

SECURITIZAÇÃO DA HABITAÇÃO E FINANCEIRIZAÇÃO DA CIDADE NO BRASIL

<https://doi.org/10.4215/rm2021.e20029>

Everaldo Santos Melazzo ^{a*} - Marlon Altavini de Abreu ^b - Bruno Leonardo Silva Barcella ^c
João Vitor de Souza Ferreira ^d

(a) Doutor em Geografia. Professor da Universidade Estadual Paulista, Presidente Prudente (SP), Brasil.

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-1702-7010>. **LATTES:** <http://lattes.cnpq.br/5123023776386296>.

(b) Doutor em Geografia. Universidade Estadual Paulista, Presidente Prudente (SP), Brasil.

ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4066-4736>. **LATTES:** <http://lattes.cnpq.br/3363107550915369>.

(c) Doutorando em Geografia. Universidade Estadual Paulista, Presidente Prudente (SP), Brasil.

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-2979-8453>. **LATTES:** <http://lattes.cnpq.br/3247116048044644>.

(d) Mestrando em Geografia. Universidade Estadual Paulista, Presidente Prudente (SP), Brasil.

ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-0185-2147>. **LATTES:** <http://lattes.cnpq.br/4677919974841905>.

Article history:

Received 26 July, 2021

Accepted 27 September, 2021

Published 15 November, 2021

(*) CORRESPONDING AUTHOR

Address: UNESP. Rua Roberto Simonsen, 305, CEP: 19060900, Presidente Prudente (SP), Brazil. Tel: (+55 18) 32295395

E-mail: e.s.melazzo@gmail.com

Resumo

A partir da promulgação do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), em 1997, passam a ser criados os dispositivos sociotécnicos necessários ao desenvolvimento da securitização imobiliária no Brasil, em particular, os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), que têm seu uso, disseminação e principais agentes analisados neste texto, abrindo novos caminhos para o aprofundamento das conexões entre o imobiliário e o financeiro no Brasil. Assim, os objetivos deste trabalho são, de um lado, analisar a trajetória e especificidades do processo de financeirização da habitação, em particular, e da cidade no Brasil e, de outro, compreender como os CRIs vêm contribuindo para a ampliação e aprofundamento dos processos de financeirização da moradia. A análise, em uma perspectiva crítica, é focada em dois agentes específicos: a Caixa Econômica Federal (CEF), maior supridor de créditos para o financiamento habitacional no Brasil e a MRV Engenharia S/A, uma das maiores construtoras e incorporadoras imobiliárias brasileiras, apresentando suas participações neste mercado, o de securitização. As transformações analisadas resultam na criação de um modelo de financeirização e securitização particular a partir da expansão do processo para cidades de diferentes portes e imóveis residenciais de diferentes valores e com forte presença do Estado, sinalizando as tendências de financeirização do imobiliário residencial e da produção do espaço urbano no Brasil.

Palavras-chave: Securitização, Financeirização, Habitação, Brasil.

Abstract / Resumen

SECURITIZATION OF HOUSING AND FINANCIALIZATION OF THE CITY IN BRAZIL

With the promulgation of the Real Estate Finance System (REFS) in 1997, the sociotechnical mechanisms needed to develop real estate securitization in Brazil started to be created, particularly the Certificates of Real Estate Receivables (RERCs). Their use, dissemination, and main agents are analyzed in this text, searching for a deeper understanding of the connections between real estate and finance in Brazil. Thus, the objectives of this work are on the one hand to analyze the trajectory and specificities of the financialization process of housing in particular and cities in Brazil and to understand the RERCs' contribution to the expansion and intensification of housing financialization processes on the other. The analysis focuses, in a critical perspective, on two specific agents presenting their shares on the securitization market: the Caixa Econômica Federal (CEF), the largest supplier of credit for housing in Brazil, and MRV Engenharia S/A, one of the largest Brazilian construction companies and real estate developers. The transformations emerging from their actions have resulted in the creation of a unique financialization and securitization model, which involves the expansion of the process to cities of different sizes and residential properties of different values and the strong presence of the State, sharply underscoring residential real estate financialization trends and the production of urban space in Brazil.

Keywords: Securitization, Financialization, Housing, Brazil.

TITULIZACIÓN DE VIVIENDA Y FINANCIAMIENTO DE LA CIUDAD EN BRASIL

Con la promulgación del Sistema Financiero Inmobiliario (SFI) en 1997, se comenzaron a crear los dispositivos socio-técnicos necesarios para el desarrollo de la titulación inmobiliaria en Brasil, en particular los Certificados de Créditos Inmobiliarios (CRI), que tienen su uso, difusión y principales agentes analizados en este texto, abriendo nuevos caminos para profundizar las conexiones entre bienes raíces y finanzas en Brasil. Así, los objetivos de este trabajo son, por un lado, analizar la trayectoria y especificidades del proceso de financiarización de la vivienda, en particular, y de la ciudad en Brasil, y, por otro lado, comprender cómo los CRI han contribuyendo a la expansión y profundización de los procesos de financiarización de la vivienda. El análisis, en una perspectiva crítica, se centra en dos agentes específicos: Caixa Econômica Federal (CEF), el mayor proveedor de crédito para financiamiento de vivienda en Brasil y MRV Engenharia S / A, uno de los mayores constructores y promotores inmobiliarios brasileños, presentando su participación en este mercado, el mercado de titulaciones. Las transformaciones analizadas dan como resultado la creación de un modelo particular de financiarización y titulación a partir de la expansión del proceso a ciudades de diferente tamaño y propiedades residenciales de diferente valor y con fuerte presencia del Estado, señalando las tendencias de financiarización de los bienes inmuebles residenciales. la propiedad inmobiliaria y la producción del espacio urbano en Brasil.

Palabras-clave: Titulización, Financiarización, Vivienda, Brasil.

INTRODUÇÃO

Mesmo transcorridos mais de 20 anos da aprovação do marco legal que passou a permitir a criação de companhias securitizadoras imobiliárias e previu a introdução dos instrumentos da securitização no Brasil, ainda é quantitativamente pequeno o volume de recursos financeiros aceitos e alavancados neste mercado.

Entretanto, a progressiva adoção e generalização de seu uso, a paulatina aproximação entre fontes de financiamento para a produção e o consumo e o mercado de capitais e sua extensão para imóveis residenciais e para cidades que vão muito além, apenas, daquelas metropolitanas indicam mudanças qualitativas em curso.

Assim, o objetivo central deste artigo é duplo. De um lado procura oferecer, através de uma análise crítica, as evidências empíricas a respeito das específicas trajetórias dos processos de financeirização do imobiliário no Brasil, retomando os principais marcos legais e institucionais deste processo. De outro lado, dá continuidade e amplia análises anteriores (MELAZZO, ABREU e FERREIRA, 2020; MELAZZO e ABREU, 2019, dentre outros) a respeito do instrumento da securitização que se constitui como chave relevante para compreender a difusão e ampliação daquele processo sobre as cidades e a habitação no Brasil.

O foco analítico interpreta a chamada financeirização como processo histórico do capitalismo e que assume no Brasil características específicas e diferenciadas em relação a outros países, portanto, particular. Tratando da financeirização da cidade e da habitação, a análise incorpora o debate sobre a captura e articulação das rendas fundiárias urbanas ao processo mais geral de um capitalismo contemporâneo, cada vez mais ligado ao rentismo que à produção.

Se em um primeiro momento a securitização, um dos instrumentos da financeirização, se restringia a bens imobiliários de alto valor unitário, focada em imóveis comerciais ou de serviços e concentrados em cidades core de regiões metropolitanas, notadamente São Paulo, a paulatina entrada da Caixa Econômica Federal (CEF) altera profundamente tal cenário.

Desde o ano de 2002, quando fez sua primeira emissão, a CEF passou a ser líder do mercado de títulos baseados no imobiliário. Hoje, já é possível avaliar algumas mudanças estruturais por ela promovidas: a securitização se espalha para cidades de diferentes portes e estratos da rede urbana e passa a capturar imóveis de uso residencial e menores valores. Assim, é pela condução de um banco público, maior financiador imobiliário residencial do Brasil, que passam a ser organizadas as condições, regras de funcionamento e disseminação do instrumento da securitização.

A partir da ação da CEF em relação às emissões de títulos securitizados, na maior parte das vezes a partir de imóveis residenciais individualizados e até mesmo de habitações produzidas

a partir de Programas oficiais de acesso a moradia como o Programa Minha Casa Minha Vida - (PMCMV), os grandes agentes incorporadores e construtores passam a se utilizar do mesmo instrumento como estratégia de captação antecipada de recursos para ampliar sua produção, sendo tal instrumento para empreendimentos com várias unidades.

É o caso dos maiores players nacionais da produção habitacional, com capitais abertos na bolsa de valores que desde o início da segunda década deste século passam a participar deste mercado, emitindo títulos securitizados lastreados em seus empreendimentos. Para tais agentes, esse instrumento que permite antecipar sua rentabilidade constitui-se em fonte relevante de financiamento, ampliando suas capacidades de produção e, ao mesmo tempo, introduzindo nas cidades brasileiras um novo condicionante sobre os imóveis residenciais, que passam a circular também em múltiplas escalas da valorização do capital que não apenas os mercados imobiliários locais.

Dados os propósitos deste artigo, são analisadas aqui apenas a securitização de imóveis residenciais e direcionados ao financiamento e produção habitacional, comandas por dois importantes players do circuito imobiliário nacional e suas respectivas posições no que concerne à participação no mercado secundário de títulos de dívidas imobiliárias no Brasil.

Para a realização das análises foram utilizados os dados obtidos a partir das ofertas de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) disponíveis no sítio eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) através dos procedimentos metodológicos descritos em Abreu (2019), Abreu, Melazzo e Ferreira (2020), Melazzo e Abreu (2019) e Ferreira (2021).

Convém destacar que, para as análises desenvolvidas, foram utilizados dados de emissões de CRIs referentes ao período de 2002 a 2019 e estritos àqueles que tem como lastro apenas os contratos de financiamento imobiliário e habitacional, discriminando o total e aqueles sob a responsabilidade direta da CEF e da empresa MRV, tal como explicitado adiante.

Para percorrer tal debate, o artigo encontra-se organizado em quatro partes, além desta Introdução. Na primeira, retoma-se de maneira sintética a literatura que, desde um ponto de vista crítico, compreende a financeirização e a securitização do imobiliário como processo histórico e a securitização como instrumento sócio-técnico necessário ao capitalismo rentista contemporâneo.

Na segunda, parte-se do entendimento de que tais processos adquirem conteúdos, velocidades e instrumentos específicos em cada país de maneira a apresentar sua trajetória no Brasil, desde a criação do chamado Sistema de Financiamento Imobiliário, no ano de 1997, até os anos mais recentes.

A terceira e quarta partes adentram nos dados e informações empíricos: na terceira com o foco voltado às emissões de títulos securitizados de imóveis financiados pela CEF e, na quarta sobre aqueles que dizem respeito ao uso da securitização por parte de uma grande empresa construtora/incorporadora, de atuação nacional e capital aberto na bolsa de valores, a MRV Empreendimentos S/A.

Por fim, nas Conclusões, são retomados os argumentos centrais sobre o necessário entendimento das particularidades das trajetórias que assumem tais processos em cada país e problematiza os significados da ampliação observada do “mercado de securitização” habitacional sobre os processos de produção e consumo da cidade e da moradia.

FINANCEIRIZAÇÃO E SECURITIZAÇÃO IMOBILIÁRIA

A literatura que trata dos chamados processos de financeirização do e no capitalismo é ampla em seu escopo e variada em termos de orientações teóricas e metodológicas, inclusive cunhando diferentes denominações tal como “regime de acumulação financeirizado” (Chesnais, 2002; 2005) “era de hegemonia financeira” (Mendez, 2018) ou ainda, mais recente, “economia rentista” (Christophers, 2020) citando apenas alguns autores.

Não se trata, aqui, de realizar uma síntese ou balanço crítico sobre tal bibliografia que se avoluma e passa a lidar com diferentes dimensões, escalas geográficas, setores da economia e âmbitos da vida social e do papel do Estado, tal como pode ser encontrado também em Braga (1985; 1997; 2013), Chesnais (2002; 2005; 2016), Paulani (2010; 2012), Lapavistas (2011) e

Lazzarato (2011).

Para os propósitos deste artigo, basta afirmar que em linhas gerais, a financeirização pode ser compreendida como um dos componentes centrais das macro mudanças do capitalismo contemporâneo que, ao lado das revoluções tecnológicas e do ataque sistemático ao mundo que emerge do pós segunda guerra mundial e do conjunto de regulações produzidas a partir de Bretton Woods (BRAGA, 1997; CHESNAIS, 2002, 2016), conforma um novo padrão de acumulação do capital orientado “to the pervasiveness of features of interest-bearing capital”

(CHESNAIS, 2016, p. 15) que passa a se fazer presente sobre novos e velhos agentes, articulando distintas escalas geográficas e correlações de força cada vez mais amplas, bem como através da criação de instrumentos operativos inéditos que se disseminam, mesmo diferenciadamente, entre países, empresas e famílias.

De uma maneira bastante ampla, a perspectiva adotada neste texto parte da compreensão de Marx, formulada em O Capital (2017). A acumulação do capital, ou do valor que se valoriza, é processo expansivo em vários sentidos, mas principalmente naquele que dá conta de um processo movido pela busca incessante de trazer e articular à sua lógica peculiar diversas esferas, bens, mercadorias e espaços para a produção ampliada do valor.

Tal processo, que tem como desiderato a busca do dinheiro que produz mais dinheiro, cumpre historicamente a lógica de impor formas e conteúdos cada vez mais abstratos à riqueza, que ganha autonomia aparente da base da produção das mercadorias e cumpre o papel de dar continuidade à reprodução deste modo de produção (BRAGA, 1997 e NATAL, 2015).

Tal processo expansivo e cada vez mais abstrato, eivado de contradições, de tendências e

contratendências, realiza sua trajetória histórica buscando formas cada vez mais líquidas, fluidas e de circulação acelerada da riqueza, experimentando, fazendo e refazendo caminhos e articulações que lhe permite valorizar o capital da maneira mais rápida e intensa possível.

Assim, o padrão de acumulação capitalista contemporâneo, centrado nas finanças e tratado com acuidade por Chesnais (2005; 2016) como regime de acumulação financeirizado, impõem sobre a produção, a distribuição, a troca e o consumo suas lógicas em que cada vez mais “...the worldview of ‘capital as property’ has permeated ‘capital as function’” (CHESNAIS, 2016, p. 16) indicando claramente um novo “... padrão sistêmico...” que se transforma em “... Expressão geral das formas contemporâneas de definir, gerir e realizar riqueza no capitalismo” (BRAGA: 1997, p. 195).

Seguindo a orientação de Braga (1997), financeirização é aqui considerada como um padrão sistêmico de geração de riqueza que resulta na exacerbação da lógica da busca constante do processo em que o dinheiro é capaz de gerar mais dinheiro simultaneamente nas diferentes esferas, produtiva, comercial e financeira.

Dois outros conjuntos de transformações são relevantes: a) as que dão conta da instabilidade sistêmica cada vez maior e ampliada que potencializa crises recorrentes e b) do papel do Estado que, longe do discurso que prega seu desmonte e retração, passa a ser instância

mediadora fundamental, não apenas como garantidor da continuidade da acumulação, mas na regulamentação dos marcos normativos que contornam as práticas das finanças.

É neste contexto de transformações que a apropriação da riqueza ganha mais relevância que sua produção, como também argumentam Gotham (2009) e Aalbers (2012; 2017) e em que é conferida uma nova função histórica a um conjunto de inovações financeiras capazes de converter ativos imóveis, extremamente diferenciados entre si e muitas vezes de baixa liquidez para circularem livremente através de títulos homogêneos e de fácil transação no mercado financeiro como estratégia para a captura cada vez mais refinada de seus rendimentos.

De maneira mais precisa pode ser compreendida como uma

“... denominação genérica para uma prática do mundo das finanças que consiste em transformar certos tipos de mercadorias em papéis. As mercadorias em questão e os rendimentos que potencialmente possam gerar passam a se constituir como lastro ou base dos papéis emitidos e a remuneração destes últimos fica assegurada pelo fluxo de rendimentos (ou fluxo de caixa) que a mercadoria gera durante um certo período de tempo futuro” (MELAZZO e ABREU, 2019, p. 4).

A securitização, assim e em termos gerais, permite que ativos considerados “non marketable” se transformem em ativos “marketables”. Isto é, bens de baixa liquidez, com mercados restritos (e, portanto, com circulação também restrita) ou mesmo inexistentes e/ou “pouco desenvolvidos” possam, através deste instrumento alcançar escalas geográficas mais amplas para sua circulação. Trata-se, enfim e também, de alterar a forma da propriedade, exacerbando sua natureza fiduciária, para que o bem passe a circular mais livremente.

No caso dos ativos fundiários e imobiliários, este estreitamento com o mundo das finanças define-se a partir de notadas particularidades, imposta pela própria natureza imóvel do bem raiz. Ele sempre foi “marketable”. Porém, esse “marketable”, decorrente da propriedade privada desde o nascimento do capitalismo, se dava apenas em mercados locais, ou melhor, tomava a cidade como seu mercado de origem e de fim, circulando apenas nesta escala (em geral de maneira lenta).

O que a securitização faz é, ao alterar a forma da propriedade (transformando-a em um título), permitir que a mercadoria imóvel alcance outras escalas de circulação de seu valor. Ou melhor, “the increasing integration of the housing finance and other financial circuits” (COAKLEY, 1994, p. 711), constituindo-se assim um “... amálgama entre o capital financeiro e o capital imobiliário” (PAIVA, 2007, p. 141).

A securitização da moradia, objeto central deste artigo, permite elevar esta específica mercadoria à equivalência de um ativo de valor, afastando-a não apenas de seu valor de uso, mas conformando novas lógicas que passam a condicionar sua produção e consumo, alterando, portanto, os próprios processos de produção e consumo do espaço urbano.

É neste sentido que a formatação de ativos necessariamente padronizados e homogêneos (na forma de títulos de livre circulação) evidencia suas primeiras contradições e desafios, pois vai de encontro às inerentes condições indissociáveis dos produtos imobiliários (a imobilidade do produto, sua heterogeneidade tipológica e espacial).

Cumprido, por isso, reconhecer que com a financeirização, a condução das lógicas e estratégias envolvidas nos circuitos do capital e nos circuitos imobiliários se tornam cada vez mais hibridizados com os circuitos financeiros uma vez que bancos “tradicionais” e uma ampla gama de outros agentes passam a desenvolver atividades de gestão de ativos e negociam, no presente, as expectativas de rentabilidade esperadas destes ativos (BRAGA, 1997; PAIVA, 2007; CHESNAIS, 2016), re-embalando seus ativos ilíquidos e aparentemente heterogêneos em papéis “vendáveis” e líquidos por meio da securitização (COAKLEY, 1994; GOTHAM, 2009), da mesma maneira que importantes agentes da produção imobiliária, que outrora resumiam seu padrão de financiamento ao mercado acionário, ao capital próprio ou ao financiamento público, passam a se valer cada vez mais destes títulos de securitização para a garantia do funding necessário para viabilizar os seus empreendimentos (CHIAPELLO, 2019).

O avanço da discussão exige uma síntese dos instrumentos jurídicos e normativos que os viabilizam no contexto brasileiro e que, ao mesmo tempo, reforçam a relevância do papel do Estado neste contexto socioespacial particular.

A INTRODUÇÃO DA SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS IMOBILIÁRIOS NO BRASIL

Transformar um bem imóvel, particularmente habitações, em ativos cujo valor passam a circular em mercados financeiros amplos reposiciona o próprio bem imóvel e parcelas das cidades em circuitos de valorização outros que não o apenas local, que sempre foram cruciais para a formação dos preços fundiários e imobiliários, condicionando suas trajetórias de evolução ou involução no tempo.

No Brasil o instrumento financeiro que introduz o processo de securitização vinculado a títulos de dívidas imobiliárias é o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), (ROYER, 2009;

2014; BOTELHO, 2007; ROLNIK, 2015; ABREU, 2019). A criação e regulamentação deste produto financeiro foi prevista e instituída na estruturação do arcabouço jurídico-institucional do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), em 1997 (Lei nº9514) com a clara expectativa de que os recursos alavancados por estas operações passassem a compor o funding responsável por financiar o setor imobiliário, desbancando as fontes anteriores, tradicionalmente utilizadas.

Parte importante da expansão do setor imobiliário brasileiro nas últimas décadas esteve ancorada nestas novas possibilidades de financiamento associadas à constituição de mercados e ativos capazes de promover uma maior circulação de capitais no interior do setor imobiliário (ROLNIK, 2015). Nestas pouco mais de duas décadas de regulamentação do SFI não são pequenas as mudanças, adaptações e aperfeiçoamentos introduzidos por esse sistema com a finalidade de aprofundar as conexões entre a dinâmica do mercado de capitais, por meio dos mecanismos de securitização, e a propriedade e os rendimentos imobiliários.

Analiticamente, estas transformações devem ser percebidas diante da capacidade com que este ambiente regulatório tem sido tanto capaz de promover uma maior difusão no território de princípios que organizam os mercados imobiliários em função da equiparação da propriedade imobiliária a um ativo financeiro e da vinculação de rendas fundiárias ao mercado de capitais (ROYER, 2009; SANFELCI, 2013; ABREU, MELAZZO, FERREIRA, 2020), quanto de estabelecer uma nova relação de forças pelo acesso às fontes de captação de recursos destinados à produção e ao consumo habitacional, até então estruturado fundamentalmente sob bases que garantiam aos bancos comerciais um papel central na captação e direcionamento da poupança privada à linhas de crédito voltadas ao financiamento imobiliário (KLINK, 2020; SHIMBO, 2010).

Mesmo que lenta e ainda não predominante no mercado de crédito, importa ressaltar que estão dadas as bases para uma crescente articulação entre um conjunto de normas e instrumentos capazes, em tese, de oferecer as condições e garantias para que o processo de securitização pudesse avançar no

Brasil. Assim, a Lei do SFI foi apenas um passo embrionário na busca por viabilizar um mercado de títulos financeiros de base imobiliária no Brasil. Sanfelici (2020, p. 132) ressalta que...

[...] Em linhas gerais, o SFI cria o mecanismo da securitização de recebíveis imobiliários, permitindo que entidades financeiras (bancos, principalmente) repassem suas carteiras imobiliárias a investidores que queiram aplicar recursos em papéis lastreados em créditos imobiliários (principalmente os Certificados de Recebíveis Imobiliários). Esse repasse é intermediado por companhias de securitização, que fazem o empacotamento dos créditos e sua distribuição para os investidores finais [...] a Lei de 1997 foi apenas um primeiro passo para viabilizar um mercado secundário de recebíveis imobiliários, pois diversas outras leis e instruções foram propostas e sancionadas para fomentar a securitização. Destacam-se, aqui, os incentivos tributários concedidos às pessoas físicas que investem em papéis com lastro imobiliário e as mudanças nas regras referentes à alocação de investimentos de fundos de pensão, permitindo que estes últimos apliquem recursos em papéis lastreados em créditos imobiliários. (SANFELICI, 2020, p. 132).

A versão brasileira dos ativos imobiliários securitizados demarca, desde sua concepção, os desafios de estabelecer as condições necessárias para constituir uma estrutura de financiamento para a produção habitacional, baseada na captação de recursos via mercado de títulos financeiros nos marcos de uma relação “truncada” entre capital financeiro e setor imobiliário no Brasil, tal como analisado por Fix (2011) e Klink e Denaldi (2014).

Em parte, a superação destes limites combina, desde a década de 2010, alterações diversas na legislação que visam incentivar sua disseminação e ampliar a segurança dos investidores, de um lado e, de outro, uma constante transformação na trajetória dos volumes operacionalizados por este mercado, quando considerados os valores em R\$ (reais) emitidos por ano, como indicado na figura 1 na extensão com a qual estes ativos passam a integrar as formas de ação de instituições financeiras e empresas de construção e incorporação imobiliária.

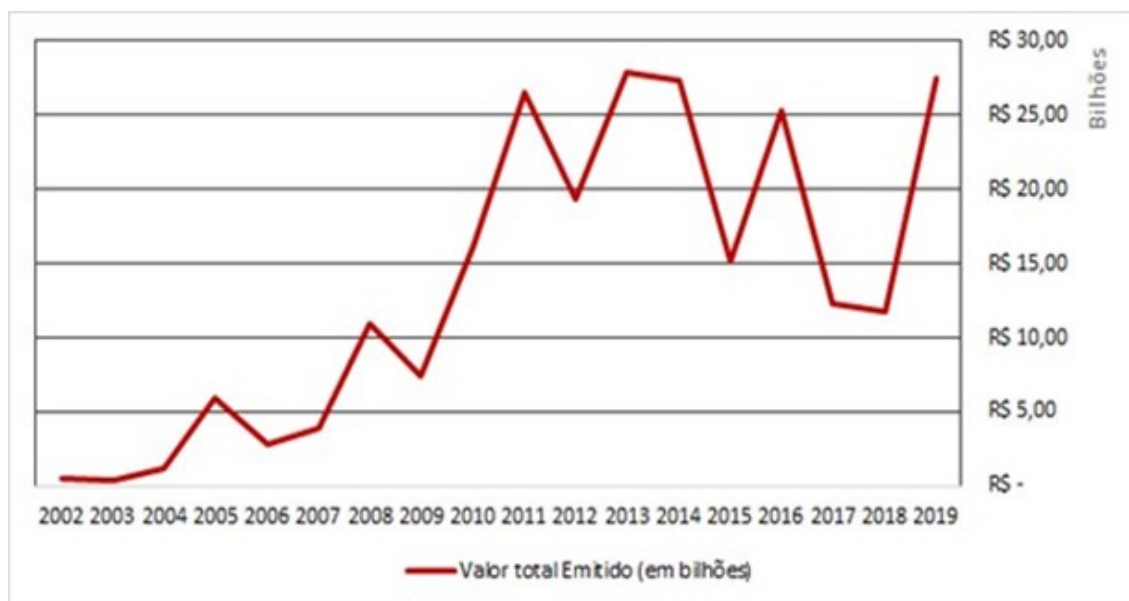


Figura 1 - Brasil. Total de valores emitidos em títulos de securitização. 2002 – 2019. Fonte: http://estatisticas.cetip.com.br/astec/series_v05/paginas/web_v04_10_03_consulta.asp - acessado em: 13/08/2020 – Dados deflacionados IGP-DI/FGV, 12/2019. Elaboração: dos autores

A figura 1 pode ser interpretado como a trajetória do desenvolvimento do mercado de recebíveis imobiliários, sua comercialização e capitalização de seus recursos. De forma geral, é possível demarcar dois momentos: I) um primeiro, entre 2002 e 2010, que confirma as análises desenvolvidas por Botelho (2007) e Fix (2011), que apontam para o caráter restrito do mercado de recebíveis imobiliário, marcado por um baixo dinamismo e valores emitidos em R\$ (reais) também baixos. II) Um segundo momento, entre 2011 e 2019, com a elevação dos valores em R\$ (reais) que este mercado passou a movimentar ano

a ano, atingindo seu pico no ano de 2013, com uma expansão de aproximadamente 5.620% entre o início e o final da série. Todavia, é importante chamar a atenção de que essa elevação de patamares não ocorreu livre de instabilidades e importantes oscilações.

Assim como em Royer (2015), Abreu (2019) e Melazzo e Abreu (2019) esta trajetória encontra-se associada a ação de alguns agentes econômicos relevantes, que passam a evidenciar a penetração do “universo das finanças” em suas estratégias e lógicas e, assim, passam também a desempenhar importantes papéis na trajetória deste mercado, o que poderá ser melhor avaliado na seção seguinte.

Se a formação e permanente refinamento do aparato jurídico-normativo possui implicações essenciais na concepção geral e disseminação dos instrumentos da financeirização,

sobre as “formas materiais produzidas e sobre a maneira pela qual o estoque imobiliário é gerido” (SANFELICI, 2020), há que se considerar também que o processo de securitização avança a partir das estratégias empregadas por agentes econômicos concretos, na reorganização de lógicas que guiam suas ações no campo econômico, em particular a partir da concorrência inter- capitalista. Diante disso, convém analisar a trajetória recente sobre como estes ativos da securitização vêm sendo mobilizados por diferentes agentes que integram o circuito imobiliário.

É válido lembrar que os CRI podem lastrear diferentes operações do setor imobiliário. Deste modo, sua constituição pode estar vinculada tanto a contratos de financiamento imobiliário originados em instituições financeiras, quanto por títulos de dívida emitidos por empresas de construção/incorporação imobiliária para a produção de empreendimentos imobiliários, como também lastreados em diferentes tipos de produtos imobiliários (grandes empreendimentos comerciais e de serviços, conjuntos de escritórios corporativos, galpões logísticos ou infra- estruturas diversas, por exemplo), seja para aluguel ou venda.

Entretanto, tal como já explicitado, dados os propósitos deste artigo, são analisadas aqui apenas as emissões de CRI originados em imóveis residenciais e direcionados ao financiamento e produção da habitação, comandadas por dois importantes players do circuito imobiliário nacional e suas respectivas posições no que concerne à participação no mercado secundário de títulos de dívidas imobiliárias no Brasil.

O primeiro agente é a Caixa Econômica Federal (CEF). Instituição financeira estatal, fundada em 1961, e que ocupa posição de destaque no cenário nacional no que se refere ao crédito imobiliário, principalmente no que diz respeito à operacionalização de crédito imobiliário vinculado a programas públicos de produção habitacional, como por exemplo o Programa Minha Casa Minha Vida, último grande Programa habitacional do Brasil. O segundo agente, a MRV Engenharia S/A, é uma das principais empresas da construção e incorporação imobiliária do Brasil, de capital aberto na bolsa de valores e a maior executora do citado programa habitacional.

O FINANCIAMENTO RESIDENCIAL E A EXPANSÃO DA SECURITIZAÇÃO.

A Caixa Econômica Federal (CEF) é a principal instituição financeira totalmente estatal do Brasil, subordinada ao Ministério da Fazenda. Desde a dissolução do Banco Nacional da Habitação (BNH), em 1986, braço operacional do Sistema Financeiro da Habitação, criado em 1964, a CEF passou a gerir os fundos públicos voltados ao fomento de crédito e financiamento habitacional/imobiliário.

Deste modo, administra e direciona os recursos originados pelo Fundo de Garantia por Tempo de Serviço - FGTS (poupança forçada a partir da contribuição de empregados e empregadores) e do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo - SBPE (alimentado pelo mecanismo de poupanças individuais e familiares), responsáveis pela formação dos fundings de crédito imobiliário em larga escala no Brasil (ROYER, 2009; ELOY, 2013).

Importante destacar que a dissolução do BNH representou também a fragilização do próprio SFH e a questão da habitação passa a ocupar papel diminuto na agenda pública, com idas e vindas, programas habitacionais parciais e restritos, marcando a ausência da participação efetiva do Estado no fomento ao setor da produção imobiliária/habitacional no Brasil (ARRETCHE, 1998; ROYER, 2009; 2016).

Este cenário só encontrou mudanças efetivas com o lançamento do Programa Minha Casa Minha

Vida no ano de 2009, marcando a retomada do que Sanfelici (2020, p. 133) denomina como “infraestrutura financeira do mercado imobiliário residencial no Brasil”. Todo o aparato jurídico-institucional que modelou as fontes de recursos e financiamento do Programa se encarregou de colocar a CEF como agente articulador central das fontes de financiamento, sendo ela a instituição financeira responsável por gerir e operacionalizar o crédito habitacional/imobiliário previsto a partir, principalmente, dos citados fundos do SBPE e FGTS.

Portanto, a CEF é uma instituição financeira que pode ser considerada um agente estrutural no que se refere aos caminhos e possibilidades do setor imobiliário no Brasil, principalmente quando analisado do ponto de vista das “infraestruturas” de financiamentos imobiliário/habitacional.

Para além de seu papel enquanto fomentadora do crédito imobiliário no Brasil, principalmente, via programas habitacionais, é importante reconhecer sua real participação no próprio processo de financeirização do imobiliário. Tal como já demonstrado em Abreu (2019) e Abreu, Melazzo e Ferreira (2020), passa a participar do mercado de recebíveis imobiliários no Brasil, com destaque para as dívidas securitizadas com lastro em imóveis residenciais e, portanto, dando um passo fundamental na captura do mercado habitacional brasileiro pelas finanças.

A presença marcante das emissões da CEF encontra associação direta com sua liderança na concessão dos financiamentos residenciais, a partir do Sistema Financeiro Habitacional (SFH). A título de exemplo, basta lembrar que entre os anos de 2011 e 2016 originou aproximadamente 70% do total do crédito para fins habitacionais (UQBAR, 2016; 2017).

Mais ainda, a entrada da CEF na emissão de títulos securitizados representa mudanças importantes nos lastros imobiliários que passam a compor os CRI. Parte importante dos lastros das emissões passam a estar vinculados a produtos imobiliários de tipologia residencial e com menores preços unitários, próprios de habitações direcionadas a segmentos de rendas médias e mesmo baixas.

A análise das emissões realizadas pela CEF pós ano de 2011 demonstra quase em sua totalidade tratar-se de imóveis residenciais, de baixo e médio custo unitário, com financiamentos de até R\$200.000,00 (duzentos mil reais) e na, maior parte deles, financiados no âmbito do PMCMV. Ou seja, pelo controle do financiamento é alcançada posição estratégica, como se verá adiante, do uso do instrumento da financeirização.

Por fim, característica não desprezível, é a contínua dispersão espacial destes lastros, ou seja, as habitações por ela financiadas e que passarão a se constituir em “casas de papel” (ABREU, MELAZZO e FERREIRA, 2020). Ano após ano, observa-se que a localização dos imóveis residenciais que entram no chamados Termos de Emissões incluem um maior número de cidades, de diferentes regiões e estados e de núcleos urbanos posicionados em diferentes níveis da hierarquia urbana (idem).

Portanto, a participação da CEF no mercado de CRI passa a representar mudanças estruturais na intencionalidade e no sentido do uso da securitização imobiliária. Um mercado que antes era caracterizado como extremamente concentrado em operações envolvendo grandes empreendimentos comerciais e residenciais de alto padrão, concentrados em poucas e grandes cidades, quase em sua totalidade na cidade de São Paulo, como apontado em Botelho (2007) e Fix (2011) ganha um novo formato e conteúdo.

Entre os anos de 2011 e 2019 a CEF foi responsável por originar 06 emissões de operações de CRI estruturadas, sendo grande parte dos imóveis que as compõem baseados em financiamentos diretamente relacionados a créditos habitacionais vinculados ao PMCMV. Estas emissões, como demonstram a mobilização de recursos, chegam próximo a dezenove bilhões de reais.

A Tabela 1 permite uma avaliação mais precisa na medida em que apresenta os valores totais das emissões de títulos imobiliários securitizados, os valores daqueles emitidos por instituições bancárias e financeiras e os da CEF, com seus respectivos percentuais.

	Totais emitidos (a)	Instituições bancárias e financeiras (b)	% (b/a)	CEF (c)	% (c/b)
2011	R\$ 5.354.842.640,59	R\$ 3.676.952.809,61	69%	R\$ 2.282.604.288,60	62%
2012	R\$ 3.062.175.067,33	R\$ 2.861.980.726,36	93%	R\$ 2.513.098.878,63	88%
2013	R\$ 7.697.936.662,73	R\$ 7.267.449.332,26	94%	R\$ 2.238.361.252,60	31%
2014	R\$ 2.229.952.328,14	R\$ 2.119.452.327,86	95%	R\$ 1.790.437.494,68	84%
2015	R\$ 1.104.159.291,95	R\$ 783.429.076,94	71%	R\$ 698.589.368,82	89%
2016	R\$ 12.138.326.106,21	R\$ 10.986.080.327,61	91%	R\$ 9.420.816.485,76	86%
2017	R\$ 1.402.334.913,43	R\$ 0,00	0%	R\$ 0,00	0%
2018	R\$ 516.705.753,16	R\$ 78.861.157,00	15%	R\$ 0,00	0%
2019	R\$ 1.773.068.290,32	R\$ 0,00	0%	R\$ 0,00	0%

Tabela 1 - Valores dos títulos securitizados. Total, Instituições bancárias e financeiras e CEF. 2011 - 2019. Fonte: Dados obtidos a partir das operações registradas na Comissão de Valores Imobiliários (CVM). As informações atinentes à CEF foram compiladas da 1ª emissão da série 203, 204, 4ª emissão da série 31 e 32, ambas do ano de 2011; 1ª emissão da série 75 e 76 do ano de 2012; 4ª emissão da série 43 e 44 do ano de 2013; 1ª emissão da 110 e 111 do ano de 2014; 1ª emissão da série 123 e 124 do ano de 2015; 2ª emissão da série 265, 276 e 277 do ano de 2016. Extraído de: <https://web.cvm.gov.br/app/esforcosrestritos/#!/consultarOferta>, acessado em 16/04/2021.

Os dados permitem destacar a relevância e centralidade ocupada pela CEF quando analisada sua participação no que se refere a volumes em R\$ (reais) no mercado CRI no Brasil. Diante disso, chama a atenção:

a) A centralidade que as instituições bancárias e financeiras desempenham nos volumes emitidos em R\$ (reais): somente nos anos de 2018 o volume se encontra na casa dos 15% em relação ao total. Nos demais anos (exceto 2017 e 2019) é perceptível a relevância deste segmento uma vez que concentra mais de 90% dos valores emitidos;

b) Destaca-se a CEF no conjunto das instituições bancárias e financeiras ao concentrar os maiores volumes, com exceção dos anos de 2017, 2018, 2019, anos em que a CEF não realizou emissões e, o ano de 2013, em que a CEF participou com apenas 31% do total emitido por todas as demais instituições. Nos demais, foi responsável por mais de 60% dos volumes.

As informações apresentadas até o momento indicam de maneira clara a relevância assumida até o momento pelo banco público que controla o financiamento imobiliário residencial na constituição e condução do processo de securitização, com destaque para sua disseminação pelas cidades brasileiras.

A PRODUÇÃO SECURITIZADA DA HABITAÇÃO PELA MRV ENGENHARIA S/A.

A MRV Engenharia S/A é, destacadamente, uma das principais empresas de construção e incorporação imobiliária do Brasil. Com um arco de operações centrado na produção de empreendimentos residenciais destinados aos segmentos de média e baixa renda, sua atuação na produção imobiliária ganhou particular intensidade, pelo volume de empreendimentos produzidos a partir do PMCMV, entre os anos de 2009 e 2020.

Fundada em 1979 na cidade de Belo Horizonte/MG, a empresa inicia na década de 1990 um processo de crescimento de suas atividades, expansão territorial de sua atuação, bem como de integração de várias outras atividades correlatas ao imobiliário (serviços de engenharia, incorporadora, construtora, urbanizadora, locação on line de imóveis, fundo de investimento imobiliário próprio e um banco) que se

consolidam na primeira década dos anos 2000. No ano de 2007 abre seu capital na bolsa de valores do Brasil e em 2019 adquire a AHS residencial, empresa norte-americana, passando a atuar também nos EUA.

A trajetória de uma empresa familiar e de operação local para um importante grupo econômico (GONÇALVES, 1991 e PORTUGAL, 1994) -- com forte atuação nacional presente, atualmente, em mais de 160 municípios brasileiros, com mais de 500 mil unidades produzidas através do PMCMV e início de operações internacionais, com 27 empreendimentos e 9510 unidade residenciais nos EUA (MRV, 2021) -- foi marcada por decisões de adaptação de sua estrutura organizacional e capacidade operacional e por lançar mão de estratégias que ampliaram, via mercado de capitais e diferentes instrumentos, sua capacidade investimento (RIBEIRO, 2020 e PENHA FILHO, 2020).

Tão importante quanto esses elementos, também cumpriu papel relevante em sua trajetória de crescimento a possibilidade de se beneficiar da conjuntura brasileira no período,

grosso modo, entre 2004 a 2014, com a retomada do crescimento econômico, Mais concretamente, o lançamento do PMCMV (2009) contribuiu significativamente para torná-la um dos maiores produtores de habitação nacional (SHIMBO, 2012 e CARDOSO, ARAGÃO, JAENUSCH, 2017).

Neste conjunto de transformações, destacam-se quatro diretamente relacionadas ao objeto central deste texto, quais sejam a aproximação e cada vez maior imbricação entre os processos de financeirização da produção imobiliária e a expansão paulatina da securitização imobiliária residencial no Brasil, a saber:

a) no ano de 1994 a MRV criou um banco que passa a apoiar diretamente suas atividades imobiliárias, o banco INTERMEDIUM, baseado no fomento de operações de crédito imobiliário;

b) no ano de 2007 realizou seu IPO (Initial Public Offering), marcando o início de suas operações na Bolsa de Valores brasileira. De acordo com Melazzo (2013), no ano anterior (2006) e como etapa preparatória para o acesso ao mercado de capitais teve 16,7% de seu capital adquirido pelo Autonomy Capital Research LLP, evidenciando suas articulações com capitais internacionais e apresentando resultados crescentes de seu faturamento, receitas líquidas e, por consequência, na ampliação do número de empreendimentos e unidades habitacionais lançados a cada ano (RIBEIRO, 2020).

c) no ano de 2011 passou a utilizar o instrumento da securitização imobiliária, captando em um intervalo de 9 anos, mais de 1 bilhão de reais ou 18% do valor total dos títulos securitizados por empresas diretamente ligadas à produção imobiliária (Tabela 2).

d) por fim, no ano de 2019, iniciou as operações na bolsa de valores do Luggo Fundo de Investimento Imobiliário, dedicado à gestão e locação exclusivamente de imóveis residenciais.

Os quatro elementos, ações concretas da empresa em sua aproximação e entrelaçamento com o mundo das finanças através da criação de seu banco, da entrada no mercado de capitais, do recurso à securitização e lançamento de um fundo imobiliário, são eloquentes sobre as transformações em curso na dimensão da capacidade produtiva da empresa o que, sem margem a dúvidas, implicam também em transformações sobre a produção da habitação e das cidades brasileiras.

Dados os propósitos deste artigo, centrados na securitização imobiliária no Brasil, é importante destacar que entre os anos de 2011 e 2019 a MRV foi responsável por originar 11 operações de CRI estruturadas através do financiamento imobiliário voltado à produção de

empreendimentos residenciais. Em sua maioria, tais empreendimentos são direcionados aos segmentos de rendas médias e baixas, sendo a maior parte deles produzidos sob a marca do PMCMV.

Estas emissões, como indicado na Tabela 2, mobilizaram pouco mais de R\$ 1 bilhão de reais no período considerado. Estes recursos foram originados a partir da promessa de construção de 110 empreendimentos, distribuídas em 59 cidades dos mais diferentes portes e extratos da rede urbana brasileira, sendo 35 delas (quase 60%) cidades consideradas como médias ou de porte médio, indicando o uso da securitização fora das regiões metropolitanas e capitais dos estados.

	Total (a)	Setor Imobiliário (b)	% (b/a)	MRV (c)	% (c/b)
2011	R\$ 5.354.842.640,59	R\$ 1.677.889.830,98	31%	R\$ 200.400.000,00	12%
2012	R\$ 3.062.175.067,33	R\$ 200.194.340,97	7%	-	0%
2013	R\$ 7.697.936.662,73	R\$ 430.487.330,47	6%	-	0%
2014	R\$ 2.229.952.328,14	R\$ 110.500.000,28	5%	-	0%
2015	R\$ 1.104.159.291,95	R\$ 320.730.215,01	29%	R\$ 60.000.000,00	19%
2016	R\$ 12.138.326.106,21	R\$ 1.152.245.778,60	9%	R\$ 640.000.000,00	56%
2017	R\$ 1.402.334.913,43	R\$ 1.402.334.913,43	100%	R\$ 154.250.000,04	11%
2018	R\$ 516.705.753,16	R\$ 437.844.596,16	85%	R\$ 0,00	0%
2019	R\$ 1.773.068.290,32	R\$ 1.773.068.290,32	100%	R\$ 300.000.000,00	17%
Totais	R\$ 35.279.501.053,86	R\$ 7.505.295.296,22	21,27	R\$ 1.354.650.000,04	18,05

Tabela 2 - Valores dos títulos securitizados. Total, Setor Imobiliário e MRV. 2011 - 2019. Fontes: Dados obtidos a partir das operações registradas na Comissão de Valores Imobiliários (CVM). As informações atinentes à MRV foram compiladas da 1ª emissão da 188 série do ano de 2011, 1ª emissão da 21 série de 2015, 1ª emissão da 63 e 64 séries de 2016, 1ª emissão da 84, 85 e 86 séries de 2016, 1ª emissão da 91, 92 e 93 série de 2017 e da 1ª emissão da 7 série de 2019. Extraído de: <https://web.cvm.gov.br/app/esforcosrestritos/#/consultarOferta>, acessado em 16/04/2021

Estas operações, cuja finalidade última é a de reunir recursos financeiros para a produção de empreendimentos imobiliários, não devem ser percebidas de forma dissociada dos compromissos assumidos com investidores, mediante o pagamento de dividendos decorrentes do patrimônio líquido da empresa, do potencial de novos lançamentos imobiliários, a formação de

bancos de terrenos, o Valor Geral de Vendas e a extensão espacial alcançada pela empresa em sua atuação em diferentes cidades.

Porém, importante ressaltar que a securitização originada a partir do lançamento de novas edificações residenciais ocupou ao longo do período considerado uma posição percentualmente inferior àquela conduzida pelas instituições financeiras, tal como identificado no item anterior, com o devido destaque à CEF (ver Tabela 1).

Ainda assim, diante dos números absolutos é possível perceber que, nos anos em que a MRV participou das emissões, os percentuais atingidos pelo setor imobiliário obtiveram um maior peso no conjunto dos títulos lançados no mercado.

Além disso, nos anos posteriores a 2016, quando a CEF deixa de efetuar emissões, o peso do setor imobiliário nas emissões com ativos lastreados nos financiamentos imobiliários chega a ocupar 100% (em 2017 e 2019).

Quando tomada em relação ao conjunto do setor imobiliário, a MRV Engenharia S/A ocupou no período uma posição de destaque, chegando a representar 56% dos totais emitidos no ano de 2016 e, na média, alcançando por volta de 18% do total.

Tais informações permitem argumentar que o peso e importância do processo de securitização no conjunto das estratégias de alavancagem financeira conduzida por esta empresa é relevante. Mais além, e seguindo a indicação de Penha Filho (2020), aprofundam a intersecção de lógicas financeiras no conjunto das empresas tanto como instrumento que reduz o tempo de rotação de capital, traço essencial das exigências de sua reprodução nos mercados de capitais, quanto tem oferecido a continuidade do endividamento, ampliando sua capacidade produtiva, mas também envolvendo na busca permanente por liquidez, aumentando a instabilidade e impondo riscos maiores a si mesmas e ao sistema como um todo.

CONCLUSÃO

A identificação e análise das emissões de títulos securitizados de imóveis residenciais, no Brasil, pela CEF, principal financiador do crédito imobiliário, e por parte da MRV, uma das maiores empresas da produção imobiliária residencial, permite, neste momento, apresentar algumas conclusões a respeito do avanço do processo de securitização no Brasil sob duas perspectivas fundamentais: o financiamento ao consumidor, que abriga a emissão de títulos lastreados em financiamentos habitacionais, e a captação de recursos voltados à produção de empreendimentos imobiliários por meio da securitização de títulos de dívida originados por empresas de construção e incorporação imobiliária. Estas relações nos permitem ao menos quatro considerações sobre as condições com este movimento tem se desenvolvido.

Em primeiro lugar, considerando que o início de tal processo encontra seu marco temporal mais relevante com a promulgação da legislação nacional que a ampara, no ano de 1997, permite sublinhar não apenas que a trajetória de tais mecanismos é particular a cada país, seus agentes e suas condições de operação, mas também que sua disseminação dos países do capitalismo central a outros não é automática e linear.

Trata-se mais de processo sobre o qual os agentes vão aprendendo, se adaptando e encontrando o momento e as condições para sua adoção. Ou seja, além de ser marcada pelas particularidades de cada país, o uso efetivo da securitização depende de um processo de aprendizado o que leva, ainda, à conclusão de que os processos gerais de financeirização são também processos de construção histórica que se disseminam em função de conjunturas específicas e do ambiente legal e institucional em cada país.

Em segundo lugar, chama a atenção o fato de que, com tal aprendizagem contínua, a securitização deixa de ser instrumento exclusivamente voltado para imóveis comerciais ou de serviços, em grandes empreendimentos concentrados nas metrópoles (notadamente São Paulo) e passam não apenas a serem utilizados para imóveis residenciais mas também se disseminam por diferentes cidades da rede urbana, de diferentes portes demográficos e funções. Assim, é possível afirmar que o crescimento não apenas do uso do instrumento pelos agentes, mas também sua expansão capturando um número crescente de cidades e empreendimentos confirmam a dinâmica do processo.

Em terceiro lugar, mesmo com a presença marcante das chamadas instituições financeiras como aquelas que antes das demais e de maneira mais volumosa lançam mão do instrumento da securitização imobiliária, e nesse contexto o papel relevante exercido pela CEF, a entrada neste mercado por parte das empresas produtoras da habitação, particularmente as de capital aberto na bolsa de valores, indicam claramente que não se trata mais de instrumento restrito ou de uso pontual. Passam a contribuir para sua generalização nos termos expostos no item anterior, o da expansão geográfica e o da captura do residencial.

Por fim, em quarto lugar, contrarrestando a tendência anterior, chama a atenção a relativa concentração do uso da securitização por parte de poucos e grandes agentes. Se, de um lado, tal concentração pode estar indicando o potencial de sua disseminação futura, por outro, reforça também o poder destes poucos agentes ao entrelaçar seus papéis no mercado imobiliário a suas condições de acesso a este instrumento da securitização.

AGRADECIMENTO

Os autores agradecem à FAPESP o atual financiamento concedido às investigações que resultaram neste artigo.

REFERÊNCIAS

AALBERS, Manuel. B. (2012). *Subprime Cities: The Political Economy of Mortgage Markets*. New York: Wiley-Blackwell, 2012.

AALBERS, Manuel. B. (2017). The variegated financialization of housing. *International Journal of Urban and Regional Research* 41: in press. ISSN:1468-2427 <https://doi.org/10.1111/1468-2427.12522>.

ABREU, Marlon. A. (2019). Produção imobiliária e os espaços da financeirização: entre o abstrato da riqueza financeira e o concreto da cidade produzida. Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Geografia da Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho (UNESP), campus de Presidente Prudente/SP. 2019.

ABREU, Marlon. A. MELAZZO, Everaldo. S. FERREIRA, João. V. S. (2020). Produzindo casas de papel: As engrenagens da securitização de ativos imobiliários residenciais no Brasil. *Confins*. Paris [Online], n. 47. p. 1-16. ISSN: 1958-9212 .<https://doi.org/10.4000/confins.33013>

ARRETCHE, Marta. (1998). Tendências no estudo sobre avaliação. In: RICO, Elizabeth Melo (Org.). *Avaliação de políticas sociais: uma questão em debate*. São Paulo: Cortez. p. 29-39.

BOTELHO, Adriano. (2012). Capital volátil, cidade dispersa, espaço segregado: algumas notas sobre a dinâmica do urbano contemporâneo. *Cadernos Metrópole* (PUCSP), v. 14, n. 28. ISSN: 2236-9996. p. 297-315.

BRAGA, José. C. (1985). Temporalidade da riqueza: uma contribuição a teoria da dinâmica capitalista. 409f. Tese (doutorado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP. 1985.

BRAGA, José. C. (1997). Financeirização global. O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: TAVAES, M. da C. e FIORI, J. L. *Poder e dinheiro. Uma economia política da globalização*. Petrópolis/RJ: Vozes. pp. 195 – 242.

BRAGA, José. C. (2013). Crise e capitalismo contemporâneo: qual o conceito de financeirização?. In: Aloisio Sergio Barroso; Renildo Souza. (Org.). *A Grande Crise Capitalista Global 2007-2013 : gênese, conexões e tendências*. 1 ed. São Paulo: Anita Garibaldi: Fundação Mauricio Grabois. v. , p. 117-135.

BRASIL. (1997). Lei no. 9.514, de 20 de novembro de 1997. *Diário Oficial da República Federativa do Brasil*, Poder Executivo, Brasília, DF.

CARDOSO, Adauto L.; ARAGÃO, Thêmis A.; JAENISH, Samuel T. (2017). Introdução. In: *Vinte e dois anos de política habitacional no Brasil: da euforia à crise / organização Adauto Lucio Cardoso, Thêmis Amorim Aragão, Samuel Thomas Jaenisch*. -- 1. ed. -- Rio de Janeiro: Letra Capital: Observatório das Metrópoles.

CHIAPELLO, Eve. KNOLL, Lisa. (2019). The welfare conventions approach: a comparative perspective on social impact bonds. *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*. p. 1-16. ISSN (Online): 1572-5448. <https://doi.org/10.1080/13876988.2019.1695965>

CHESNAIS, François. (2002). A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e interrogações. *Economia e Sociedade*, v. 11 n. 1. p. 1-44. Disponível em: <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643086>.

CHESNAIS, François. (2005). O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: _____ (org.). *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências*. São Paulo: Boitempo, 2005.

CHESNAIS, François. (2016). *Finance capital today: corporations and banks in the lasting global slump*. Boston, Brill Academic Pub.

COAKLEY, John. (1993). Introduction: The Territorial Management of Ethnic Conflict. Pp. 1-22 in Coakley, John (ed.) *The Territorial Management of Ethnic Conflict*. London: Frank Cass. (9) (PDF) *Managing Urban Ethnic Conflict*.

CHRISTOPHERS, Brett. (2020) *Rentier Capitalism: Who Owns the Economy, and Who Pays for It?*, London: Verso.

ELOY, Claudia. M. (2013) O papel do Sistema Financeiro da Habitação diante do desafio de universalizar o acesso à moradia digna no Brasil. Tese de Doutorado. São Paulo. doi:10.11606/T.16.2013.tde-14082013-111122.

- FERREIRA, João V. S. O circuito financeiro-imobiliário em cidades médias brasileiras: Novos condicionamentos na produção do espaço urbano. Monografia de Bacharelado – Geografia. Universidade Estadual Paulista (UNESP), 2021. Presidente Prudente, 2021.
- GONÇALVES, Reinaldo. (1991). Grupos econômicos: uma análise conceitual e teórica. *Revista Brasileira de Economia*, v. 45, n. 4, p. 491-518, 1991.
- GOTHAM Kevin F. (2009). Creating liquidity out of spatial fixity: The secondary circuit of capital and the subprime mortgage crisis. *International Journal of Urban and Regional Research*. 33 (2), 355–371. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2427.2009.00874.x>
- KLINK, Jeroen. e DENALDI, Rosana. (2014). On financialization and state spatial fixes in Brazil. A geographical and historical interpretation of the Housing Program My House My Life. *Habitat International*, v. 44, pp. 220-226. <https://doi.org/10.1016/j.habitatint.2014.06.001>
- LAPAVITSAS Costa. (2011). Theorizing financialization. *Work, Employment & Society* 25: 611–626. 2011. <https://doi.org/10.1177/0950017011419708>.
- LAZZARATO, Maurizio. (2011). O governo das desigualdades: crítica da insegurança neoliberal. São Carlos: Editora UFSCar.
- MARX, Karl. (2017). O capital: crítica da economia política: Livro I: o processo de produção do capital. 35. ed. 2 v. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira
- MARICATO, Ermínia. (2011). O impasse da política urbana no Brasil. 1ª ed. Petrópolis-RJ: Vozes, 2011.
- MELAZZO, Everaldo. S. (2013). Estratégias fundiárias e dinâmicas imobiliárias do capital financeirizado no Brasil. *Mercator*, Fortaleza, v. 12, número especial (2)., p. 29-40, set. Available at: .
- MELAZZO, Everaldo S.; ABREU, Marlon. A. (2019). A expansão da securitização imobiliária. Uma prospecção a partir da cidade de Ribeirão Preto/SP. *GEOUSP: espaço e tempo*, v. 23, p. 22-39. Available at: <https://www.revistas.usp.br/geousp/article/view/141943>.
- MENDEZ, Ricardo. G. (2018). La telaraña financiera: Una geografía de la financiarización y su crisis. Barcelona: RiL Editores, 424 p.
- NATAL, Jorge. et al. (2015). O desenvolvimento brasileiro recente: da crítica da economia política ao planejamento urbano e regional crítico. Rio
- PAULANI, Leda. (2010). “Capitalismo Financeiro, Estado de Emergência Econômico e Hegemonia às Avessas no Brasil”. In: Oliveira, F. Braga, R. & Rizek, C. (ed). *Hegemonia às Avessas: economia, política e cultura na era da servidão financeira*. São Paulo: Boitempo. pp. 109-135.
- PAULANI, Leda. M. (2012). A inserção da economia brasileira no cenário mundial: uma reflexão sobre a situação atual à luz da história. *Boletim de Economia e Política Internacional*. Brasília, IPEA.
- PAIVA, Cláudio. de. (2007). A diáspora do capital imobiliário, sua dinâmica de valorização e a cidade no capitalismo contemporâneo: a irracionalidade em processo. Tese (Doutorado em Economia). Unicamp: Campinas/SP. Available at: <http://repositorio.unicamp.br/jspui/handle/REPOSIP/285426>
- PENHA FILHO, Carlos. A. (2020). Estratégias e dinâmica de acumulação das incorporadoras listadas (2010/2018). Campinas, SP : [s.n.]. Available at: <http://repositorio.unicamp.br/jspui/handle/REPOSIP/344105>.
- PORTUGAL JR, José. G. (Org.). (1994). Grupos econômicos: expressão institucional da unidade empresarial contemporânea. São Paulo: FUNDAP/IESP, 1994.
- RIBEIRO, Bruna. R. C. (2020). A trajetória da MRV: produção imobiliária e reescalonamento espacial. Relatório Final FAPESP
- ROLNIK, Raquel. (2015). A guerra dos lugares. A colonização da terra e da moradia na era das finanças. São Paulo: Boitempo.

ROYER, Luciana. de O. (2009). Financeirização da política habitacional: Limites e perspectivas. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo). São Paulo: USP/FAU.

ROYER, Luciana. de O. (2016). O FGTS e o mercado de títulos de base imobiliária: relações e tendências. Cadernos da Metrópole. São Paulo, v. 18, n. 35, 33-51, abril. <https://doi.org/10.1590/2236-9996.2016-3502>.

SANFELICI, Daniel. (2020). Contextos, instituições e atores na pesquisa urbana um olhar a partir da infraestrutura financeira para a produção da cidade. In: LIMONAD, E. BARBOSA, J. L. (orgs.). Geografias, Reflexões Conceituais, Leituras da Ciência Geográfica, Estudos Geográficos / Ester Limonad e Jorge Luiz Barbosa (orgs.) - São Paulo : Editora Max Limonad. p. 121-142.

SHIMBO, Lúcia Z. (2012). Habitação social de mercado: a confluência entre Estado, empresas construtoras e capital financeiro. Belo Horizonte: C/Arte, 2012.

UQBAR. (2016). Anuário UQBAR. Avaliable at: <https://www.uqbar.com.br/wp-content/uploads/2020/03/UqbarAnuarioImobiliario2016.pdf>

UQBAR. (2017). Anuário UQBAR. Avaliable at: <https://www.uqbar.com.br/wp-content/uploads/2020/03/UqbarAnuarioImobiliario2017.pdf>