que os REITs. A securitização de contratos de compra e venda e locação, contudo, permite aos fundos se alavancarem financeiramente no curto prazo e médio prazo. Essas operações tendem a acontecer quando os fundos têm interesse em comprar ou aumentar a participação em algum imóvel, realizar reformas em imóveis sob

gestão ou cumprir com alguma obrigação financeira não prevista. Existe sempre a possibilidade de os FII realizarem novas emissões como tem sido muito comum no período recente, mas essa é uma alternativa que nem sempre agrada aos cotistas do fundo, porque uma vez emitidas novas cotas, enquanto o novo capital não estiver alocado e gerando rendimentos para o fundo, os cotistas terão uma distribuição menor de rendimentos, já que estes são constantes e o número de cotistas aumentaram.

O processo de securitização por parte dos FII acontece em todos os principais segmentos nos quais operam conforme é possível observar no GRAF. 26. Como a maior parte do patrimônio dos FII está alocado em Lajes Corporativas era de se esperar que esse segmento representasse a maior parte das operações de securitização.

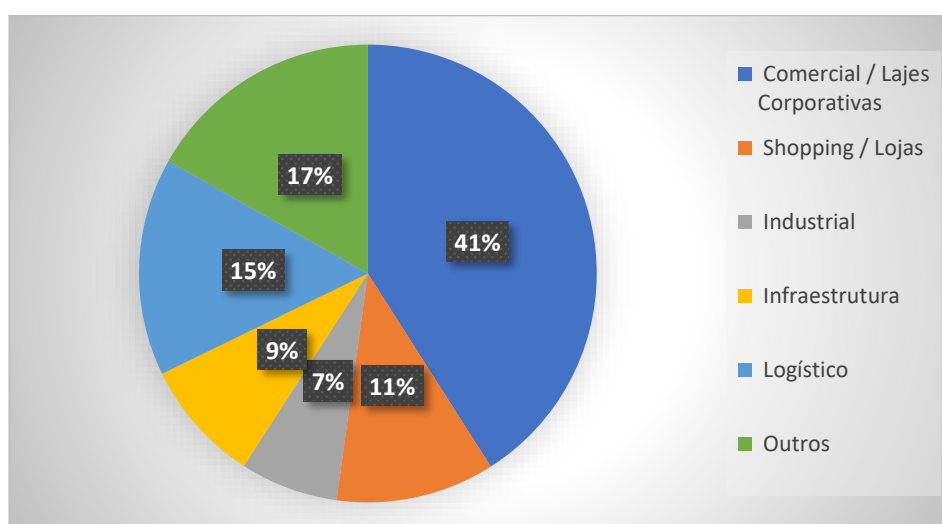


GRÁFICO 26 - Segmento do lastro dos CRI emitidos por FII (2004-2020)
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no site da ANBIMA

Percebe-se assim, um processo de securitização multifacetado no mercado de imóveis sob gestão dos FII, gerando liquidez nos múltiplos segmentos imobiliários em que atuam. A variedade de operações imobiliárias possíveis com a securitização e o crescimento vertiginoso do patrimônio dos FII vem se conformando enquanto um vetor de especulação urbana, trazendo ao jogo imobiliário agentes com volumes expressivos de recursos cujos objetivos variam entre obtenção de rendimentos e ganhos de capital através da valorização imobiliária. Cada qual desses instrumentos financeiros contribuindo para o processo de especulação à sua maneira. A securitização, por permitir fracionar o valor do imóvel ao longo do tempo tanto para compradores quanto para devedores, facilitando

as transações e gerando títulos de dívida imobiliária que irrigam o mercado secundário e sustentam um lugar especial no rol dos ativos financeiros por três motivos: i) geram rendimentos constantemente; ii) asseguram o valor do principal sem oscilações; iii) são títulos atrelados à imóveis, convencionados pelo mercado como investimentos seguros. Os FII, por tornarem possível a comunhão de um vasto volume de recursos empregados no setor imobiliário sem a necessidade de fragmentação da propriedade imobiliária e, como exposto por Fix (2011), facilitando a desvinculação entre uso e propriedade, vêm tornando os imóveis dos mais variados segmentos uma arena de negócios para investidores do mercado de capitais.

Esses instrumentos financeiros ou dispositivos como caracterizados por Sanfelici & Halbert (2018) por embutirem uma relação de poder, tem facilitado o deslocamento do excesso de capital gerado pelo setor produtivo em direção ao mercado de propriedades imobiliárias, o que Harvey (1978) denominou enquanto *capital switching*, uma reação do capital para se esquivar das crises de superacumulação. Mais, este fenômeno tem sido liderado por agentes financeiros cujo volume de recursos e ativos sob gestão ultrapassa o capital das principais construtoras do país e compete com as demais fontes de financiamento imobiliário, reforçando a ideia de um circuito quaternário no esquema de acumulação de Harvey (1978) tal como proposto por Aalbers (2008).

Ainda há, no Brasil, um vasto ambiente construído que pode ser visto enquanto ativo de investimento. Enquanto nos EUA, os REITs possuem um mosaico mais variado de propriedades imobiliárias que abarca desde silos para armazenagem de grãos à outdoors para campanhas publicitárias em grandes centros urbanos, os FII no Brasil ainda possuem ativos imobiliários mais tradicionais. Mas esse cenário está se alterando conforme esse mercado vai se “amadurecendo” nos termos da Uqbar. Durante o ano de 2020, estrearam na bolsa de valores os dois primeiros FII de investimento no agronegócio com objetivo de comprar fazendas no Mato Grosso, Maranhão, Goiás e Piauí. Dessa forma, o processo de financeirização da economia toma uma perspectiva mais ampla:

[...] cria-se a possibilidade de o mercado de capitais entrar de formas diversas em inúmeros setores de atividade, ampliando a sua atuação e sua vinculação – construindo canalizações de mais valor na sua direção -, no limite da direção da totalidade das atividades econômicas (Tonucci Filho & Magalhães, 2017, p. 440)

5.5.As empresas imobiliárias

As empresas imobiliárias, abarcando todo o conjunto de construtoras, administradoras, incorporadoras, urbanizadoras dentre outros, são a categoria mais representativa de agentes que têm optado pela securitização imobiliária na amostra de dados da ANBIMA. A dispersão dos empreendimentos imobiliários de uma mesma empresa através de inúmeros CNPJ dificulta a identificação individual dos agentes. Para algumas empresas, entretanto, a identificação é viável e é possível perceber o lugar central desempenhado pela securitização para as empresas imobiliárias. Para o ano de 2019, por exemplo, a Direcional Engenharia securitizou operações em mesmo montante que o volume de debêntures emitidas pela empresa, enquanto a MRV Engenharia securitizou o dobro das próprias debêntures.

As tipologias de contrato são menos concentradas que as dos FII, dado que a categoria “Empresas Imobiliárias” apresenta empresas cujas atividades fim variam desde a locação de estabelecimentos, sua administração ou construção para venda. O GRAF. 27 apresenta a proporção das tipologias de contratos nas operações de securitização das empresas imobiliárias:

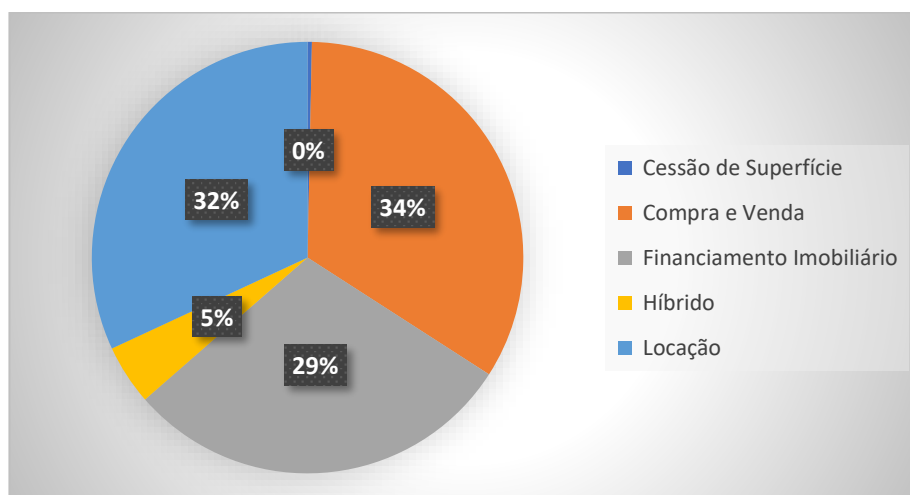


GRÁFICO 27 - Tipos de contrato securitizado pelas empresas imobiliárias (2004-2020)
Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no site da ANBIMA

Também os segmentos em que atuam são mais bem distribuídos que os FII, apesar de ainda haver uma concentração relevante em imóveis Comerciais e Lajes Corporativas como pode ser observado no GRAF. 28. Uma diferença relevante entre a securitização dos FII e das empresas imobiliárias está em uma maior participação do segmento residencial, atrelado às categorias “Apartamentos ou Casas” e “Loteamentos”. Contudo, a participação desses segmentos é menor que 20% do total securitizado pelas empresas imobiliárias:

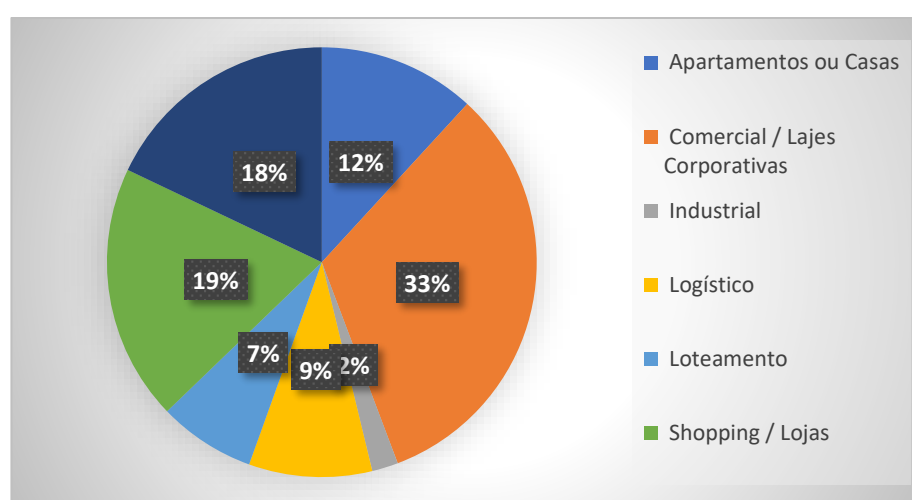


GRÁFICO 28 - Segmento do lastro dos CRI emitidos pelas empresas imobiliárias (2004-2020)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no site da ANBIMA

Quando se parte para uma análise da securitização das empresas imobiliárias voltadas aos imóveis residenciais e pulverizados, características que configuram as operações de securitização dos bancos para fins de comparação, a participação desta no total das empresas imobiliárias é ainda menor, cerca de 10%, sendo o objeto residencial muito distinto daquele financiado pelos bancos. Se nas operações de securitização dos bancos predominam imóveis que se encaixam nos critérios do SFH com limite de valor, taxa de financiamento, visando a provisão de habitação para população de baixa e média renda, nas operações de securitização residenciais das empresas imobiliárias predominam os empreendimentos de alto padrão. Cinco empresas concentram 47% da securitização nessas operações com empreendimentos variando de luxuosos condomínios residenciais, seja em grandes centros urbanos ou na periferia das metrópoles, até empreendimentos

multipropriedade próximos à *resorts* nacionais. Nestes, o mutuário final da operação de securitização compra uma fração do tempo anual de utilização do imóvel, um contrato conhecido como *Time Sharing*, onde várias famílias possuem direito de utilização do mesmo imóvel em momento diferentes. Entre o grupo de cidades onde este tipo de operação de securitização é mais comum se encontram Olímpia/SP, Porto Seguro/BA, Caldas Novas/GO e Gramado/RS.

Dado o valor pouco expressivo das operações de securitização no mercado de imóveis residenciais e sua restrição à camada de alta renda da população, é possível perceber que em nenhum dos principais agentes do circuito financeiro imobiliário houve um espraiamento dessas operações sobre o mercado imobiliário residencial. Não se vê, portanto, o incentivo ao financiamento imobiliário por parte dos CRI, a ideia original por trás da criação deste instrumento. A liquidez que a formatação de CRI trouxe ao mercado imobiliário, absorvida majoritariamente pelo segmento corporativo, entretanto, cumpre um papel fundamental no ciclo de rotatividade do capital.

Segundo Gotham (2012), o mercado imobiliário enfrenta constantemente crises de realização. Devido ao longo período de maturação dos investimentos, a oferta e a demanda imobiliária podem se desajustar, gerando riscos adicionais ao setor. A imobilidade do capital no espaço e o alto valor das operações se conformavam enquanto barreiras de circulação do capital pelo setor, mas a securitização permitiu a transformação de dívidas de longo prazo e financiamentos imobiliários em commodities financeiras comercializáveis. Apesar da análise de Gotham (2012) estar fundamentada no mercado residencial norte-americano, as consequências e a importância da securitização para o mercado corporativo encontram paralelo no caso brasileiro. Ao se comparar o volume securitizado pelas empresas na amostra da ANBIMA com outra base de dados da mesma associação sobre a captação de recursos no mercado de capitais das empresas ligadas ao ramo imobiliário, é possível compreender a importância das operações de securitização na engenharia financeira das empresas. O GRAF. 29 mostra as distintas formas de captação de recursos das empresas imobiliárias no mercado de capitais, adicionando-se o volume de operações em CRI conforme os critérios de categorização das empresas imobiliárias utilizados neste trabalho:

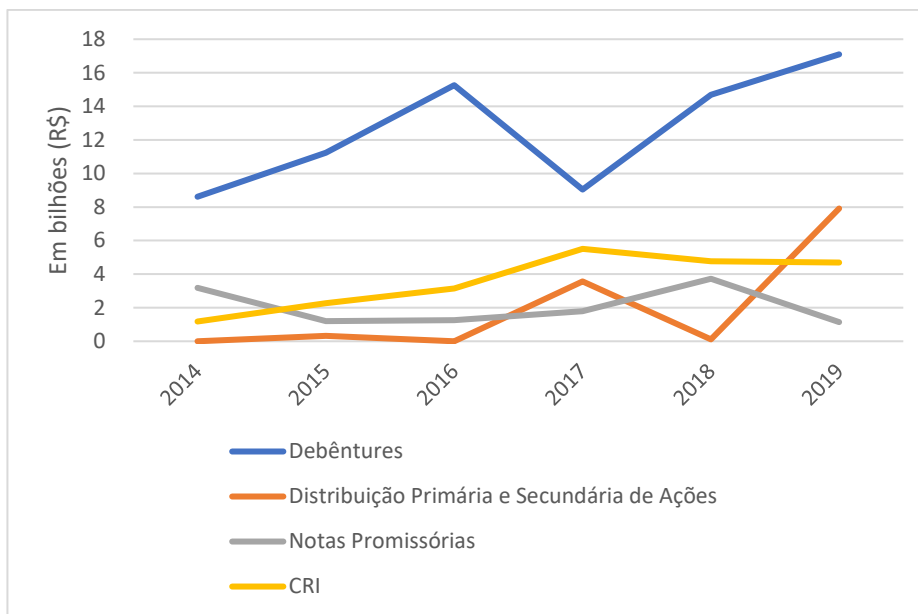


GRÁFICO 29 - Principais fontes de captação de recurso das empresas imobiliárias (2014-2019)

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados no site da ANBIMA e outras fontes da informações da ANBIMA

Anteriormente à 2014, as operações de securitização apresentavam volumes menos expressivos que as notas promissórias, além de descontínuos, iniciando a partir desse ano uma trajetória mais consistente. Entre 2014 e 2019, essa forma de captação de recursos ficou atrás apenas das debêntures do setor imobiliário, que por sua vez, é um dos principais mecanismos de captação da bolsa como um todo, segundo as informações da ANBIMA.

Apesar de terem em comum o objetivo de levantar capital, os mecanismos de captação retratados no GRAF. 29 apresentam diferenças importantes. As debêntures são títulos de dívida de médio e longo prazo, podendo ser emitidas apenas pelas empresas de capital aberto e utilizadas para financiar projetos, capital de giro ou alongamento do passivo. Na emissão desses títulos, a finalidade da utilização dos recursos é pré-definida em um prospecto apresentado aos investidores. As Notas Promissórias também são títulos de dívida, porém de curto prazo e geralmente utilizadas para necessidades mais imediatas de caixa, podendo ser emitidas tanto por empresas de capital aberto quanto por empresas de capital fechado. Ambas são instrumentos de dívida e competem com a emissão primária ou secundária de ações pela participação no passivo da empresa, ou seja, em sua estrutura de financiamento. Na lógica do departamento de finanças das empresas, o

objetivo do *Chief Financial Officer* (CFO) é procurar o Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) mínimo para as empresas, ajustando as proporções mais adequadas entre dívida com terceiros e o capital dos acionistas. Os CRI permitem às empresas do ramo imobiliário, e às demais empresas, se financiarem sem a necessidade de alteração em sua estrutura de capital. Em última instância, auxiliam na resolução do problema da realização do capital imobiliário tal como ressaltado por Gotham (2012), na transformação da mercadoria em dinheiro, possibilitando um aumento na velocidade rotacional do capital.

No ciclo de reprodução do capital construtor, a securitização está presente não só no momento final do esquema D-M-D', quando as mercadorias estão vendidas, porém a empresa construtora ainda não recebeu a totalidade dos valores dos contratos de compra e venda, possibilitando o fechamento de um ciclo e o início de outro, mas também no início do ciclo, quando da transformação do dinheiro em mercadoria. A securitização permite ao capital construtor adiantar o dinheiro necessário ao processo construtivo através do recebimento antecipado dos contratos de compra e venda que vão sendo firmados ao longo do processo produtivo. É caso dos CRI não-performados, que configuram uma operação de securitização cujo imóvel lastro ainda não está pronto e entregue pela construtora.

A securitização impulsiona, assim, a reprodução ampliada do capital ao permitir que os ciclos de produção se renovem em ritmo mais acelerado. Ao adiantar os recebimentos futuros, mesmo que o imóvel ainda não esteja pronto, resolve o problema da realização do valor da mercadoria imobiliária para o construtor. Por outro lado, o capital portador de juros que concede o capital adiantado se apropria de uma parcela do lucro industrial da produção imobiliária e da incorporação (TOPALOV, 1978). A securitização, ao conciliar o processo de extração da Renda da Terra, seja por parte das construtoras ou dos FII, com a recente conformação do capital enquanto detentor de títulos dos mais variados que geram renda, para além de seu papel no comando do processo de produção, reposiciona o questionamento da incompatibilidade entre acumulação de capital e rentismo (PAULANI, 2016). Ao propagar seus canais de fluxo de mais-valor à um amplo conjunto de atividades econômicas, a financeirização conseguiu esvaziar o conflito entre rentistas e capital produtivo, vinculando a valorização fundiária ao processo de financeirização da cidade, que em última instância alimenta o setor financeiro (TONUCCI FILHO & MAGALHÃES, 2017).

6. Conclusões

Ao longo deste trabalho, procurou-se caracterizar o quadro geral do circuito financeiro imobiliário no Brasil, no período recente, do ponto de vista da estrutura de *funding* das principais fontes de financiamento imobiliário. Entendido enquanto algo dinâmico, fruto das contradições e das tensões entre dois sistemas de financiamento com atores e propósitos distintos, o financiamento imobiliário no Brasil é tema que possui múltiplas faces. Não sem suas próprias tensões se desenvolveu o esforço de pesquisa dessa dissertação. A começar pelo próprio conceito de crédito imobiliário, submerso em uma zona cinzenta entre o financiamento imobiliário e o crédito habitacional e que abre margem para os imbricamentos entre o SFH e o SFI (ROYER, 2009; GOMES, 2015; PEREIRA; 2015). As múltiplas conexões e sobreposições entre os instrumentos de financiamento imobiliário se constituíram enquanto um desafio adicional na intenção de explorar as particularidades de cada um imerso em sua relação com os demais. Mesmo assim, optou-se por seguir, na medida do possível, um laço temporal na exposição desses instrumentos a fim de posicionar o contexto no qual estão inseridos como um importante elemento na determinação dos rumos que têm tomado o processo de financeirização do imobiliário no país. Apesar do “encaixotamento” das fontes de *funding* imobiliário em seções e subseções ao longo do texto, provoca-se seu entendimento somente enquanto conjunto de relações que manifestam a hegemonia do capital financeiro. Daí compreender a rede que prolifera novos canais de fluxo de mais-valor não somente enquanto origem do processo de financeirização do imobiliário, mas também como seu produto (TONUCCI FILHO & MAGALHÃES, 2017).

Ao focar em uma investigação global do financiamento imobiliário e, em particular, nos instrumentos relacionados ao processo de financeirização, este trabalho abstraiu o território de sua análise. Entretanto, entende-se que para um conhecimento mais profundo do processo de financeirização do imobiliário é necessário compreender como esse fenômeno se alastra e se relaciona com o espaço, lugar onde não só acontecem as relações socioeconômicas, mas que também é por elas produzido (CAVALCANTE ET AL, 2018). Outro ponto limitante se refere a discussão sobre o *déficit* habitacional no Brasil, também espacializado, e que ocupa uma posição de destaque nos momentos de criação e no desenvolvimento do SFH e do SFI. Apesar de não ter sido o foco das análises,

o tema permeia constantemente os debates sobre a criação e avaliação dos novos instrumentos financeiros. Busca-se, com os resultados deste esforço de pesquisa, contribuir para a compreensão geral dos rumos destes instrumentos ao identificar e relacionar as tendências recentes observadas em suas fontes de recursos.

O circuito financeiro imobiliário no Brasil, ao longo de sua existência, por meio de todo seu aparato regulatório e através de suas principais fontes de recursos, foi marcado pelo direcionamento de recursos para o financiamento imobiliário, em particular o financiamento da habitação. As duas principais fontes que ditavam os rumos do crédito imobiliário sempre foram e ainda são o SBPE e o FGTS. O direcionamento via exigibilidades sempre foi a pedra angular da política habitacional no Brasil. Mesmo com o surgimento relativamente recente de um outro sistema de financiamento mais relacionado à hegemonia do capital financeiro e seus “dispositivos” (SANFELICI & HALBERT, 2018) – o SFI, o quadro geral do circuito financeiro pouco se alterou (PEREIRA, 2015). Ao invés de promover um deslocamento do financiamento imobiliário do sistema bancário para o mercado de capitais, via CRI e FII, os novos instrumentos do SFI, principalmente as LCI, reforçaram o papel dos bancos na coordenação do crédito imobiliário. Há que se notar, contudo, que esse reforço em termos de recurso se concentrava em operações mais rentáveis para os bancos direcionadas às camadas de média e alta renda (PEREIRA, 2015).

Como a atuação dos agentes de financiamento imobiliário não é exclusiva a um ou outro sistema de financiamento, assistiu-se ao longo do tempo a construção de canais de comunicação entre os recursos de um sistema e outro. Foi assim que recursos destinados ao financiamento da habitação popular, como os recursos do FGTS, passaram a se utilizar e se formatar em operações características do SFI. Operações semelhantes foram computadas nas exigibilidades que deveriam atender aos critérios do SFH com relação aos recursos do SBPE. As legislações e regulações foram se ajustando de forma a permitir e balizar essas conexões, abrindo as portas do crédito imobiliário, marcado pela forte presença das políticas de direcionamento de recursos, ao capital portador de juros em seu percurso de remover, para além das barreiras espaciais (GOTHAM, 2012), os limites regulatórios que o impediam de expandir a extração de renda da terra sobre a vasta riqueza em forma de propriedade imobiliária.

A análise sobre a evolução recente das principais estruturas de *funding* imobiliário no Brasil permite distinguir alguns novos contornos que toma o processo de

financeirização do imobiliário no país. A mobilização da terra enquanto um ativo financeiro puro e a extração de renda da terra promovida pelos novos instrumentos financeiros abrem brechas por ambos os sistemas de financiamento por várias frentes.

No âmbito do SFH, cujo intuito, desde sua criação, seria a promoção de uma política habitacional a nível nacional por meio do direcionamento de recursos e que visasse o combate ao *déficit* habitacional, percebeu-se o reforço de uma tendência que se conformava na última década: a liberalização dos recursos do SBPE para financiamentos ao mercado e a concentração do financiamento imobiliário enquanto política habitacional apenas nos recursos do FGTS. Se num primeiro momento a Resolução CMN nº 3.932/2010 permitiu o cômputo dos instrumentos do SFI nas exigibilidades do SFH, a Resolução CMN nº 4.676/2018 impede a prática, mas destrava completamente o direcionamento de recursos da caderneta de poupança do SFH. Desse modo, a nova regulação descaracteriza o SBPE enquanto parte da política de combate ao *déficit* habitacional, relegando esse papel ao FGTS. Não deixa de ser, entretanto, uma política habitacional, cujo direcionamento se dá de acordo com as forças de mercado, nem uma descontinuidade de uma face da financeirização que teve seu início em 1986 quando a responsabilidade do controle sobre a poupança passou do BNH para o Banco Central, reforçando o viés da política monetária na concessão do crédito habitacional (ROYER, 2009). A intensificação da tendência, contudo, vem em um momento em que a autoridade monetária toma um caminho mais “autônomo” do Estado alinhada à uma perspectiva neoliberal. Não sem suas próprias contradições flui tal processo na medida em que o neoliberalismo é, ele próprio, um modo de governar e uma estrutura particular de poder (TONUCCI FILHO E MAGALHÃES, 2017, p. 444).

Mesmo com as alterações nos critérios de alocação de recurso, o SBPE deve continuar a destinar, no mínimo, 65% do saldo da poupança para o crédito habitacional, mantendo sua importância enquanto uma das principais fontes de recurso na estrutura geral do *funding* imobiliário. Demonstrou-se alguns limites da política habitacional centrada em recursos de curto-prazo. O tempo que os recursos da caderna de poupança permanecem nas contas individuais (*turn-over*), é baixo e o financiamento imobiliário por esta fonte fica comprometido em momentos de alta volatilidade econômica e de expectativas das famílias. O que se observou nesses momentos, como quando da crise de 2015-2016, quando o financiamento imobiliário com recursos do SBPE caiu drasticamente, mesmo após a recuperação dos saldos da poupança, foi uma atuação

coordenada com o FGTS, de caráter mais discricionário, injetando recursos adicionais no financiamento imobiliário durante a recessão.

Além da volatilidade da aplicação de recursos, observaram-se ainda outros limites dessa fonte de financiamento. Por ser uma fonte cujos recursos estão concentrados nas contas das camadas de média e alta renda, e por serem estas o público-alvo do marketing direcionado para outros ativos financeiros mais rentáveis ao mercado financeiro, como os FII (SANFELICI & HALBERT, 2018), é possível que a poupança tenda a se enfraquecer enquanto instrumento de financiamento imobiliário ao longo do tempo na medida em que ocorre uma migração de recursos da caderneta de poupança para o financiamento de outras operações. Pereira (2015) ressaltou como as LCI se constituíam enquanto instrumento semelhante à poupança para as classes médias e altas, competindo entre si, e com as LCI gerando um *funding* bancário específico para operações de financiamento imobiliário à mercado. Aliado ao fenômeno de crescimento do número de investidores e contas na bolsa de valores, percebeu-se que, nos subscritores dos FII e dos CRI, grande parte da categoria de pessoa física, que tem apresentado uma composição significativa no financiamento dessas operações, está atrelada ao segmento *Private* e/ou Alta Renda. Esses fatores confluem para o entendimento de que a poupança está perdendo espaço comparativamente à outras opções de ativos. Não só isso, mesmo enquanto uma aplicação para reserva de valor, a poupança tem cedido espaço para seus pares mais próximos no agregado monetário ao qual está inserida (ANNIBAL, 2012). Isso implica, em última instância, que mesmo que o saldo da poupança, e conseqüentemente o financiamento imobiliário via SBPE, esteja crescendo em termos reais, as formas dinheiro que circulam por meio dos outros ativos crescem em um ritmo maior. Talvez este seja um dos motivos que auxiliam no entendimento de por que o sistema bancário do país não seguiu a trajetória dos países desenvolvidos, onde o crédito imobiliário superou o crédito não-imobiliário (JORDÁN ET AL, 2014).

O FGTS permanece com sua finalidade de financiar a habitação popular no país. Porém, essa não é sua única atribuição, nem seu único uso por parte do Estado. Os recursos do fundo representaram 43% de todo o financiamento imobiliário concedido pelas instituições bancárias em 2019, dado que a Caixa é agente operador e financeiro do fundo, sendo os recursos do FGTS constituintes do balanço da instituição. A partir da Resolução CMN nº 4.676/2018 apenas essa parcela do financiamento imobiliário habitacional permaneceu vinculada aos critérios do SFH. O FGTS demonstrou-se

enquanto uma fonte de recursos mais estável que a poupança ao longo do tempo, por mais que sua captação de recursos seja cíclica e correlacionada com o nível de emprego. Apesar de possuir uma execução orçamentária composta por uma variedade de programas, o Programa Carta de Crédito Individual e o Programa de Apoio à Produção concentram a maior parte dos recursos do fundo, sendo que o último passou a receber a maior parte dos recursos desde 2017, ressaltando o viés da política de financiamento habitacional via produção de novas unidades. Essa inflexão privilegia as incorporadoras e construtoras na medida em que o financiamento concedido por meio de programas que viabilizam a aquisição de imóveis usados é um crédito perdido para o setor da construção civil (ROYER, 2009).

Entretanto, o poderio do FGTS em termos de recursos e sua capacidade de influenciar a dinâmica econômica torna o fundo uma arena de interesses por parte dos mais variados segmentos econômicos representados no CCFGTS. Apesar do fato de que as atas do CCFGTS não revelam a totalidade dos conflitos presentes nas reuniões do Colegiado e de que o governo federal sempre delibera em última instância sobre as questões relativas ao fundo, há recorrentemente uma disputa entre os discursos de preservação de seu patrimônio e a utilização de seus recursos enquanto braço da política fiscal de um Estado austero. Nesse interim, ainda são postas atribuições adicionais ao fundo que desempenham uma “visão de futuro” ao trazer os instrumentos criados no âmbito do SFI enquanto ferramentas de promoção da política habitacional. Persiste, assim, a matriz ideológica do SFI, conforme apresentada por Royer (2009), ainda sustentando um discurso que o contrapõe ao SFH, este último enquanto um sistema insuficiente e ineficiente.

Porém, conforme demonstrado ao longo deste trabalho, ainda não se materializou a dita motivação original da criação dos instrumentos do SFI, haja vista, a constituição de um outro canal de *funding* imobiliário que pudesse alimentar o crédito habitacional no país e, por sua vez, combater o *déficit* habitacional. Na prática, os instrumentos do SFI abriram novos canais de fluxo de mais-valor fora do mercado residencial ou, quando no mercado residencial, restrito às operações onde a lucratividade fosse maior, deslocando o financiamento imobiliário para as camadas de média e alta renda.

Nesse sentido, o processo de financeirização do imobiliário no Brasil, até o presente momento, seguiu uma trajetória divergente daquela observada nas economias avançadas. As operações de securitização no país não impulsionaram o volume e a

disponibilidade de financiamento imobiliário residencial por si só. Quando se manifestaram, sempre estiveram presentes motivações externas ao mercado, quer seja o fornecimento de liquidez ao mercado secundário de títulos financeiros (ROYER, 2009), quer seja um estímulo fiscal, ambos operacionalizados através do FGTS. Sem o fundo, a securitização residencial permaneceu limitada, quase inexpressiva em relação às demais fontes de financiamento habitacional. Mas se não cumpriram com sua finalidade de combater o *déficit* habitacional e gerar uma fonte mais dinâmica de financiamento da habitação, os instrumentos do SFI e outros elementos do processo de financeirização, tal como os FII, cumpriram um papel fundamental para o capital financeiro: o aprofundamento da conexão entre o mercado de capitais e o mercado imobiliário.

Os instrumentos do SFI podem ser caracterizados à luz do processo de transformação da terra enquanto um ativo financeiro puro (HARVEY, 2006) ou da mobilização da terra enquanto um ativo financeiro (WARD, 2019). Sob essa perspectiva, o processo de financeirização no Brasil tomou os contornos de um processo de “*assetisation*” de que fala Ward (2019), ou seja, de uma transformação abrangente dos recursos urbanos em ativos financeiros. No limite, a proliferação dos canais de fluxo de mais-valor que estes instrumentos abrem ao capital se estende à todas as atividades econômicas (TONUCCI FILHO & MAGALHÃES, 2017). Como visto, a intensificação das emissões dos FII levou a um reposicionamento dessa fonte de recursos dentro de seu lugar no circuito financeiro imobiliário no país. A volumosa entrada de capital no setor aciona um movimento de absorção do espaço urbano, principalmente dos espaços privilegiados, que associada ao crescimento de uma estratégia mais ativista por parte dos gestores desses fundos vai ampliar a sucção de renda da terra através de duas frentes: i) ampliação da propriedade imobiliária sob gestão; ii) intensificação das práticas ativistas que buscam retirar o máximo de lucratividade dos imóveis. Os gestores dos FII surgem enquanto um intermediário no conflito entre o dono da propriedade, o FII, e o usuário do imóvel, o capitalista, buscando aprimorar as Rendas Diferenciais advindas do investimento direto. Não só. Essa estratégia mais ativista por parte dos gestores de fundos, ao envolver a constante reciclagem dos ativos, intensifica a especulação urbana ao trazer para o jogo das decisões locacionais um profissional das antecipações (ABRAMO, 2007). Além da demanda do capital por ativos financeiros que gerem renda, sobretudo aqueles atrelados à imóveis por conferirem segurança (AALBERS, 2016) e/ou prestígio (COLLINS ET AL, 2017), também há um direcionamento por parte da oferta na medida

em que se multiplicam os gestores que propõe “bater o mercado” através da gestão ativa (BRETT, 2016).

É nesse contexto que a securitização no Brasil emerge renovada no período recente. Se até 2016, as emissões eram marcadas pela presença do FGTS enquanto um “encomendador” da securitização, mas em formatos preteridos pelos agentes de mercado, dado que as operações de financiamento passíveis da formatação em CRI deveriam atender aos critérios do SFH, a partir de então, com a ausência do fundo, as operações passam a ser mais “genuinamente de mercado” (UQBAR, 2018, p. 18). Apesar de a securitização residencial não ter evoluído, percebeu-se que a utilização dos CRI foi estendida à outros agentes que se utilizaram da cessão de créditos imobiliários para fins diversos. Os FII aproveitaram-se da securitização enquanto um mecanismo de alavancagem financeira, constituindo passivos sem necessidade de contração de dívidas – o que não é possível em sua formatação jurídica no Brasil. Para as empresas imobiliárias, a securitização passou a compor o rol de instrumentos da engenharia financeira dessas empresas também permitindo a alavancagem financeira sem necessidade de alteração na estrutura de capital dessas empresas. Nesse setor, os CRI superaram os valores de instrumentos mais tradicionais como ofertas primárias e secundárias de ações, notas promissórias, e atingiram patamares semelhantes à utilização das debêntures pelo setor imobiliário.

Nesse novo momento da securitização, os FII desempenham um papel central no financiamento dessas operações, adquirindo CRI no mercado primário e, através de sua orientação ativa na gestão dos portfólios, transacionando os recorrentemente no mercado secundário, resultando em volumes de negócios recorde. Dessa forma, os FII se constituem enquanto o principal vetor no fornecimento de liquidez à esse mercado atualmente, abrindo as portas para o horizonte que a Resolução CMN nº 4.661 formou ao obrigar uma parcela importante dos fundos de pensão à investir em imóveis exclusivamente através de FII, CRI ou CCI. Como visto, essas entidades apresentam volumes expressivos investidos diretamente em imóveis e, atualmente, apresentam baixa participação na estrutura de financiamento dos FII, se constituindo enquanto uma força adicional ao crescimento do patrimônio sob gestão destes na próxima década.

Ao destrinchar as operações de financiamento dos CRI e dos FII foi possível perceber como estes produtos financeiros não só se reforçam através da rede por eles formados como também produzem essa rede constantemente (TONUCCI FILHO E

MAGALHÃES, 2017) ao se sobreporem em camadas que torna difícil o apartamento entre esses recursos. Mas entra aí a lógica de aumentar o patrimônio sob gestão do ‘asset manager capitalism’ (BRETT, 2016), sobre o qual serão cobradas as taxas de administração e performance irá remunerar a casta dos gestores de fundos.

Como as resoluções do Banco Central citadas neste trabalho possuem um período de transição para o vigor completo da regulação, torna-se difícil discernir em qual momento uma avaliação dos resultados dessas políticas irá dar subsídio para uma definição mais assertiva sobre os novos rumos da financeirização no Brasil. Entretanto, é possível dizer para onde esse processo não tem se direcionado. A exceção do FGTS, nenhum dos demais instrumentos tem contribuído para uma ampliação do acesso à moradia no país, principalmente às camadas de baixa de renda que compõe a maior parte do *déficit* habitacional. Torna-se necessária uma política habitacional que preencha o vazio a ser deixado pelos recursos do SBPE. Num cenário em que os recursos do FGTS estão comprometidos duplamente através da captação prejudicada pelo alto desemprego e da utilização dos recursos do fundo em políticas anticíclicas de curto prazo, uma política habitacional é urgente. Os instrumentos do SFI não foram capazes de fomentar a acusada “insuficiência” dos recursos do SFH. A securitização não foi absorvida pelos bancos de modo a renovar os estoques de crédito habitacional de seus balanços. Estas instituições preferiram rentabilizar a securitização através do papel de intermediário financeiro enquanto coordenador das emissões, apontando na direção de um modelo de negócios para a cobrança de taxas ao invés de juros sobre empréstimos (DYMSKI, 2009). Os bancos no Brasil não apresentam uma proporção maior do crédito imobiliário em relação ao crédito não-imobiliário, ao contrário das instituições bancárias das economias desenvolvidas (JÓRDAN ET AL, 2014). Uma completa caracterização da divergência na trajetória das instituições financeiras do país com relação a seus pares internacionais, contudo, necessita de uma investigação mais aprofundada das causas. É possível que as taxas de juros dos países emergentes, geralmente mais elevadas que nas economias centrais, tenham desempenhado um papel relevante nessas trajetórias.

Ao que se indica pelos dados aqui trabalhados, assiste-se a um novo capítulo do processo de financeirização do imobiliário centralizado na incorporação de ativos sob gestão do ‘asset manager capitalism’ (BRETT, 2016). Ativos tanto “de tijolo”, como no caso dos imóveis, quanto ativos “de papel” quando se tratam das dívidas imobiliárias securitizadas. A soma de recursos dos FII ultrapassou recentemente o valor de mercado

de todas as empresas da construção civil na bolsa de valores. Se o paradigma anterior da financeirização do imobiliário foi marcado pelo IPO das empresas imobiliárias e a expansão da construção de um espaço urbano atrelado às logicas financeiras (FIX, 2011; SANFELICI, 2013), adiciona-se agora a gestão do espaço urbano, difuso entre múltiplos ‘donos’ e levado a cabo pelos profissionais da antecipação.

Ao lançar luz sobre o quebra cabeça do circuito financeiro imobiliário no Brasil, este trabalho, contudo, deixou em aberto algumas questões para investigação futura. Talvez a principal delas seja uma outra tensão, que por sua vez tem relação com a tensão entre SFH e SFI, das forças de concentração e dispersão do capital no território. Sabe-se que a maior parte do patrimônio imobiliário dos FII “de tijolo” está concentrado na Região Metropolitana de São Paulo e seu entorno (SANFELICI & HALBERT, 2018). Os CRI, apesar de mais dispersos, também apresentam sinais de gravidade ao redor das Regiões Metropolitanas (ABREU, 2019). Em último caso, um deslocamento de recursos da poupança, principalmente das famílias mais ricas, por sua vez assediadas pelos bancos a investirem nesses ativos (SANGELICI & HALBERT, 2018), e dado que concentram a maior parte dos depósitos, pode não só prejudicar o financiamento imobiliário habitacional em favor do financiamento imobiliário corporativo como reforça a concentração de capital nas principais metrópoles do país. Caso verificado, tal processo se constituiria, assim, enquanto um vetor de desigualdade no acesso das famílias ao financiamento para moradia e, também, em um processo desigual de absorção da riqueza imobiliária no território. Estes e outros desdobramentos de um processo de financeirização do imobiliário que não acontece sem um território e nem este deixa de ser produzido por ele, porém, são temas para um outro estudo.

7. Referências Bibliográficas:

- AALBERS, M.B. **The financialization of home and the mortgage market crisis.** *Competition & Change* 12.2, 148–66, 2008.
- AALBERS, M.B. **Subprime Cities: The Political Economy of Mortgage Markets.** Oxford: Wiley-Blackwell, 2012.
- AALBERS, M.B. *The Financialization of Housing: A Political Economy Approach.* Routledge, London, 2016.
- AALBERS, M.B. **The variegated financialization of housing.** *International Journal of Urban and Regional Research.* doi: 10.1111/1468-2427.12522, 2017.
- AALBERS, M.B. **Financialization.** In: D. Richardson, N. Castree, M.F. Goodchild, A.L. Kobayashi and R. Marston (Eds) *The International Encyclopedia of Geography: People, the Earth, Environment, and Technology.* Oxford: Wiley, 2019.
- ABRAMO, P. **A cidade caleidoscópica: coordenação espacial e convenção urbana: uma perspectiva heterodoxa para a economia urbana.** Rio de Janeiro, Bertrand Brasil, 2007.
- ABREU, M. **O mercado habitacional confiscado pelas finanças: uma análise a partir dos Certificados de Recebíveis Imobiliários.** IN: *Financeirização e estudos urbanos na América Latina.* Org: SHIMBO, L; RUFINO, B. Rio de Janeiro: Editora Letra Capital, 2019.
- ALMEIDA, R.; BRANDÃO, M.; TORRES, R.; PATRÍCIO, P.; AMARAL, P. **An assessment of the impacts of large scale urban projects on land values: The case of Belo Horizonte.** *Brazil. Papers in Regional Science*, v. 100, p. 1455-1556, 2020.
- ANBIMA. **Fundos de Investimento Imobiliário.** Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2014.
- ANBIMA. **Estudos Especiais – Produtos de Captação: Certificados de Recebíveis Imobiliários.** Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2015.
- ANNIBAL, C. **Determinantes da Captação Líquida dos Depósitos de Poupança.** *Trabalhos para Discussão*, nº 301, Banco Central. Brasília, 2012.
- ARANTES, P.; FIX, M. **Como o governo Lula pretende resolver o problema da habitação: alguns comentários sobre o pacote habitacional Minha Casa, Minha Vida.** *Correio da Cidadania.* São Paulo, 2009.
- ARAUJO, D. **Determinantes do indexador das emissões de certificado de recebíveis imobiliários no mercado brasileiro.** Dissertação de Mestrado. Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2019.

BRASIL. Ministério das Cidades. Secretaria Nacional de Habitação. **Déficit habitacional no Brasil 2008**. Brasília, 2011.

BRETT, B. **From performativity to political economy: index investing, ETFs and asset manager capitalism**. *New Political Economy*, Vol 21, nº3, 257-273, 2015.

CARDOSO, A.; ARAGÃO, T. **A reestruturação do setor imobiliário e o Programa Minha Casa Minha Vida**. IN: Estado e Capital Imobiliário: Convergências atuais na produção do espaço urbano brasileiro. Org: MENDONÇA, J; COSTA, H. Editora, C/Arte, 2011.

CARDOSO, A.; ARAGÃO, T. **Vinte e dois anos de política habitacional no Brasil: da euforia à crise**. IN: Vinte e dois anos de política habitacional no Brasil: da euforia à crise. Org: CARDOZO, A.; ARAGÃO, T.; JAENISCH, S. Letra Capital Editora, Rio de Janeiro, 2016.

CAVALCANTE, A; CROCCO, M.; SANTOS, F; NOGUEIRA, M. **Financialization and Space: Theoretical and Empirical Contributions**. *Revista Brasileira de estudos Urbanos Regionais*. v. 20, nº 02, p.193-220. São Paulo, 2018.

CROTTY, J. **If Financial Market Competition is Intense, Why are Financial Firm Profits so High? Reflections on the Current ‘Golden Age’ of Finance**. *Competition & Change*, Vol. 12, Nº2, p167-183, Jun, 2008.

DYMSKI, G.A. **Why the subprime crisis is diferente: a Minskyian approach**. *Cambridge Journal of Economics* 2010, 34, 239–255, 2009.

DYMSKI, G. A. **The reinvention of Banking and the Subprime Crisis: On the Origins of Subprime Loans, and How Economists Missed the Crisis**. In *Subprime Cities: The Political Economy of Mortgage Markets*, edited by M.B. Aalbers, 151-184. Oxford: Wiley-Blackwell. Hacker, J. *The Great Risk Shift*. Oxford: Oxford University Press, 2012.

ELOY, C. **O papel do Sistema Financeiro da Habitação diante do desafio de universalizar o acesso à moradia digna no Brasil**. Tese (Doutorado) - Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2013.

ENGELN, E. **Crisis in Space: Ruminations on the Unevenness of Financialization and its Geographical Implications**. In *The Wiley-Blackwell Companion to Economic Geography*, edited by T.J. Barnes, J. Peck, and E. Sheppard. Chichester, UK: John Wiley & Sons, 2012.

ERTURK, I.; FROUD, J.; JOHAL, S.; LEAVER, A.; WILLIAMS, K. **Financialization at Work: Key Texts and Analysis**. Routledge, London, 2008.

FIX, M. **Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil**. Tese (Doutorado) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas. Campinas, 2011.

FRANCO, F. **Tijolos de Papel: Dimensões territoriais da isenção tributária dos fundos de investimento imobiliário no brasil**. Dissertação de Mestrado. Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2019.

GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A.; CASTRO, L.; HERMANN, J. **Economia Brasileira Contemporânea: 1945-2010**. 2ª Ed. Elsevier, São Paulo, 2011.

GOTHAM, K.F. **Creating liquidity out of spatial fixity: The secondary circuit of capital and the restructuring of the US housing finance system**. In *Subprime Cities: The Political Economy of Mortgage Markets*, edited by M.B. Aalbers, 25–52. Oxford: Wiley-Blackwell. Hacker, J. *The Great Risk Shift*. Oxford: Oxford University Press, 2012.

GOMES, A. **Direito e Financiamento: as transformações regulatórias na passagem do sistema financeiro de habitação para o sistema de financiamento imobiliário**. Dissertação. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2015.

HARVEY, D. **The urban process under capitalism: a framework for analysis**. *International Journal of Urban and Regional Research* 2.1–3, 101–31, 1978.

HARVEY, D. **The limits to capital**. Verso, London, 2006.

HARVEY, D. *Spaces of Capital: Towards a Critical Geography*. New York, 1975 [2001].

HARVEY, D. **Foreword: The Urban Roots of the Financial Crisis**. In *Subprime Cities: The Political Economy of Mortgage Markets*, edited by M.B. Aalbers, xiii-xx. Oxford: Wiley-Blackwell. Hacker, J. *The Great Risk Shift*. Oxford: Oxford University Press, 2012.

JORDÀN, O.; SCHULARICK, M.; TAYLOR, A. **The Great Mortgaging: Housing Finance, Crisis, and Business Cycles**. NBER Working Paper No. 20501, 2014.

KLINK, J.; SOUZA, M. **Financeirização: conceitos, experiências e a relevância para o campo do planejamento urbano brasileiro**. *Caderno Metrôpole*. V. 19, nº 39, p. 379-406, São Paulo, 2017.

LEVELS, A.; CAPEL, J. **Is collateral becoming scarce?** *Journal Of Financial Market Infrastructures*. Vol. 1, Nº 1, Fall (29-53), 2012.

MACKINNON, R. **The world dollar standard and globalization: New rules for the game?** In: E. Helleiner and J. Kirshner (eds.) *The Future of the US Dollar*. Ithaca, NY: Cornell University Press, 2009.

MAPURANGA, P.; MENESES, A. **A Segmentação de Mercado em Web Banking no Brasil**. XXXV Encontro da ANPAD. Rio de Janeiro, 2011.

MELAZZO, E. S. E; ABREU, M. A. **A expansão da securitização imobiliária. Uma prospecção a partir da cidade de Ribeirão Preto/SP**. *GEOUSP – Espaço e Tempo* (Online), v.23, n.1, p. 022-039, abr, 2019.

MINOSSO, A.; MINOSSO, F.; BURGIN, J.; BATTISTI, J.; WEISE, A. **O uso da bibliometria como ferramenta no auxilia à novas pesquisas em Fundos de Investimento Imobiliário**. 17ª Conferência Internacional da Latin American Real Estate Society. São Paulo, Brasil, 2017.

- MORAES, A. **Diversificação dos Fundos de Investimento Imobiliário Brasileiros**. Dissertação de Mestrado. Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP), Mestrado Profissional em Administração. São Paulo, 2016.
- MORALES, P. **Um estudo sobre os depósitos sem vencimento: determinantes dos volumes de poupança**. Dissertação de Mestrado. Programa de Mestrado Profissional. Instituto de Ensino e Pesquisa (INSPER). São Paulo, 2011.
- NETO, V.; KRAUSE, C.; FURTADO, B. **O Deficit Habitacional Intrametropolitano e a Localização de Empreendimentos do Programa Minha Casa, Minha Vida: Mensurando Possibilidades de Atendimento**. IN: Avaliação de Políticas Públicas no Brasil: uma análise de seus impactos regionais. Editor: Guilherme Mendes Resende. Rio de Janeiro, Ipea, 2014.
- ROYER, L. **Financeirização da política habitacional: Limites e perspectivas**. São Paulo: USP/FAU, 2009.
- ROYER, L. **Financeirização da política habitacional: limites e perspectivas**. São Paulo: Annablume, 2014.
- ROYER, L. **O FGTS e o mercado de títulos de base imobiliária: relações e tendências**. Cadernos Metrópole. v. 17, nº 35, p. 33-51. São Paulo, 2016.
- COLLINS, J.; LLOYD, T.; MACFARLANE, L. **Rethinking the Economics of Land and Housing**. Zed Books Ltd: London, 2017.
- SANFELICI, D. **A metrópole sob o ritmo das finanças: implicações socioespaciais da expansão imobiliária no Brasil** [The metropolis under the pace of finances: socio-spatial implications of the real estate expansion in Brazil]. PhD dissertation, Department of Geography, University of São Paulo, 2013.
- SANFELICI, D; HALBERT, L. **Financial market actors as urban policy-makers: the case of real estate investment trusts in Brazil**. Urban Geography, 2018.
- SANTORO, P.; ROLNIK, R. **Novas frentes de expansão do complexo imobiliário-financeiro em São Paulo**. Caderno Metrópole, v. 19, nº 39, p. 407-431. São Paulo, 2017.
- SCHWARTZ, H. **Finance and the State in the Housing Bubble**. In Subprime Cities: The Political Economy of Mortgage Markets, edited by M.B. Aalbers, 53-73. Oxford: Wiley-Blackwell. Hacker, J. The Great Risk Shift. Oxford: Oxford University Press, 2012.
- SINGER, A. **Cutucando Onças com Varas Curtas: O ensaio desenvolvimentista no primeiro mandato de Dilma Rousseff (2011-2014)**. Novos Estudos, 2015.
- SHIMBO, L. **Habitação social, Habitação de mercado: a confluência entre Estado, empresas construtoras e capital financeiro**. Tese de Doutorado, Escola de Engenharia de São Carlos - Universidade de São Paulo, 2010.

PAULANI, L. **Acumulação e rentismo: resgatando a teoria da renda de Marx para pensar o capitalismo contemporâneo.** Revista de Economia Política. Vol. 36, nº 3, p. 514-535, 2016.

PEREIRA, A. **Intervenções em centros urbanos e conflitos distributivos: modelos regulatórios, circuitos de valorização e estratégias discursivas.** Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2015.

PEREIRA, A. **Financialization of housing in Brazil: New frontiers.** International Journal of Urban and Regional Research, 2017.

UQBAR. **Securitização e Financiamento Imobiliário**, 2015.

UQBAR. **Finanças Estruturadas**, 2017.

UQBAR. **Anuário Imobiliário**, 2017.

UQBAR. **Certificados de Recebíveis Imobiliários**, 2018.

UQBAR. **Fundos de Investimento Imobiliário**, 2018.

UQBAR. **Certificados de Recebíveis Imobiliários**, 2019.

UQBAR. **Fundos de Investimento Imobiliário**, 2019.

UQBAR. **Certificados de Recebíveis Imobiliários**, 2020.

UQBAR. **Fundos de Investimento Imobiliário**, 2020.

TONUCCI FILHO, J. B. M.; MALHÃES, F. **A metrópole entre o neoliberalismo e o comum: disputas e alternativas na produção contemporânea do espaço.** Caderno Metropolitano, v. 19, n} 39, p. 433-454. São Paulo, 2017.

TONUCCI FILHO, J. B. M. **Do direito à cidade ao comum urbano: contribuições para uma abordagem lefebvriana.** Revista Direito e Práxis, Vol. 11, nº 1. Rio de Janeiro, 2020.

TOPALOV, C. **La urbanización capitalista.** México: Edicol, 1979.

WARD, C. **The Mobilisation of land as a financial asset: The Politics of Urban Rent Production in Post-Industrial Manchester and Antwerp.** Dissertation for degree of Doctor of Science. Arenberg Doctoral School, Faculty of Science. Ku Leuven, Apr, 2019