

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ARQUITETURA E URBANISMO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ARQUITETURA E URBANISMO

VINICIUS KUBOYAMA NAKAMA

Do financiamento à financeirização: a reestruturação do espaço pelos Fundos de Investimento Imobiliário em São Paulo

São Paulo

2022

VINICIUS KUBOYAMA NAKAMA

Do financiamento à financeirização: a reestruturação do espaço pelos Fundos de Investimento Imobiliário em São Paulo

Versão Corrigida

Exemplar revisado e alterado em relação à versão original, sob responsabilidade do autor e anuência da orientadora. A versão original, em formato digital, ficará arquivada na Biblioteca da Faculdade de Arquitetura e Urbanismo.

São Paulo, 08 de fevereiro de 2023.

Dissertação apresentada à Faculdade de Arquitetura e Urbanismo como requisito para obtenção do título de Mestre em Arquitetura e Urbanismo pela Universidade de São Paulo

Área de Concentração: Planejamento Urbano e Regional

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Maria Beatriz Cruz Rufino

São Paulo

2022

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

E-mail: v.nakama@gmail.com | vinicius.nakama@usp.br

Catálogo na Publicação
Serviço Técnico de Biblioteca
Faculdade de Arquitetura e Urbanismo da Universidade de São Paulo

Nakama, Vinicius Kuboyama

Do financiamento à financeirização: a reestruturação do espaço pelos Fundos de Investimento Imobiliário em São Paulo / Vinicius Kuboyama Nakama; orientador Maria Beatriz Cruz Rufino. - São Paulo, 2022.
171.

Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Arquitetura e Urbanismo da Universidade de São Paulo. Área de concentração: Planejamento Urbano e Regional.

1. Finanças. 2. Produção Imobiliária. 3. Reestruturação Urbana. I. Rufino, Maria Beatriz Cruz, orient. II. Título.

Vinicius Kuboyama Nakama

Do financiamento à financeirização: a reestruturação do espaço pelos Fundos de Investimento Imobiliário em São Paulo

BANCA EXAMINADORA

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Maria Beatriz Cruz Rufino

Instituição: Faculdade de Arquitetura e Urbanismo da Universidade de São Paulo

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof.^a Dr.^a Sandra Lencioni

Instituição: Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas da Universidade de São Paulo

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. Daniel de Mello Sanfelici

Instituição: Departamento de Geografia da Universidade Federal Fluminense

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Agradecimentos

Primeiramente, gostaria de agradecer à Prof.^a Dr.^a Beatriz Rufino, que gentilmente aceitou orientar esta pesquisa, bem como me apoiou e se comprometeu com a minha formação.

Agradeço aos professores associados e membros dos grupos de pesquisa pelos intensos e frutíferos debates. E aos funcionários do serviço de pós-graduação da FAU, a toda hora solícitos em responder a qualquer dúvida ou questão.

Aos meus pais, pelo apoio incondicional dado em todas as fases da minha vida, e à minha irmã, por trazer mais alegria ao cotidiano.

Aos amigos e amigas de longa data, por me permitirem compartilhar tanto as minhas preocupações acadêmicas como as da vida em geral. Aos amigos do colégio, sempre presentes nessas duas décadas juntos, Adriano Ito, Lucas Akira, Caio Chamma, Cheng Tsung, Rafael Issamu, Felipe Monobe, Tamy Oishi e Victor Hugo Lucio Gomes.

Em especial, agradeço às amigas que contribuíram diretamente com esse trabalho. À Mari Miura, pela generosidade nos conselhos sobre a vida acadêmica. À Berê Poncet por, mesmo ocupada, ter me recebido de forma tão atenciosa na França. À Heloisa Macena e Nathália Conte, pelos momentos descontraídos.

À minha companheira, Érika Lisboa, pois sem você nada disso seria possível.

Finalmente, agradeço à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (FAPESP, Processo n.º 2020/07497-1) pelo apoio financeiro que viabilizou o desenvolvimento dessa pesquisa.

NAKAMA, V. K. **Do financiamento à financeirização**: a reestruturação do espaço pelos Fundos de Investimento Imobiliário em São Paulo. Dissertação (Mestrado em Arquitetura e Urbanismo) – Programa de Pós-Graduação em Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

Resumo

Esta dissertação se insere no debate sobre a aproximação do setor imobiliário e do mercado de capitais na produção do espaço urbano. Em especial, aborda essa proximidade a partir de um instrumento específico, o Fundo de Investimento Imobiliário (FII). Embora institucionalizado no início da década de 1990, o FII demonstrou um impetuoso crescimento a partir de 2008, consagrando-se como um meio relevante na mobilização de recursos no mercado de capitais para inversão no imobiliário. Visto que a produção do espaço é um movimento de absorção de capitais que permite a reprodução do próprio capital, busca-se compreender como o fundo imobiliário reestrutura o espaço metropolitano de São Paulo – região que concentra o maior número de propriedades geridas por FIIs no país. Para tal, sustenta-se que, na figura do FII, as características espaciais resultantes do processo de urbanização capitalista moderna – o *homogêneo, fragmentado e hierarquizado* – se aprofundam. O trabalho territorializa as propriedades detidas por FIIs na Região Metropolitana de São Paulo (RMSP) e demonstra o movimento do *financiamento à financeirização* que instrumento permite sintetizar. Apesar de o FII ter sido inicialmente concebido como um meio de financiamento do setor imobiliário, na atualidade ele impõe práticas e lógicas de rentabilização da propriedade que, por sua vez, são mediadas por formas fictícias de capital.

Palavras-Chave: Finanças. Produção Imobiliária. Reestruturação Urbana.

NAKAMA, V. K. **From financing to financialization:** the restructuring of space by Real Estate Investment Funds in São Paulo. Dissertation (Master's in Architecture and Urbanism) – Post-Graduate Program in Architecture and Urbanism, University of São Paulo, São Paulo, 2022.

Abstract

This dissertation contributes to the debate on the real estate sector's and the capital market's convergence in the production of urban space. In particular, it addresses this proximity through a specific instrument, the Real Estate Investment Fund (FII, Brazilian REIT). Although institutionalized in the early 1990s, the FII experienced rapid growth from 2008 onwards, establishing itself as a relevant means of mobilizing resources in the capital market for investment in real estate. Since the production of space is a movement of capital absorption that allows the reproduction of capital itself, we seek to understand how the FII restructures the metropolitan space of São Paulo – a region that has the highest concentration of FII-managed properties in the country. To this end, it is argued that the spatial characteristics resulting from the modern capitalist urbanization process – the *homogeneous, fragmented, and hierarchical* – are deepened in the figure of the FII. The work territorializes the properties held by FIIs in the Metropolitan Region of São Paulo (RMSP) and demonstrates the movement from *financing to financialization* the instrument allows for synthesizing. Although the FII was originally conceived as a means of financing the real estate sector, it now imposes practices and logics of property profitability that are mediated by fictitious forms of capital.

Keywords: Finance. Real Estate Production. Urban Restructuring.

Lista de Gráficos

Gráfico 1 - Taxa de crescimento do estoque de capital (1947-2017).....	31
Gráfico 2 - Investimento Líquido (1947-2017).....	31
Gráfico 3 - Composição do estoque de capital (1947-2017) (em %).....	40
Gráfico 4 - Evolução do número e volume de ofertas (2015-2021).....	58
Gráfico 5 - IFIX vs IBOV vs IMOB (2013-2022).....	59
Gráfico 6 - Evolução da representatividade do FII frente ao PL total de FIs (2002-2020).....	60
Gráfico 7 - Total acumulado de registros de FIIs na CVM.....	68
Gráfico 8 - Taxa Selic x IFIX.....	80
Gráfico 9 - Evolução de CPFs posicionados em FIIs e na Bolsa de Valores (2011-2019).....	81
Gráfico 10 - FIIs cancelados por mandato	89
Gráfico 11 - Mandato por segmento de FIIs (2020).....	113
Gráfico 12 - Relação entre ABL e distância até o centro de São Paulo (2020).....	117
Gráfico 13 - Relação entre ABL de FIIs logísticos e distância do centro de São Paulo (2020)	127

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Composição do IMOB por setor imobiliário (% de participação no índice).....	43
Tabela 2 – <i>Family Office</i> : alocação por classe de ativo	44
Tabela 3 - Benefícios e riscos de cada regime de propriedade para o locatário (inquilino).....	50
Tabela 4 - Benefícios e riscos de cada regime de propriedade para o locador (proprietário) ..	50
Tabela 5 - Comparativo entre REIT e FII (2022).....	55
Tabela 6 - Panorama do mercado global de REITs (2017)	57
Tabela 7 - Classificação do FII por mandato.....	65
Tabela 8 - Classificação do FII por gestão	65
Tabela 9 - Composição da Comissão de Estudo da PL 2.204/1991	88
Tabela 10 - Participantes da Audiência Pública sobre a ICVM 472/2008	91
Tabela 11 - Maiores administradores e gestores de FIIs por participação no mercado em 2020	94
Tabela 12 - Classificação de Shopping Centers	122
Tabela 13 – Percentual (%) de outorgas concedidas em EETUs por região de São Paulo (2014- 2020).....	132
Tabela 14 - Percentual (%) de outorgas concedidas em EETUS por uso e região de São Paulo (2014-2020)	132

Tabela 15 – Monitoramento das etapas dos PIUs propostos (2020)	136
Tabela 16 - Concentração de capital na indústria da construção e indústria de FIIs.....	138
Tabela 17 - Níveis e o "esquema geral" de produção do espaço <i>ex post facto</i> o aprofundamento do amálgama financeiro-imobiliário	150

Lista de Mapas

Mapa 1 - Localização das propriedades sob gestão de FIIs na RMSP (2020)	109
Mapa 2 - Concentração de propriedades geridas por FIIs por distrito (SP) e municípios (RMSP) (2020)	110
Mapa 3 - Densidade de propriedades geridas por FIIs por segmento (2020).....	112
Mapa 4 - Relação entre camadas de renda (2010) e segmentos de FIIs pesquisados (2020) .	115
Mapa 5 - Área Bruta Locável por segmento de FII pesquisado (2020)	116
Mapa 6 - Shopping Centers na grande São Paulo (1984).....	121
Mapa 7 - Relação entre segmentos de FIIs e Operações Urbanas (2020)	129
Mapa 8 - Outorgas onerosas concedidas em EETUs (2014-2020).....	132
Mapa 9 - Relação entre segmentos de FIIs e EETUs	133

Lista de Figuras

Figura 1 - Esquema da financeirização da produção do espaço a partir da noção de circuitos	37
Figura 2 - Esquema geral de operação dos FIIs.....	64
Figura 3 - Anúncio de lançamento imobiliário do FII Panamby (2001)	70
Figura 4 - Propaganda Panamby (1996)	70
Figura 5 - Anúncio de investimento do FII Panamby (1995).....	71
Figura 6 e Figura 7 - Edifício Módulo e Shopping Cidade São Paulo	134
Figura 8 - Edifício Faria Lima Plaza	144

Lista de Siglas

ABL – Área Bruta Locável

ABRAINCC – Associação Brasileira de Incorporadoras Imobiliárias

ABRASCE – Associação Brasileira de Shopping Centers

AMEFIBRAS – *Asociación Mexicana de FIBRAS Inmobiliarias*

ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimento

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro

BACEN – Banco Central do Brasil

BL – *Buy to Lease*

BNH – Banco Nacional da Habitação

BTS – *Built-to-Suit*

CA – Coeficiente de Aproveitamento

CCB – Cédula de Crédito Bancário

CCI – Cédula de Crédito Imobiliário

CEPAC – Certificado de Potencial Adicional de Construção

CMN – Conselho Monetário Nacional

COPOM – Comitê de Política Monetária

CPF – Cadastro de Pessoa Física

CRI – Certificado de Recebíveis Imobiliários

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

EETU – Eixo de Estruturação da Transformação Urbana

EFPC – Entidades Fechadas de Previdência Complementar

FBCF – Formação Bruta de Capital Fixo

FGTS – Fundo de Garantia do Tempo de Serviço

FHC – Fernando Henrique Cardoso

FI – Fundo de Investimento

FII – Fundo de Investimento Imobiliário

FIDC – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

FIP – Fundo de Investimento em Participações

FO – *Family Office*

IBOV – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo

IFIX – Índice de Fundos de Investimento Imobiliário

IMOB – Índice Imobiliário

IPO – *Initial Public Offer*

LH – Letra Hipotecária

LCI – Letra de Crédito Imobiliário

LIG – Letra Imobiliária Garantida

MCMV – Minha Casa, Minha Vida

MIP – Manifestação de Interesse Privado

NAREIT – *North America REIT*

NRE-POLI – Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica

OUC – Operação Urbana Consorciada

PDE – Plano Diretor Estratégico

PIB – Produto Interno Bruto

PPP – Parceria Público Privada

PIU – Projeto de Intervenção Urbana

REIT – *Real Estate Investment Trust*

RMSP – Região Metropolitana de São Paulo

SBPE – Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo

SFI – Sistema de Financiamento Imobiliário

SHF – Sistema Financeiro Habitacional

SLB – *Sale and Lease Back*

SMUL – Secretaria Municipal de Urbanismo e Licenciamento

Sumário

INTRODUÇÃO	13
CAPÍTULO 1 O LUGAR DO FINANCIAMENTO E DA FINANCEIRIZAÇÃO NA PRODUÇÃO DO ESPAÇO	17
1.1. DA NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO DA PRODUÇÃO.....	17
1.1.1. A polivalência do espaço.....	17
1.1.2. Ausência de financiamento como barreira à produção do espaço.....	21
1.2. ...À FINANCEIRIZAÇÃO DA PRODUÇÃO DO ESPAÇO URBANO	25
1.2.1. A financeirização como processo geral.....	25
1.2.2. Relações de renda e propriedade no contexto da financeirização.....	45
CAPÍTULO 2 A COMPLEXIFICAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO (1993-2020).....	52
2.1. ORIGEM E DIMENSÃO DO FII: PROMESSAS E PARTICULARIDADES DO CASO BRASILEIRO	53
2.2. CARACTERÍSTICAS GERAIS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	60
2.2.1. Características e funcionamento de um FII.....	60
2.2.2. Formas de classificação e riscos associados.....	64
2.3. PERIODIZAÇÃO E HISTORIZAÇÃO DOS FIIS	67
2.3.1. Gênese: necessidade de financiamento (1993-1996).....	68
2.3.2. Desvios: superação das dificuldades iniciais (1997-2003).....	72
2.3.3. Desenvolvimento: dilatação da base de investimentos (2004-2008).....	76
2.3.4. Consolidação: amadurecimento e crescimento da indústria de FIIs (2009-2020).....	78
2.4. A FORMAÇÃO DO COMPLEXO FINANCEIRO-IMOBILIÁRIO: ATUAÇÃO E ORGANIZAÇÃO DOS AGENTES NA PROMOÇÃO DA INDÚSTRIA DE FIIS	83
2.4.1. A noção de “complexo” nos estudos urbanos contemporâneos.....	84
2.4.2. Formação e atuação do complexo financeiro-imobiliário na modernização e flexibilização dos FIIs.....	86
2.4.3. Os agentes do complexo financeiro-imobiliário dos FIIs.....	92
CAPÍTULO 3 ESPAÇO E FINANÇAS: A REESTRUTURAÇÃO METROPOLITANA PELOS FIIS.....	100
3.1. DA CIDADE MODERNA À METRÓPOLE CONTEMPORÂNEA	100
3.1.1. O esquema geral da produção do espaço (H-F-H).....	100
3.1.2. A transformação (im)produtiva da metrópole	104
3.2. A REESTRUTURAÇÃO DA METRÓPOLE PELOS FIIS	107
3.2.1. Dimensões territoriais dos FIIs na RMSP	108
3.2.2. A centralização e “concentração” financeiro-imobiliária via FIIs na metrópole.....	137
3.3. A RADICALIZAÇÃO DO ESQUEMA GERAL DE PRODUÇÃO DO ESPAÇO	141
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	151
REFERÊNCIAS	154
APÊNDICE A – NOTAS METODOLÓGICAS	165
APÊNDICE B – ESQUEMA DE OPERAÇÃO DE DIFERENTES TIPOLOGIAS DE FIIS	167
APÊNDICE C – RELAÇÃO DE LEIS, INSTRUÇÕES E RESOLUÇÕES SOBRE FIIS (1993-2020)	168
APÊNDICE D – RELAÇÃO ENTRE ABL E A DISTÂNCIA ATÉ O CENTRO DE SÃO PAULO	170
ANEXO A – EMENDAS PL Nº 2.204/1991.....	171

INTRODUÇÃO

Instituído na década de 1990, o Fundo de Investimento Imobiliário (FII) objetivava financiar o fragilizado setor imobiliário que se encontrava nessa condição dado a recessão da década anterior. Visto como um modelo inovador no país, o FII se manteve relativamente incipiente ao longo de quase duas décadas ao se deparar com barreiras de diversas naturezas (regulatórias, fiscais etc.) que entravaram o desenvolvimento desse mercado. Todavia, desde a modernização do instrumento em 2008, esse tem se complexificado e apresentado um importante crescimento, consagrando-se como meio relevante de captura de recursos no mercado de capitais para investimento no imobiliário.

Entre 2008 e 2020, a quantidade de FIIs registrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) – entidade responsável por disciplinar, regular e desenvolver o mercado de valores mobiliários – saltou de 48 para mais de 511 fundos, enquanto o valor da indústria cresceu aproximadamente 437% no mesmo período (NAKAMA, 2021, p. 197). Atualmente, há mais de 711 FIIs registrados, com valor patrimonial de R\$179 bilhões¹ (B3, 2022a, p. 02). Em razão do impetuoso crescimento dessa indústria, das dinâmicas que o instrumento engendra sob o ambiente construído e sobre a racionalidade dos agentes, diversos estudos têm se dedicado a iluminar as diferentes facetas que daí se delineiam (BOTELHO, 2005; FIX, 2011; FRANCO, 2019; MAGNANI; SANFELICI, 2022; SANFELICI, 2017; SANFELICI; HALBERT, 2018; TERPINS, 2013; VOLOCHKO, 2008).

A presente pesquisa se insere no debate da aproximação das finanças sobre a produção do espaço. Dado a atual conjuntura de dominância financeira sobre os processos produtivos (DOWBOR, 2017; PEREIRA, 2019), busca-se compreender, através do estudo do FII, como o imbricamento financeiro-imobiliário reestrutura o espaço urbano. A transformação urbana ganha novos contornos ao se aproximar do capital financeiro, pois utiliza uma estrutura de capital ou de financiamento que, além de subsidiar a produção, influi na racionalidade dos agentes imobiliários, nos modos de produção e representação do espaço.

O trabalho tem como objetivo analisar o FII como portador de um duplo processo: de financiamento e de financeirização da produção do espaço. O fundo imobiliário não só é capaz

¹ Referência maio de 2022.

de captar e direcionar recursos para a produção imobiliária (diretamente, via desenvolvimento; e indiretamente, via aquisição de títulos de dívida imobiliária), como também impõe uma lógica que rentabiliza a propriedade pela sua fragmentação em títulos mobiliários que circulam virtualmente no mercado de capitais e, eventualmente, retornam sob a forma de renda. Em especial, o instrumento que debutou da expectativa de financiamento do setor imobiliário ajuda a examinar a atual conjuntura de financeirização do espaço, determinando um novo sentido à sua reestruturação.

O quadro teórico utilizado se concentra no *movimento* do “financiamento à financeirização” sobre o ambiente construído que encabeça o título do trabalho. Sustenta-se que as características do espaço moderno, descritas por Lefebvre (1980) como *homogêneo, fragmentado e hierarquizado* (H-F-H) se aprofundam na atual conjuntura de dominância financeira. Se, no primeiro momento o espaço é homogêneo por ser repetidamente produzido, fragmentado por funções (trabalho, lazer, consumo etc.) e hierarquizado pelas formas de segregação (BOTELHO, 2005, p. 04), na atualidade, tais atributos se aceram em diferentes níveis de análise – no *imediate*, *global* e *total*. Todavia, frisa-se que o aprofundamento de tais características (H-F-H) não deve ser lido como um movimento linear, mas a partir da ruptura entre a lógica de produção industrial, preponderante da cidade moderna, para uma financeira, na metrópole contemporânea.

Segundo Pereira & Petrella (2018, p. 07), esses níveis de análise – também de inspiração lefebvriana – permitem enfatizar “distintos processos de produção e reprodução social no e do espaço”, bem como a sua simultaneidade. No *imediate*, observam-se as relações de produção que, por sua vez, se articulam com as formas dominantes da acumulação e se assomam ao nível *global* (PEREIRA; PETRELLA, 2018, p. 12,80). O *total* concebe a “reprodução social, as formas vividas de experiência bem como as estruturas mentais, concepções e projetos para o devir que nela se formam” (PEREIRA; PETRELLA, 2018, p. 162).

Portanto, a tríade *homogêneo, fragmentado e hierarquizado* permite analisar e comparar as características do espaço produzido em dois momentos distintos: o moderno, de base industrial, como um momento anterior ao aprofundamento da associação financeiro-imobiliária (*ex ante facto*); e o “espaço contemporâneo” (*ex post facto*), de domínio financeiro. Nesse sentido, a escolha da região metropolitana de São Paulo como estudo de caso se justifica por sua importância na concentração e circulação de capital, além de possuir o maior número de propriedades sob gestão de fundos imobiliários no país.

A fim de ampliar a discussão e a compreensão do tema, questiona-se: quais as condições macroeconômicas e institucionais que permitiram o amadurecimento dos FIIs desde que o instrumento foi criado? Quais são os principais segmentos imobiliários dos FIIs e onde se concentram na Região Metropolitana de São Paulo (RMSP)? Como se dá a relação entre a financeirização praticada pelos fundos imobiliários e a reestruturação do espaço urbano?

A análise empírico-territorial, que aprofunda o debate teórico e ajuda a responder as questões supramencionadas, se pauta no levantamento e territorialização das propriedades geridas por FIIs listados e negociados na Bolsa de Valores (B3). Segundo a Orientação CVM n.º 15 de dezembro de 1987 e a Lei n.º 6.404/1976, todas as empresas de capital aberto são obrigadas a disponibilizar publicamente os relatórios gerenciais de suas atividades. Pautados nesses mecanismos de transparência, foi possível obter dados variados dos fundos imobiliários, como os aspectos da gestão, setores de atuação, demonstrações financeiras, evolução do patrimônio líquido, dentre outros². Considerando os objetivos da pesquisa, a análise empregou apenas os fundos que possuem propriedades físicas (chamados de fundos de “tijolos”), pois aqueles que investem em títulos mobiliários de base imobiliária não possuem expressão espacial direta.

A metodologia³ aplicada à análise territorial estabelece, além do recorte na RMSP, uma delimitação temporal até 2020. Nesse ano, constava no histórico da CVM⁴ 838 FIIs registrados. Desses, 547 (62,27%) encontravam-se em funcionamento normal, 102 (12,17%) em fase pré-operacional, enquanto 177 (21,12%) foram cancelados e outros 12 (0,01%) encontravam-se em liquidação. Do universo apresentado, constatou-se 315 FIIs listados na B3. Dado os cortes realizados (fundos de papel, por exemplo), a análise territorial circunscreveu 108 fundos imobiliários (incluindo híbridos & outros) que detinham, no período, 416 ativos imobiliários. As propriedades geridas por fundos imobiliários listados na B3 até a data lida foram geolocalizadas na RMSP. O estudo analisou a concentração da indústria de FIIs na RMSP, bem como buscou correspondências entre a localização dos FIIs com determinados instrumentos de transformação territorial (como as Operações Urbanas) e aspectos socioeconômicos.

² A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) centraliza os dados no endereço sistemas.cvm.gov.br.

³ Ver Apêndice A – Notas metodológicas.

⁴ Referência dezembro de 2020. Os registros datam a partir de 1994.

Embora o trabalho foque nos fundos de “tijolo”, é preciso apontar que a dificuldade em consolidar dados dos fundos de “papel” não lhes retira a sua devida relevância⁵. Estudos recentes, como os de Abreu, Melazzo & Ferreira (2020) e Torres, Tonucci Filho & Almeida (2022) buscam sistematizar, territorializar e interpretar os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) – títulos de valores mobiliários lastreados em imóveis – de modo bastante abrangente. Embora as aquisições de CRIs por FIIs negociados na B3 sejam públicas, esbarra-se na falta de padronização e consolidação dos dados, que variam de acordo com cada securitizadora (emissora dos títulos).

O presente trabalho se estrutura em três capítulos. O primeiro orienta a discussão de forma mais ampla, mas transversal ao objeto da pesquisa. Trata da dinâmica de financeirização que se desdobra a partir da necessidade de financiamento da produção imobiliária, cristalizada pelo FII, que se torna alicerce para uma transformação mais ampla da sociedade e do território. O Capítulo 2 explora a constituição da indústria de FIIs, as especificidades do instrumento, e analisa o seu desenvolvimento ao longo do tempo. Sobre esse último aspecto, estrutura-se uma periodização para, em seguida, analisar como a relação entre diversos agentes (Estado, financeiro e imobiliário) converge na formação do “complexo financeiro-imobiliário” que instituiu e promove o instrumento. Por fim, o último capítulo centraliza a discussão na radicalização da tríade lefebvriana H-F-H, reforçando o movimento à financeirização. Em outras palavras, deve-se compreender como o progresso e a lógica do instrumento radicaliza as características da produção do espaço a partir das categorias teóricas discutidas.

⁵ Apesar de um título de base imobiliária (CRI, LCI, LIG etc.) – objeto de investimento dos FIIs de papel – possuir imóveis como lastro, a falta de transparência e estruturas distintas de informação divulgadas pelas securitizadoras impossibilitou a sistematização de tais dados.

CAPÍTULO 1

O LUGAR DO FINANCIAMENTO E DA FINANCEIRIZAÇÃO NA PRODUÇÃO DO ESPAÇO

A fim de construir o movimento que pauta o título da presente pesquisa “do financiamento à financeirização”, o presente capítulo busca situar e discutir um conjunto de elementos e categorias teóricas que são considerados essenciais para a compreensão do FII na metrópole. A discussão é contextualizada para o caso brasileiro e, em específico, dentro do quadro da chamada “indústria de propriedades” e da centralidade da renda na atual conjuntura da dominação financeira. Pretende-se abordar como a função de financiamento, comedido por diversos instrumentos e sistemas, passa a compreender relações sociais (de produção, apropriação e uso) cada vez mais complexas. De outro modo, entende-se que a crescente necessidade de financiamento da produção do espaço é, por assim dizer, um importante vetor do processo de financeirização. Pontua-se, entretanto, que a financeirização não surge como uma mera derivação do financiamento, mas uma necessidade do processo histórico capitalista.

1.1. Da necessidade de financiamento da produção...

1.1.1. A polivalência do espaço

Space is at once result and cause, product and producer; it is also a stake, the locus of projects and actions deployed as part of specific strategies, and hence also the object of wagers on the future – wagers are articulated, if never completely.

Lefebvre, H. The production of space (1991, p. 142-143)

Fruto das relações sociais que o produzem, o espaço (social) urbano se mostra polivalente ao englobar uma miríade de encadeamentos, simultaneidades e contradições. Visto que, por um lado, o espaço resulta da lógica capitalista de produção, reprodução e dominação que dissimula; por outro, ele internaliza a potencialidade do “possível-impossível” – da própria negação de si – que *pode* se constituir como uma via alternativa de construção social (LEFEBVRE, 1991 [1974], p. 85, 2002 [1970], p. 46).

Em virtude de cada *modo de produção*, vinculado à diferentes tempos históricos (escravista, feudal, socialista, capitalista), *produzir* um espaço particular (LEFEBVRE, 2002 [1970], p. 33), o presente estudo se debruça sobre o que se vislumbra como um momento de interposição

financeira entre a era industrial e a era urbana⁶. Ou seja, foca no período em que a subordinação da produção do espaço pelo capital financeiro transforma as suas características e as relações sociais que se sucedem sobre ele.

Tratar da produção do espaço em momentos históricos distintos (industrial e financeiro) deve propiciar o rigor necessário à análise proposta. Sem tais considerações, pode-se incorrer em alguns dos erros metodológicos apontados por Lefebvre (1991 [1974], p. 82, 90, 104), como: tratar do espaço e dos artefatos que o compõe de forma “fechada em si”; na redução do seu conhecimento à uma descrição das “coisas” no espaço, ou na observação daquilo aparente apenas na superfície, as suas representações.

Historicamente, a produção e transformação do espaço deriva de uma prática espacial e social anterior (LEFEBVRE, 1991 [1974], p. 190). Dessa forma, trazer à luz a dinâmica de produção atual sob égide financeira só é possível, em sua totalidade, ao se lançar primeiramente um olhar sob o período que o precede. Isto é, a matéria (social) atual advém do modo como as relações sociais foram anteriormente (re)produzidas no campo industrial.

Sendo assim, no modo de produção capitalista, o espaço adentra essencialmente como *produto, meio e condição de produção*. Materialmente, o espaço é produto, pois é “usado e consumido” (LEFEBVRE, 1991 [1974], p. 85). Imbuído pela lógica do “mundo mercadoria”, a qual, pela industrialização, se estende por todo o globo (mercado mundial); o espaço enquanto produto é equalizado pelo valor de troca, sendo negociado, comprado, vendido ou compensado monetariamente. Todavia, ele não se revela um produto qualquer:

O espaço (social) não é uma coisa entre outras coisas, nem um produto entre outros produtos: ao contrário, ele subsume as coisas produzidas e engloba sua interrelação em sua coexistência e simultaneidade - sua ordem (relativa) e/ou desordem (relativa). É o resultado de uma sequência e conjunto de operações e, portanto, não pode ser reduzido à categoria de um simples objeto⁷ (LEFEBVRE, 1991 [1974], p. 73, tradução nossa).

⁶ Lefebvre (2002 [1970], p. 45) considera a “era urbana” como aquela na qual as “diferenças são conhecidas e reconhecidas, consideradas, concebidas, e ganham significados”; não sendo mais definida pela racionalidade industrial. Aqui, é importante destacar que, segundo o autor, o urbano ou pensamento urbanístico se difere do *urbanismo*, considerado um instrumento de dominação do espaço.

⁷ Em inglês: “(Social) space is not a thing among other things, nor a product among other products: rather it subsumes things produced, and encompasses their interrelationship in their coexistence and simultaneity - their (relative) order and/or (relative) disorder. It is the outcome of a sequence and set of operations, and thus cannot be reduced to the rank of a simple object.”

Conforme a citação explícita, a especificidade do espaço reside na coexistência e simultaneidade das relações sociais que assimila. Logo, ele também subsiste como *meio de produção*, uma vez que funciona como rede de troca e fluxo de materiais, energia e dispõe de vias que condicionam a força de trabalho (LEFEBVRE, 1991 [1974], p. 85). Em outras palavras, o espaço se configura desse modo ao abarcar, concomitantemente, os meios de trabalho (na forma de imóveis e infraestrutura) e os objetos de trabalho (matéria-prima etc.).

Enquanto *condição de produção*, o espaço pode ser compreendido como premissa ou requisito necessário à reprodução do capital (LENCIONI, 2021, p. 37). Ou seja, a configuração do ambiente construído, derivada de uma condição de produção anterior, também é componente determinante do modo de produção capitalista. Apresentadas as características tidas como “essenciais”, verifica-se que em uma escala mais ampla, “a metrópole se coloca ao mesmo tempo como uma *condição* para a reprodução do capital, um *meio* utilizado para a sua reprodução e, ainda, um produto do próprio capital.” (LENCIONI, 2011, p. 136).

Apesar de delimitado a produto, meio e condição de produção, destaca-se que a polivalência do espaço pode (e deve), em um nível mais elevado, ser ampliada. Nesse sentido, Lefebvre (1991 [1974], p. 349) também o aponta como, simultaneamente: instrumento político de dominação social, sustentáculo da reprodução dos meios de reprodução e das relações de propriedade, etc.

Aos poucos, torna-se claro como o espaço produzido em conexão com as forças produtivas e as relações de produção (LEFEBVRE, 1991 [1974], p. 77) revela um determinado *modo de produção*. No domínio do campo industrial, ele adentrou definitivamente como forma significativa de produção de mais-valor (LEFEBVRE, 1991 [1974], p. 347), sendo um momento-chave no qual a produção do espaço subsumiu o espaço de produção (de artefatos e mercadorias). Cabe destacar que Lefebvre (2002 [1970], p. 142–143) não considerava a produção do espaço uma novidade, pois os grupos dominantes sempre o conceberam de forma *imediata*. O novo, para o autor, residia em um possível esgotamento do capitalismo, que procurava uma nova forma e dimensão de conquista – do espaço *global e total*.

Sobre essa nova dimensão, aprofundam-se as contradições do espaço que, transmutadas e mascaradas, ainda perduram na atualidade. Dentre elas, cita-se a produção do espaço em escala mundial, constituído a partir de fragmentos (espaços parcelares) das relações de produção capitalista (LEFEBVRE, 2001 [1978], p. 177). E, na esfera da circulação, a sua constituição como *barreira* ao capital exige um esforço constante da sua superação pelo tempo (HARVEY,

2005a, p. 145). Nesse caso, a contradição reside na necessidade de organização do espaço (pela sua produção), que impõe à parte “da totalidade do capital e da força de trabalho” a ser “imobilizada no espaço [...] para proporcionar maior liberdade de movimento ao capital e à força de trabalho remanescentes” (HARVEY, 2005a, p. 149–150). Além disso, também incorpora as próprias contradições da lógica dominante de produção.

Sob a perspectiva lefebvriana, torna-se claro que a produção do espaço só pode ser apreendida dialeticamente, pois se constitui a partir de uma abstração concreta (GOTTDIENER, 2016, p. 132). A dissimulação dessas contradições pela lógica dominante implica na abstração do espaço. Mas, enquanto totalidade e pela crítica do espaço, evidencia-se como o ambiente construído é condição de reprodução do capital ao também se constituir como uma forma de superação das barreiras inerentes à sua própria circulação.

No que tange o nível imediato, é imprescindível tecer algumas breves considerações. Aqui, a *produção do espaço* é tratada como um processo amplo que engloba a produção imobiliária, sendo esta última uma chave para a discussão das condições imediatas de produção; ou seja, àquelas que concernem a própria atividade de construção (além da forma propriedade etc.). Conforme Pereira (1988, p. 04) bem coloca, a “obviedade de quem constrói [...] não nos parece um aspecto que possa ser negligenciado, pois provoca uma particularidade na reprodução do capital vinculado à construção”. Tendo em vista que o espaço social “nunca é produzido no sentido de que um quilograma de açúcar ou um metro de tecido são produzidos⁸” (LEFEBVRE, 1991 [1974], p. 85, tradução nossa), o imobiliário (que o compõe) apresenta suas especificidades. Nesse sentido, diversos autores se atentam para as suas particularidades, desde a sua dinâmica de produção, modelos de financiamento, agentes, dentre outros aspectos.

Lencioni (2014, p. 32), por exemplo, sinaliza que um dos caracteres da mercadoria imóvel reside na formação do seu preço de mercado, expresso pelo seu custo de construção e pelo custo de aquisição do terreno. Segundo essa autora, à vista da terra não se originar de nenhum processo produtivo, imputa-se ao produto imobiliário uma condição *suis generis*: a de não ser completamente produzido e possuir um custo anterior à produção que precisa ser devidamente remunerado ao se realizar. Apesar da mercadoria terra possuir um preço, ela não possui valor.

⁸ Em inglês: “Space is never produced in the sense that a kilogram of sugar or a yard of cloth is produced.”

Consequentemente, o valor incorporado à terra no desenvolvimento imobiliário, por não ser reproduzível no espaço, consagra-se como um valor de uso localizado.

Assim como outros elementos, a necessidade de terra também se constitui como premissa e obstáculo à reprodução do capital no setor. Isto porque, segundo Topalov (1974, p. 278, tradução nossa), a “disposição de um fluxo permanente de solo urbanizável é uma condição da acumulação ampliada na esfera da construção”⁹. Contudo, por ser monopolizável e não reprodutível, a terra agrega um valor de uso bastante particular à mercadoria imobiliária: garante o acesso a outros valores de uso proporcionados pela aglomeração urbana (TOPALOV, 1974, p. 278).

Além disso, a própria dinâmica da indústria imobiliária demanda, como particularidade, um longo período de produção e o empenho de grande volume de recursos (capital e trabalho). Logo, a necessidade de financiamento do setor se torna condição para o desenvolvimento imobiliário, pois, de outra forma, os produtores capitalistas seriam obrigados a se capitalizar significativamente de modo antecipado. Desse modo, Botelho (2005, p. 45) indica a forma de um *capital autonomizado*, financeiro ou bancário, como maneira de superar os obstáculos da reprodução do capital pelo imobiliário.

Vistas algumas das características estruturais desse mercado, observa-se que o crédito é um requisito básico para o desenvolvimento do setor (ROYER, 2009, p. 97), bem como o amadurecimento do próprio *sistema de crédito*. Dada a polivalente importância da produção do espaço para o capitalismo, a carência de financiamento compromete a sua reprodução. A subseção a seguir discute preliminarmente a necessidade de financiamento como um importante canal da financeirização da produção do espaço.

1.1.2. Ausência de financiamento como barreira à produção do espaço

Ao capitalismo, “a capacidade para dominar o espaço implica na produção do espaço” (HARVEY, 2005a, p. 150). E, conforme visto anteriormente, a ausência de financiamento se constitui facilmente como barreira à sua produção e consumo. Assim, a presente subseção pretende analisar como tal condição se estabelece como barreira à produção do espaço e como tal imbróglio é contornado, seja pelo sistema de crédito ou via instrumentos financeiros que, de

⁹ Em francês: « La disposition d'un flux permanent de sol urbanisable est une condition de l'accumulation élargie dans la sphère du bâtiment. »

certo modo, dele derivam. Apesar da pesquisa não se aprofundar nas raízes da constituição do crédito, ela se atém a alguns aspectos importantes da sua instituição.

A formação histórica do sistema de crédito pode ser inicialmente atribuída à concentração de capital, via depósitos¹⁰, sob a custódia dos bancos. Belluzzo (2011) aponta que sobre essa grande massa de capital-dinheiro se emitem títulos de crédito que funcionam como dinheiro e, sob essa forma, circulam e aproximam as formas monetárias do dinheiro creditício. Segundo esse autor, o sistema de crédito é, então, “a pedra angular da gestão da riqueza capitalista” (BELLUZZO, 2011, n.p.) por adiantar recursos livres e líquidos ao produtor capitalista e servir como um ambiente onde se avaliam e negociam direitos de propriedade, de apropriação de renda e de riquezas. Além de outras finalidades¹¹, ressalta-se que o crédito também possui a importante “potencialidade para o ‘capital fictício’” que reside “dentro da própria forma do dinheiro e está particularmente associada com a emergência do dinheiro creditício” (HARVEY, 2013, p. 353).

Via sistema de crédito, o dinheiro pode ser convertido em capital de duas formas distintas: (i) a partir de um fluxo de transações monetárias; ou (ii) pela concentração de poupanças e outras formas de capital ociosos dentro do sistema bancário (HARVEY, 2013, p. 348). Originam-se, assim, duas formas de crédito: para o produtor capitalista a função do *crédito de capital* é a de financiar o investimento em capital fixo, produção de bens de consumo e se liga à acumulação; enquanto para o consumidor, o *crédito mercantil* funciona como dinheiro e facilita a aquisição de bens de alto valor agregado e longa durabilidade (BELLUZZO, 2011).

Sob tais feitos, Harvey (2013, p. 352) revela que a “única coisa que todas as formas [de crédito] têm em comum é que o pagamento de juros está ligado à mão de obra futura como um contravalor”. Surge, portanto, a noção de “capital fictício” como um valor pautado em rotações futuras de produção ainda sequer realizadas. Antes de avançar, faz-se necessário realizar algumas observações sobre a função dessa categoria de capital. Se, para o produtor capitalista, o crédito é benéfico por acelerar tanto a produção quanto o consumo de mercadorias; aos proprietários do capital, ele perde a sua autonomia ao se comprometer por um determinado

¹⁰ Segundo Hilferding (1910, n.p.), “the money available to the banks is derived from two sources: on one side, from the resources of the non-productive classes, and on the other side, from the capital reserves of industrial and commercial capitalists.”

¹¹ Cf. Harvey (2013). Além das finalidades descritas o autor também elenca como funções do sistema de crédito: a mobilização do dinheiro como capital, a equalização da taxa de lucro, circulação de capital fixo, criação de bens de consumo e centralização de capital.

período com valores de uso específicos (HARVEY, 2013, p. 353). Aqui, a contradição no modo de circulação do crédito como um “capital autonomizado” (HARVEY, 2013, p. 535) reside na renúncia da sua flexibilidade em troca de juros que só poderá ser plenamente reconstituída ao se realizar em capital-dinheiro. Contudo, ao se realizar, o capital abdica o juro, abandonando a sua forma creditícia. De modo a superar essa barreira, a figura do “capital fictício” emerge, pois é capaz de compreender (com limitações e entre outras funções) ambos os aspectos, o juro e uma autonomia relativa.

Tendo em vista esse modo particular de circulação do capital no sistema de crédito, se têm, na verdade, uma definição implícita de capital financeiro (HARVEY, 2013, p. 373). Contudo, aqui não cabe discorrer sobre a sua origem ou formação a partir dos capitais comercial, bancário e industrial – conforme Hilferding (1981) definiu em sua obra *Finance Capital: A study of the latest phase of capitalist development*. Grosso modo, compreende-se o capital financeiro como àquele que deriva do sistema de crédito – conservando determinadas características, como o juro e autonomia relativa – e circula sob a forma de títulos de valores e de propriedade (capital fictício) que podem (ou não, em caso de crises, por exemplo) ser reconvertidos em dinheiro.

No setor imobiliário, a necessidade de crédito é crucial porque, dado a necessidade de empenho de volumosos recursos e o alto custo do produto, ele pode agir nas duas pontas: no financiamento da obra, por parte do construtor; e na aquisição do imóvel, pelo comprador. Nesse sentido, Harvey (2013, p. 350) indica que o sistema de crédito atua de modo a “remover todo tipo de barreira ao fluxo livre do capital através das respectivas esferas da produção e da circulação. Por exemplo, as mercadorias que requerem períodos de produção muito longos podem ser pagas em prestações”. Além disso, por empregar mão-de-obra de forma intensiva e mobilizar um grande conjunto de atividades econômicas, que variam da base (fornecimento de matéria prima e equipamentos) até a ponta (serviços diversos), o setor possui um peso relevante sobre a geração de emprego, renda e riquezas.

Em todos esses aspectos, o sistema de crédito permite a continuidade da circulação do dinheiro, ao mesmo tempo que aceita a descontinuidade na produção, na circulação e no consumo das mercadorias. Por meio do sistema de crédito, todos os tempos de circulação são reduzidos a “tempo de circulação socialmente necessário” (HARVEY, 2013, p. 350).

Logo, espera-se uma profunda interconexão entre o mercado de crédito e o mercado imobiliário. A despeito desse último ser historicamente dependente das finanças, Aalbers (2008, p. 51) afirma que, na atualidade, os investimentos imobiliários se tornaram altamente dependentes do

desenvolvimento do mercado financeiro e vice-versa. Prontamente, questiona-se como a necessidade de financiamento promove o desenvolvimento do sistema de crédito. Harvey (2013, p. 338) revela que:

A lógica da circulação geral do capital os obriga [os capitalistas] a criar novos instrumentos financeiros e um sistema de crédito sofisticado que impulsiona o dinheiro e o capital que rende juros para um papel proeminente em relação à acumulação.

Sobre o trecho supracitado, pode-se dizer que o sistema de crédito engloba novos instrumentos e esses, por conseguinte, o complexificam; o que também acaba por tornar a relação entre o mercado de crédito/financeiro e o mercado imobiliário mais intrincada. Apesar dos instrumentos não serem tratados nesse momento – e sim na subseção *1.2-...à financeirização da produção do espaço urbano* –, cabe apontar que eles constituem múltiplas vias de financiamento da produção imobiliária.

Nos países ricos, como é o caso da Suíça, Austrália e Dinamarca, a proporção do crédito imobiliário é muitas vezes superior a 100% do seu Produto Interno Bruto (PIB). Ainda que a proporção de crédito imobiliário no Brasil seja muito inferior aos das economias centrais (ou mesmo em desenvolvimento), houve um importante crescimento no período entre 2003 e 2018, no qual a relação entre o crédito imobiliário e PIB saltou de 1,5% para 10% (JARDIM; LORRANY, 2020, p. 11).

Segundo Jardim & Lorrany (2020, p. 15), o crescimento apontado é fruto da regulamentação de instrumentos que viabilizaram outras formas de financiamento imobiliário e pela melhoria do ambiente de negócios (a partir da maior segurança jurídica na execução de garantias). Em suma, verifica-se que o crescimento do crédito imobiliário é, em parte, canalizado por tais mecanismos mesmo que, em alguns casos, ainda sejam bastante incipientes.

Apesar de a mobilização de recursos para empréstimo em troca de juro ser algo historicamente habitual no modo de produção capitalista, o avanço do crédito, da securitização da dívida financiada pelos compradores ou da expectativa sobre a capacidade de geração de renda de um bem passam a constituir uma nova camada de relações sobre a produção imobiliária, na qual o capital portador de juros assimila-se à renda¹². Aqui, a questão principal – a ser debatida na

¹² Marx (*Grundrisse*, 2011 [1941]) considera a renda como uma parcela do mais-valor destinada ao consumo imediato, sendo um custo necessário à reprodução do capital.

próxima parte – é compreender em que medida tal dinâmica passa a se tornar dominante sobre os processos de produção do espaço.

1.2....à financeirização da produção do espaço urbano

1.2.1. A financeirização como processo geral

A financeirização é um conceito em ascensão em diversos campos do pensamento, principalmente a partir da crise financeira global de 2008. Embora amplamente mobilizada, não há um consenso na literatura sobre um domínio ou significado exato ao qual a expressão se refere, sendo relevante em diferentes frentes. Nesse sentido, a presente subseção realiza uma breve revisão bibliográfica sobre o termo em sua acepção mais ampla – como processo geral –, para então adentrar na especificidade que se impõe à produção do espaço.

A princípio, Chesnais (1998, p. 24) temporaliza o encadeamento da “mundialização financeira” a partir de três etapas: (i) internacionalização financeira indireta (1960-1979); (ii) desregulamentação e liberalização financeira (1980-1985); e (iii) acentuação da liberalização e incorporação dos mercados emergentes (1986-1995). *Grosso modo*, o primeiro momento pode ser inicialmente retratado pelo domínio das instituições bancárias, cujas atividades monetárias e financeiras eram bem compartimentadas¹³. Na primeira metade desse período, o quadro institucional e regulatório da atividade capitalista era bastante pautado pelas políticas econômicas definidas no pós-guerra, como o Acordo de Bretton Woods¹⁴. Contudo, devido à sucessão de diversos eventos e decisões, como o colapso do Acordo em 1971, a reação à crise de 1973, e a ascensão do neoliberalismo (Thatcher no Reino Unido e Reagan nos EUA), desencadeia-se uma ampla desregulação econômica e financeira, característica da segunda etapa. O terceiro estágio aponta para a acentuação do processo e a sua expansão para países em desenvolvimento. Concomitantemente, também cresce o mercado de instrumentos especulativos, como os derivativos e de outras práticas financeiras, como a securitização (CHESNAIS, 1998, p. 24; LAPAVITSAS, 2013, p. 793). Em um grau mais elevado, o aprofundamento do movimento às finanças – com a liberalização e interligação de diversos

¹³ Nos EUA, o *Glass-Steagall Act* de 1933 compartimentava as atividades de bancos comerciais e bancos de investimento. A lei foi revogada em 1999 pelo *Gramm-Leach-Bliley Act*.

¹⁴ O Acordo de Bretton Woods foi formalizado no fim da II GM e estabeleceu as políticas econômicas e monetárias que guiarão o desenvolvimento capitalista no pós-guerra. Dentre as medidas mais conhecidas estão: a definição do dólar como moeda padrão internacional, a sua indexação às outras moedas e a criação do lastro padrão-ouro (35\$/oz).

mercados nacionais – criou as condições para a formação da crise do *subprime* em 2007 nos EUA, com efeitos que perpassaram do Norte ao Sul Global e puseram em destaque a conjuntura contemporânea da *financeirização*.

Apesar das atenções terem sido mormente catalisadas a partir da crise financeira mundial, Lapavitsas (2013, p. 793) aprofunda tal contextualização ao afirmar que os aspectos estruturais da financeirização começaram a ser edificados no fim da década de 1970. De acordo com esse autor, nas três décadas que se sucedem, houve uma expansão sem precedentes das atividades financeiras que passaram a permear, pelo domínio estabelecido, relações sociais, econômicas e políticas. Assim, ao alcance da extensão do *processo geral* que caracteriza a transformação capitalista, a financeirização é inicialmente observada como uma mudança estrutural das economias capitalistas avançadas (LAPAVITSAS, 2013, p. 798) e, ao passo de suas especificidades, das economias periféricas.

Nas palavras de Aalbers (2015, p. 214, tradução nossa), a financeirização pode ser definida como “o crescente domínio de atores, mercados, práticas, mediações e narrativas financeiras, em várias escalas, resultando em uma transformação estrutural de economias, empresas (incluindo instituições financeiras), estado e famílias¹⁵”. Em um sentido contíguo, Epstein (2015, p. 05, tradução nossa) traz uma interpretação igualmente plural, na qual a financeirização se dá pelo “papel crescente do interesse financeiro, do mercado, dos atores e das instituições financeiras na operação dos mercados internos e economias internacionais¹⁶”.

Ambas as definições para o fenômeno são próximas e tendem a retratá-lo como um processo bastante amplo. Inicialmente, Aalbers (2015, p. 215, 2019, p. 03) defende que tal abertura pode ser capaz de unir diferentes vertentes da literatura sobre financeirização, de modo a funcionar como um “conceito guarda-chuva”. Entretanto, o autor admite que tal emprego pode ser algo bastante vago ao abranger muitos processos, estruturas e práticas em diferentes escalas. Na mesma linha, Epstein (2015, p. 05) argumenta que a vantagem de uma definição aberta é incorporar novos recursos ao termo, mesmo reconhecendo eventuais dificuldades que podem surgir pela sua falta de especificidade.

¹⁵ Em inglês: “To me, financialization is ‘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”

¹⁶ Em inglês: “the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies.”

Sobre esse aspecto demasiadamente aberto, Christophers (2015) chama a atenção aos *limites* da financeirização. Segundo o autor, a sua conceituação caminha para uma estilização próxima a dada à “globalização” nos anos 1990 e ao “neoliberalismo” ou “neoliberalização” na virada do século XXI. Apesar dos termos também não possuírem um entendimento único, o autor defende a existência de algum grau analítico de coerência conceitual que, no caso da financeirização, encontra-se fragmentado (CHRISTOPHERS, 2015, p. 183, 187).

Portanto, deve-se ter cautela em não reduzir o termo a uma “vaga noção da ‘(crescente) importância contemporânea das finanças’¹⁷” (CHRISTOPHERS, 2015, p. 184, tradução nossa). À vista disso, o autor sugere três parâmetros que devem guiar os estudos sobre a financeirização: (i) ter prudência e seletividade na utilização da expressão, a fim de conter a sua fragmentação; (ii) examiná-la sob uma ótica ampliada (além do Norte Global pós-1970); e (iii) considerá-la como um processo ou conjunto de processos cujas dimensões “se desdobram em teias de relações dialéticas, cercadas por contradições profundas e generalizadas¹⁸” (LAPAVITSAS, 2013 apud CHRISTOPHERS, 2015, p. 198, tradução nossa).

Mas se, por um lado, Christophers (2015) adverte sobre os *limites* conceituais e empíricos do termo; por outro, Aalbers (2015) o contrapõe elencando as suas *potencialidades*. Nesse sentido, defende:

Há um potencial real para a financeirização unir processos e práticas do mundo real que são conceitualmente tratados como entidades discretas. A financeirização é um fenômeno inerentemente espacial que deve ser muito mais central para a análise da geografia econômica, explicando como a financeirização da economia global está ligada à financeirização em outras escalas, como do Estado, dos setores econômicos, das empresas individuais e da vida cotidiana¹⁹ (AALBERS, 2015a, p. 218 tradução nossa).

Mesmo que o conceito seja comumente abordado a partir de cinco eixos centrais na literatura: (i) regime de acumulação, (ii) maximização do *shareholder value*, (iii) da vida cotidiana, (iv) da geografia da financeirização; e (v) financeirização das *commodities* (PALLUDETTO;

¹⁷ Em inglês: “[...] increasingly standing only for a vague notion of ‘the (increased) contemporary importance of finance’ [...]”

¹⁸ Em inglês: “[...] the financial(ized) dimensions of capitalism exist and unfold in webs of dialectical relations, beset by contradictions both deep and pervasive (Lapavitsas, 2013).”

¹⁹ Em inglês: “There is real potential for financialization to conjoin real-world processes and practices that are conceptually treated as discrete entities. Financialization is an inherently spatial phenomenon that should be much more central to economic geographic analysis, explaining how the financialization of the global economy is tied to financialization at other scales as well as of the state, economic sectors, individual firms, and daily life.”

FELIPINI, 2019, p. 330); ainda há um leque generoso de aproximações sugeridas por diversos autores²⁰. Sob tal ótica, destaca-se a abordagem histórica como relevante, pois ela não envia um olhar estritamente imediatista, “que só pode fornecer uma perspectiva parcial de sua constituição²¹” (CHRISTOPHERS, 2015, p. 194, tradução nossa).

À luz de um possível “processo histórico recorrente”, a financeirização é, então, “*parte da e chave à* transformação estrutural das economias capitalistas avançadas²²” (AALBERS, 2019, p. 05, tradução nossa); mesmo que uma das maiores dificuldades em investigá-la resida em identificar as especificidades e mediações necessárias dessa forma histórica (LAPAVITSAS, 2013, p. 799).

Conforme já apontado por Lapavitsas (2013, p. 801), a transformação econômica dos países centrais, dado a crescente importância das finanças, está estreitamente ligada à desregulamentação financeira empreendida no fim da década de 1970. No caso das economias periféricas, o autor afirma que o crescimento do fluxo de capital internacional, a instabilidade do câmbio e do juro também passam a desencadear movimentos na dimensão financeira. Contudo, cabe ressaltar que a transformação das economias avançadas e em desenvolvimento se dá a passos bastante distintos. Na década de 1980, diversos países da América Latina manifestaram o esgotamento do modelo de Estado Autoritário (ditatorial), como o: Paraguai (1954-1989), Brasil (1964-1985), Bolívia (1964-1982), Peru (1968-1980; 1990-2000), Uruguai (1973-1985), Chile (1973-1990), Argentina (1976-1983), dentre outros. Nos Estados periféricos, a liberalização financeira ocorre pela pressão em adequar e integrar a economia ao mercado global, abrindo-as e desregulamentando-as ao capital externo (COSTA, 2000, p. 59).

No Brasil, o quadro econômico particularmente ruim dos anos 1980 decorre de sucessivas mudanças no cenário nacional e internacional que ocorreram na década anterior. Segundo Vargas & Felipe (2017, p. 131), os choques do petróleo (em 1973 e 1979) e o aumento dos juros internacionais (entre 1978 e 1982) expuseram a vulnerabilidade brasileira aos condicionantes externos, uma vez que a industrialização e expansão do mercado interno, apoiados pelo modelo

²⁰ Aalbers (2019, p. 03–04), por exemplo, sugere *sete* temas que visam abranger a discussão contemporânea sobre financeirização.

²¹ Em inglês: “Looking at financialization in the present through a strictly presentist lens, in other words, can only ever furnish a partial perspective on its constitution.”

²² Em inglês: “[...] financialization is *part of* and *key to* structural transformations of advanced capitalist economies.”

de substituição de importações, haviam sido, até então, viabilizados pelo grande aporte de recursos estrangeiros.

O fim da “era do desenvolvimentismo” – que promoveu o crescimento, modernização e urbanização acelerada do país – evidenciou a crise do padrão de financiamento baseado no Estado e no capital estrangeiro (VARGAS; FELIPE, 2017, p. 129, 135). Rapidamente, a crise econômica também se torna uma crise do Estado, visto que ele perde a capacidade de financiar a produção e, sem condições de reagir (moeda enfraquecida, poucas reservas), sedimenta um quadro de endividamento crônico. Conforme Paulani (2012, p. 91) bem pontua, é “o modo de inserção do país nessa nova fase que o torna um dos principais personagens da chamada ‘crise das dívidas dos países latino-americanos’ que acontece nos anos 1980”.

À vista disso, o cenário que se herda com a redemocratização, na era pós-desenvolvimentista, é de estagnação, alto nível inflacionário, imensa dívida externa e de crise do Estado. Dado o ambiente endógeno, as condições para o desenvolvimento financeiro perpassaram inicialmente pela necessidade de estabilização monetária e controle inflacionário, consolidadas a partir da implementação do Plano Real em 1993. Ademais, pode-se dizer que a postura do governo Fernando Henrique Cardoso (FHC), ditada por reformas liberalizantes do Estado, funda um novo quadro institucional pautado por elevados juros reais e rígido controle fiscal (PAULANI, 2012, p. 93).

Em um panorama ampliado, as razões exógenas para a reforma do Estado no período FHC se fundamentaram em uma “série de mudanças nas relações internacionais, especialmente nas relações do comércio mundial e na organização das forças políticas entre os diferentes países” (COSTA, 2000, p. 51). Nesse sentido, Costa (2000, p. 51) afirma que a globalização (da produção e do mercado financeiro) é um movimento irreversível de reestruturação dos Estados Nacionais, pois, devido à crise da dívida externa, estes deixaram de ter condições de financiar um novo ciclo de crescimento econômico e se enveredam para o capital externo.

Se, na década de 1980, os ganhos financeiros eram predominantemente indexados à inflação, a política macroeconômica dos anos 1990 sedimenta taxas de juros bastante elevadas. Há, então, uma reorientação do eixo de acumulação financeira para os títulos de renda fixa ligados ao endividamento público que, devido ao baixo risco e alto retorno, passam a atrair fluxos de capital internacional (BRUNO *et al.*, 2011, p. 740).

Dado a conjuntura, o padrão brasileiro de financeirização se diferencia de outros países por, historicamente, apresentar altas taxas de juros e um baixo nível de acesso ao mercado de capitais pela população; mesmo apresentando algumas características homólogas às das economias desenvolvidas, como o aprofundamento da importância da renda, e o crescimento do poder político das classes rentistas e dos proprietários do capital sobre o Estado (BRUNO *et al.*, 2011, p. 745–746). As últimas condições podem ser exemplificadas pelas diversas formas de incentivos às finanças conquistadas por pressão política, como a isenção de imposto sobre determinados ganhos financeiros (DOWBOR, 2017, p. 163; PAULANI, 2012, p. 93) ou a desoneração de determinados títulos financeiros²³.

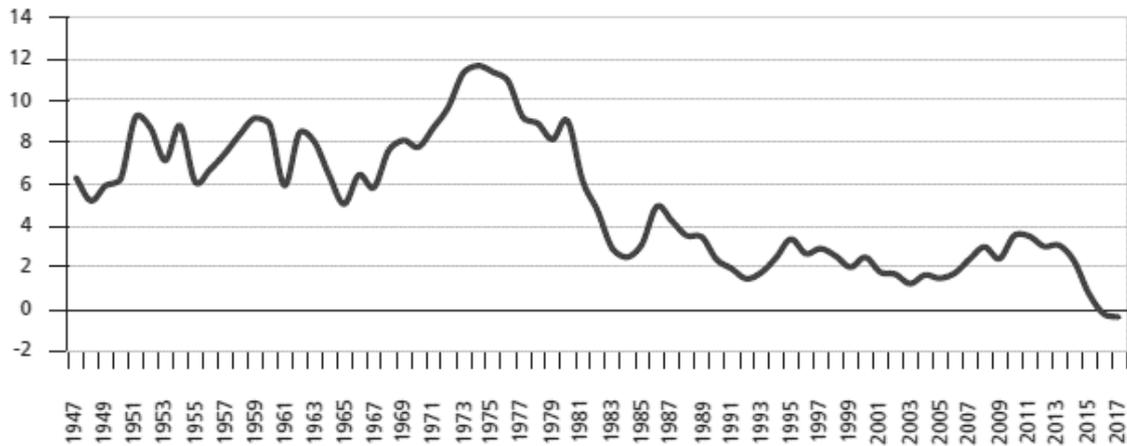
Conseqüentemente, a financeirização implica em uma dinâmica de migração de recursos (*capital switch*) que seriam investidos produtivamente em ativos financeiros, cujos ganhos (em forma de renda ou juros) são considerados improdutivos, pois se apropriam de parte mais-valor adicionado sem, de fato, adentrar na esfera da produção. A lógica financeira, cristalizada pelas técnicas, indicadores e práticas sobre a reprodução social, transcorre da realização para a renda e apropriação do mais-valor (LANGLEY, 2020, p. 02–03). Dowbor (2017, p. 153) argumenta que tal movimento distancia o sistema financeiro do que seria o seu objetivo inicial, o de financiar o investimento e o crescimento econômico.

Na literatura econômica heterodoxa, diversos autores apontam que tal guinada pode ser observada pela “quebra da formação bruta de capital fixo” (FBCF²⁴) (DOWBOR, 2017, p. 163). Sob uma perspectiva temporal mais abrangente, Souza Júnior & Cornelio (2020) indicam que a taxa de crescimento do estoque de capital fixo no período 1947–2017 apresentou uma tendência consistente de queda desde os meados dos anos 1970 (ver Gráfico 1). Mesmo que o investimento líquido e taxa de crescimento de capital fixo tenham se mantido positivas até 2015, os autores destacam que em 2016 e 2017 o investimento líquido negativo foi um fato inédito, sendo insuficiente até mesmo para repor a sua depreciação (ver Gráfico 2).

²³ Por exemplo: Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), Letra de Crédito Imobiliário (LCI), Letra de Crédito do Agronegócio (LCA), Debêntures Incentivadas etc.

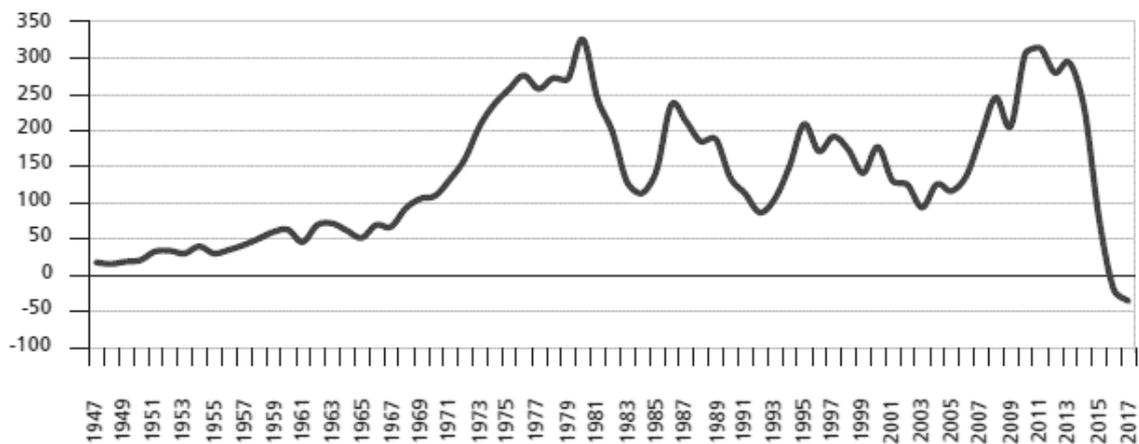
²⁴ De acordo com o IBGE, o FBCF representa o estoque de bens duráveis destinados ao uso das unidades produtivas que visam o aumento da capacidade produtiva do País.

Gráfico 1 - Taxa de crescimento do estoque de capital (1947-2017)



Fonte: Souza Júnior & Cornelio (2020). Dados: IBGE.

Gráfico 2 - Investimento Líquido (1947-2017) (Em bilhões de R\$, a preços constantes de 2010)



Fonte: Souza Júnior & Cornelio (2020). Dados: IBGE.

Segundo o estudo de Bruno *et al.* (2011, p. 746–747), mesmo no período entre 2004 e 2008, no qual há um crescimento econômico real induzido pela alocação produtiva, entende-se que “a magnitude das taxas de crescimento econômico e sua sustentabilidade continuam sendo atributos dependentes da norma de rentabilidade financeira real que a alocação não produtiva oferece ostensivamente às empresas e aos detentores de capital” (BRUNO *et al.*, 2011, p. 747). Tal percepção devém da correlação positiva encontrada pelos autores entre a proporção não investida do lucro bruto macroeconômico e a proporção entre o crescimento dos ativos financeiros sobre o estoque total de capital fixo ao longo do tempo²⁵ (1974-2008).

²⁵ De acordo com os autores, sob o aspecto macroeconômico, a proporção entre o estoque total de ativos financeiros (AF) e o estoque total de capital fixo (Kprod) designam uma “taxa de financeirização” (= AF/Kprod).

Tendo em vista que a quebra do FBCF representa a dissipação da base produtiva, a deformação provocada pela financeirização sobre os processos econômicos se torna um entrave estrutural para os países em desenvolvimento, pois intensifica a apropriação do excedente social na forma de renda e/ou juros em prol dos proprietários do capital de modo externo à produção. Ou seja, a ausência de investimento produtivo entrava a geração de emprego e renda (BRUNO *et al.*, 2011, p. 747; DOWBOR, 2017, p. 155).

Apreendido como um *processo geral*, duas questões podem ser inicialmente tensionadas. A primeira, de aspecto mais abrangente, é mencionada por Harvey (2013, p. 317) como uma irracionalidade, uma vez que “o capital monetário está sendo agora mais investido na apropriação que na produção”; ou seja, os recursos financeiros que, *a priori*, serviriam para impulsionar a base produtiva, na verdade, passam a drená-las. A segunda se refere à expansão da financeirização sobre a produção do espaço, abordada na próxima subseção.

1.2.1.1. Uma abordagem espacial da acumulação financeira

Enquanto parte da literatura aborda a financeirização sob a perspectiva de transformação da economia e sociedade a partir da dominância dos agentes e do mercado financeiro, bem como descreve a disseminação dos valores financeiros (métricas e lógicas) sobre as corporações e indivíduos; outra parte também busca compreendê-la como um fenômeno profundamente espacial (FRENCH; LEYSHON; WAINWRIGHT, 2011, p. 799–800). Nesse sentido, muitos estudos recorrem aos *circuitos do capital* para iluminar a lógica e importância dos investimentos no ambiente construído no processo de valorização e reprodução do capital.

Em virtude da noção de circuito derivar da própria dinâmica de circulação do capital que, como *valor em movimento*, só permanece valor quando em curso (HARVEY, 2013, p. 270); utilizar tal quadro teórico deve proporcionar um melhor entendimento sobre as bases do regime de acumulação contemporâneo, uma vez que a “circulação de capital é ao mesmo tempo seu devir, seu crescimento, seu processo vital” (MARX, 2011 [1941], p. 623).

À vista disso, Lefebvre (2002 [1970], p. 146) aponta o “imobiliário” como um circuito que atua de forma paralela ao “principal”, o da produção industrial. Segundo o autor, o papel desse segundo setor seria o de absorver os choques gerados pela depressão industrial, expressa pela sobreacumulação de excedentes de capital e trabalho no primeiro circuito, o que acarretaria

eventuais formações de crises²⁶. Com efeito, o “capital imobiliza-se no imobiliário” (LEFEBVRE, 2002 [1970], p. 146) e nega as suas contradições através de um “ajuste espacial” (*spatial fix*) que as projeta sob novas formas (HARVEY, 2013, p. 46).

A exposição de Lefebvre pode ser considerada como chave para o entendimento sobre como o capitalismo sobrevive via espaço, pois apresenta, justamente, uma clara *abordagem espacial* da acumulação (GOTTDIENER, 2016, p. 185; HARVEY, 2005b, p. 77). Inicialmente, a razão por trás da migração de recursos entre setores se dá pelo arrefecimento da indústria. Assim, os fluxos de capital são redirecionados do primeiro circuito, do domínio da produção e consumo imediatos, para o segundo circuito (imobiliário), ou mesmo para um terceiro circuito, caracterizado por gastos sociais, pesquisa e desenvolvimento (HARVEY, 2005b, p. 94).

Antes de avançar, cabe destacar uma distinção na forma como Lefebvre (2002 [1970]) e Harvey (2005b) utilizam a noção de circuitos²⁷. Em *A revolução urbana*, Lefebvre (2002 [1970], p. 146–147) pressupõe um movimento histórico e permanente no qual o segundo circuito suplantara o principal, tornando-se “o lugar quase exclusivo de ‘formação de capital’, isto é, de realização da mais-valia”. Por outro lado, Harvey (2005b) enfatiza o aspecto cíclico da dinâmica capitalista, pois, mesmo que o espaço seja fundamental para a expansão e reprodução do capital, ele não resolve as suas contradições internas. Dadas as diferenças nas abordagens, considera-se que o aspecto cíclico colocado por Harvey (2005b), na realidade, se justapõe à tendência central apontada por Lefebvre (2002 [1970]). Ou seja, a importância que o espaço adquire é, de fato, crescente, mas não linear.

Retomando a dinâmica geral dos circuitos, a transferência de recursos aparece como uma condição para a financeirização do espaço urbano na atualidade. Para Aalbers (2008, p. 150,) tal processo pode ser caracterizado justamente a partir do *capital switch* que, apesar da importância dada ao espaço, “não nega a ligação necessária entre os diferentes circuitos – pelo contrário, sublinha o aumento da interdependência entre os circuitos do capital”²⁸ (AALBERS,

²⁶ A noção de circuitos do capital também é bastante utilizada na literatura para discutir a formação de crises. Apesar de não ser aprofundado nesse trabalho, em *O novo imperialismo*, Harvey (2005b, p.93) examina detalhadamente “como os processos gerais de produção do espaço são presa de processos de formação e resolução de crises”.

²⁷ Notas de aula: AUP-5925 – Finanças na produção imobiliária e de infraestruturas: agentes, políticas e impactos na reestruturação metropolitana; ministrada pela prof.^a Dr.^a Beatriz Rufino.

²⁸ Em inglês: “Financialization as capital switching does not deny the necessary link between the different circuits – quite the contrary, it stresses the increased interdependence between the circuits of capital.”

2008, p. 150, tradução nossa). Independente de alguns autores²⁹ contestarem o *capital switch* como determinante no processo aqui debatido, sob a perspectiva da circulação do capital no espaço se faz necessário aprofundar e tensionar o segundo circuito com outras categorias teóricas.

Em seu âmago, os capitais que afluem para o segundo circuito se dividem em dois grupos: capital fixo para a produção e a formação de um fundo de consumo (habitação, por exemplo) (HARVEY, 2005b, p. 94). Em relação ao ambiente construído, a primeira categoria pode ser compreendida como um processo de circulação do capital através do uso de bens imóveis; enquanto o fundo se constitui como uma massa de bens que funcionam como “*instrumentos de consumo*” (HARVEY, 2005b, p. 94, 2013, p. 310).

No que tange o capital fixo para a produção, ainda se desdobram duas formas *especiais* de circulação: o de larga escala e grande durabilidade e o do tipo “autônomo”. A primeira forma pode ser expressa através da produção de infraestruturas (aeroportos, ferrovias, portos, etc.), na qual empenham-se grandes quantidades de capital e trabalho; enquanto a segunda surge fora do processo de produção imediata, sendo o capital fixo emprestado ao produtor capitalista sob uma base de remuneração periódica (HARVEY, 2013, p. 304–308).

Aqui, cabe diferenciar o capital fixo para a produção de uma unidade fabril, como o discutido por Marx, da forma especial de circulação “autônoma”. Como este último tipo é arrendado, “ele funciona como um equivalente material do capital monetário como tal, ele pode circular contanto que o valor nele incorporado seja recuperado durante o seu tempo de vida e contanto que ele seja acrescido de juro” (HARVEY, 2013, p. 309).

A partir da breve caracterização do segundo circuito é possível inferir algumas observações. Primeiro, verifica-se que a diferença entre capital fixo e bem de consumo se baseia exclusivamente no “uso das mercadorias e não em seu modo de ser material” (HARVEY, 2013, p. 311). Em outras palavras, o modo de circulação varia de acordo com a sua serventia, em como o bem produzido é empregado no modo de produção capitalista. Um imóvel utilizado como local de trabalho se caracteriza capital fixo por incorporar o seu valor de uso ao meio de produção. Ademais, também cabe ressaltar que as duas formas *especiais* de circulação

²⁹ Cf. FERNANDEZ, R., AALBERS, M. Financialization and housing: between globalization and varieties of capitalism. *Competition and Change*, v. 20, n. 2, 2016.

apontadas por Harvey (2013) não se excluem. Atualmente, os limites dessa segmentação não são claros, pois a infraestrutura também pode ser admitida sob a forma “autônoma” de capital fixo. Percebe-se a mobilização de infraestruturas como base de capitalização de juros e renda por um longo período, como é o caso das concessões (de aeroportos, ferrovias, portos, iluminação pública, dentre outros) (NAKAMA, 2021, p. 208).

A mobilização do conceito de capital fixo, principalmente o do tipo “autônomo”, para discussão da financeirização do espaço é relevante pelo seu entrelaçamento com o capital fictício. Encontra-se, então, uma relação intrínseca entre espaço e finanças ainda pouco explorada. Entendido como uma expectativa de apropriação do trabalho futuro não pago que um título de propriedade faculta (na forma de dividendos, rendimentos etc.), o capital fictício, conforme já apontado, se origina a partir da própria forma de circulação do capital. Contudo, essa antecipação do mais-valor não é uma invenção propriamente dita do sistema de crédito (MARX, 2011 [1941], p. 888), mas uma especificidade do capital fixo que compromete o trabalho futuro, conduzindo-o coercitivamente como um valor de uso equivalente (HARVEY, 2013, p. 300).

Tal comprometimento ocorre porque o investimento realizado no capital fixo é alto (seja em uma máquina ou um imóvel) e, por ser lentamente consumido no processo de produção, retorna de forma fragmentada. Aqui, a grande contradição observada na formação do capital fixo é, justamente, no modo em que ele se encontra em diferentes fases. Na *produção*, é “pináculo do sucesso do capital”, mas na *circulação* torna-se barreira à acumulação adicional, posto que é um “valor preso a um valor de uso determinado” (HARVEY, 2013, p. 320). Assim, as formas fictícias que se lastreiam sobre a propriedade do capital fixo buscam superar essa contradição, elevando-as (sem solucioná-las) a um nível mais abstrato, o das finanças.

Além do mais, a “antecipação do fruto do trabalho” (MARX, 2011, p. 888) também se liga à forma do capital fictício pela *expectativa* de apropriação de parte do mais-valor que ainda será produzido e realizado (NAKAMA, 2021, p. 209). Logo, a atual dinâmica entre espaço e finanças perpassa, inicialmente, pela formação e intermediação entre as formas de capital fixo e capital fictício pelo ambiente construído. Se os investimentos no segundo e terceiro circuitos do capital se demonstrarem produtivos, os valores fictícios poderão ser resgatados³⁰. Por outro lado, a eventual sobreacumulação nesse setores agirá, muito provavelmente, como um

³⁰ De acordo com Harvey (2013, p. 97–98), o resgate dos valores fictícios viria diretamente sobre o cancelamento da dívida; ou indiretamente, através de maiores receitas fiscais para a compensação da dívida.

desencadeador de crises mais abrangentes e severas (HARVEY, 2005b, p. 96–97). Em outros termos, a deterioração das expectativas sobre a realização do mais-valor futuro, ainda a ser incorporado, promove a desvalorização dos valores sobre investidos.

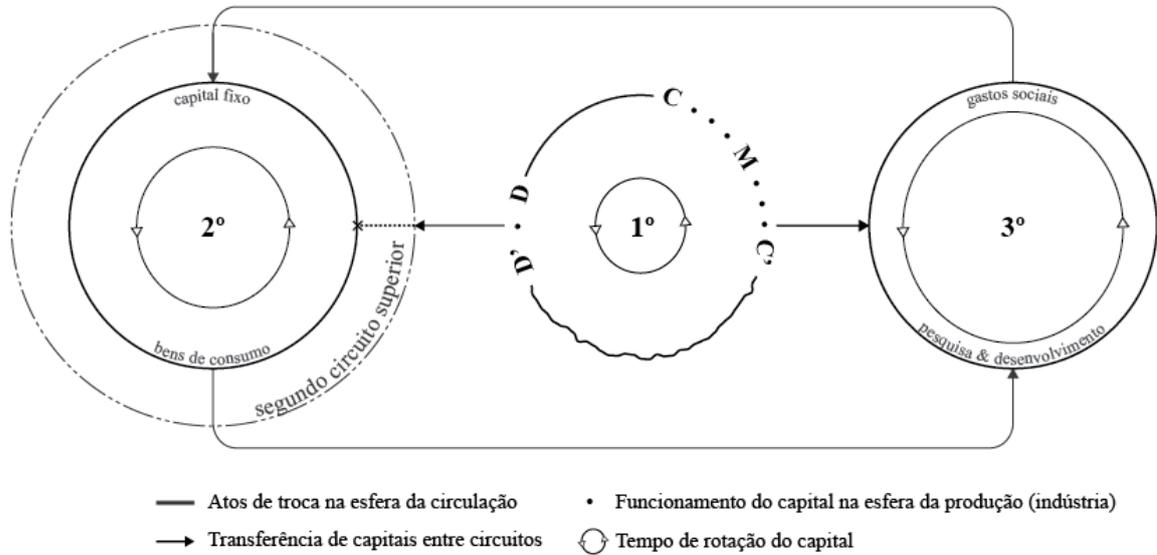
À vista da exposição até então realizada, percebe-se que o segundo circuito desempenha historicamente um importante papel ao amenizar a tendência de formação de crises. Na atualidade, ele também se constitui um grande atrativo para o capital financeiro por acomodar uma enorme massa de valor latente imobilizado cuja circulação virtual e ficcional, via títulos mobiliários, pode fazê-lo retornar em forma de renda. Neste âmbito, a associação entre capital financeiro e o imobiliário se abre como uma via naturalmente potente para a expansão do capitalismo financeirizado, uma vez que a transformação urbana, como movimento de absorção de excedentes de capitais, proporciona as condições de reprodução do próprio capital (HARVEY, 2014, p. 49).

Sob uma perspectiva ampliada, Aalbers (2008, p. 149) teoriza a financeirização como um movimento de *capital switching* entre os três circuitos do capital para o que ele chama de “circuito quaternário”. Segundo o autor, este circuito “*representa o mercado de capitais como um canal de investimento por direito próprio*”³¹ (AALBERS, 2008, p. 150, itálico do autor) e domina os outros circuitos. Contudo, como o presente trabalho trata do espaço, concebe-se um “segundo circuito superior”, talvez como uma fração do circuito proposto por Aalbers.

Em suma, a Figura 1 a seguir busca sintetizar o raciocínio até então desenvolvido. A chave para o entendimento da financeirização da produção do espaço reside na absorção da fração dominante dos excedentes de capital provenientes do primeiro circuito pela esfera financeira (“segundo circuito superior”). Isto é, os capitais que migram para o segundo circuito deixam de ser empregados produtivamente e são investidos, via instrumentos sofisticados, em títulos de valores mobiliários cujo lastro repousa sobre o ambiente construído. Dessa dinâmica, os canais pelos quais o capital financeiro pode fluir se diversificam de acordo com a racionalidade dos agentes portadores do capital. Todavia, a produção do espaço – inicialmente tida como um eixo secundário de acumulação –, torna-se um meio comum e potente, se não a principal condição da crescente lógica financeira de apropriação da riqueza social.

³¹ Em inglês: “the quaternary circuit represents the capital market as an investment channel in its own right.”

Figura 1 - Esquema da financeirização da produção do espaço a partir da noção de circuitos³²



Fonte: Elaboração própria a partir de Fox (1985).

1.2.1.2. Especificidades brasileiras e a “indústria de propriedade”

A presente seção pretende alinhar o quadro teórico geral apresentado às questões mais específicas do contexto brasileiro, uma vez que o processo de financeirização não é um processo homogêneo e, mesmo entre os países do Sul Global, apresenta significativas diferenças entre si (AALBERS; ROLNIK; KRIJNEN, 2020, p. 841). Além disso, pretende-se localizar o FII na chamada “indústria de propriedade”, que reúne investidores relevantes na exploração de imóveis. No Brasil, pode-se dizer que a produção imobiliária conviveu, por muito tempo, com altas taxas de juros que se conformaram como barreira ao aprofundamento do processo de financeirização do espaço. Entretanto, ainda que momentaneamente, tal cenário mudou e reforçou a perspectiva para um auspicioso campo de estudos.

Na literatura, diversos autores debatem os mais variados aspectos da confluência entre o imobiliário e o financeiro sobre os processos de transformação urbana no Brasil (BOTELHO, 2005; FIX, 2011; MIELE, 2007; RUFINO, 2017). Especificamente, há autores que também se debruçaram sobre a transição entre o capital industrial e o capital financeiro em São Paulo (CARLOS, 2005); a financeirização da política habitacional (ROYER, 2009); as implicações

³² De acordo com Fox (1985), o circuito de produção começa por onde termina. Sobre o primeiro circuito: o capital-dinheiro (D) é trocado por *commodities* (C) que, dentro do processo de produção (•), se transforma em produto/mercadoria (M). Assim, C' nada mais é do que o *equivalente* ao capital-dinheiro disponível no início do circuito (D) contendo também o mais-valor adicionado (c) (ou $C' = C + c$; onde C representa uma porção do capital investido em *commodities* e c representa a porção do capital com mais-valor adicionado). Por fim, C' — D' representa o processo de venda, ou realização, do capital-mercadoria (C') em dinheiro (D').

socioespaciais da expansão imobiliária (SANFELICI, 2013); e a confluência entre Estado, mercado imobiliário e o capital financeiro (MARTIN *et al.*, 2018; SHIMBO, 2010).

Contextualizar a financeirização da produção do espaço na metrópole de São Paulo exige recuperar um pouco da perspectiva geral do financiamento imobiliário nacional. Até a década de 1930, verifica-se que o financiamento habitacional era majoritariamente privado, passando a ter importância estratégica apenas em meados da década de 1960, período que surge o Sistema Financeiro da Habitação (SFH), cujo propósito era reduzir o crescente problema do déficit habitacional (KLINK, 2020; PINTO, 2016).

Junto ao SFH, a criação de uma estrutura institucional formada pelo Banco Nacional da Habitação (BNH), Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) permitiu a constituição e gestão de um importante *funding* habitacional (ROYER, 2009, p. 14). Até os anos 1980, o sistema obteve excelentes resultados quantitativos, demonstrando-se “de crucial importância do ponto de vista do custo de captação do recurso para a execução da política habitacional [...], quanto do fomento à indústria da construção civil” (ROYER, 2009, p. 52).

No entanto, a macroestrutura institucional decorrente da crise financeira dos anos 1980 e liberalização financeira dos anos 1990 implicou na fragmentação desse modelo de financiamento, em elevadas taxas de juros reais e na proliferação de produtos financeiros com ótima relação risco-retorno (BRUNO *et al.*, 2011, p. 746; ROYER, 2009, p. 59). Nesse sentido, diversos instrumentos financeiros foram criados desde o final dos anos 1980 com o intuito de fomentar e financiar o mercado imobiliário sem, contudo, ganhar muita relevância até recentemente. Dentre aqueles com maior importância, citam-se os CRIs, criados junto com o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) em 1997 e os Fundos de Investimento Imobiliário, instituídos em 1993. Ademais, também se pode citar outros instrumentos como a Letra Hipotecária (LH, de 1988), Letra de Crédito Imobiliário (LCI, de 2004) e a Letra Imobiliária Garantida (LIG, de 2015)³³, dentre outros.

Em geral, observa-se que o fomento à produção imobiliária e a política monetária foram, por muito tempo, conflitantes. Isto porque o juro afeta a indústria da construção de forma

³³ Em ordem cronológica: Letra Hipotecária (Lei nº 7.684/1988); Fundo de Investimento Imobiliário (Lei nº 8.668/1993); Sistema de Financiamento Imobiliário e Certificado de Recebíveis Imobiliário (Lei nº 9.514/1997); Letra de Crédito Imobiliário (Lei nº 10.931/2004) e Letra Imobiliária Garantida (Lei nº 13.097/2015).

contundente, seja no volume de financiamento imobiliário concedido ou sobre o valor dos aluguéis. Normalmente, juros altos significam menor disponibilidade de crédito que, por sua vez, é condição quase indispensável para aquisição de um imóvel, visto o seu alto custo inicial.

As consequências da crise financeira mundial de 2008 e as medidas anticíclicas adotadas pelo Estado para contorná-las iluminam aspectos próprios do desenvolvimento financeiro e do seu maior entrelaçamento com o setor imobiliário. Impulsionado pela redução dos juros, maior oferta de crédito e políticas públicas (como o Programa MCMV), Shimbo (2019, p. 11) destaca que, nesse período, há um “alinhamento inédito” entre o setor imobiliário, o Estado e as finanças, “com substanciais subsídios públicos, fundos paraestatais e capital privado”³⁴.

A partir de 2017, observa-se que a retomada da queda da taxa de juros (que chegou ao mínimo histórico de 2% a.a. em 2020) impulsiona a (já em curso) financeirização da produção do espaço por duas razões principais. Primeiro, os títulos públicos voltam a perder atratividade devido ao menor rendimento, fazendo o capital migrar para investimentos com retornos (e riscos) maiores. Segundo o mercado imobiliário se aquece devido à maior disponibilidade de crédito. Assim, os instrumentos supracitados ganham um novo estímulo, principalmente no que tange aos processos de securitização, constituição de capital fixo do tipo “autônomo” ou mesmo um *mix* desses mecanismos.

Em tempo, questiona-se o aspecto aparentemente contraditório entre a quebra da FBCF, exposta anteriormente como indicativo do *processo geral* de financeirização, e a constituição de capital fixo “autônomo” como uma fração da base de financeirização do espaço. Inicialmente, deve-se esclarecer que o FBCF indica a capacidade produtiva do país em diversos setores, dentre eles o da construção. Este último, por sua vez, engloba os subsetores residencial, infraestrutura e demais estruturas³⁵. Conforme é possível observar no Gráfico 3, no que tange a FBCF, o setor da construção possui uma representatividade muito maior sobre os seus pares, pois abrange maiores fluxos de investimentos, menor taxa de depreciação e maior vida útil dos bens de capital (SOUZA JÚNIOR; CORNELIO, 2020, p. 27).

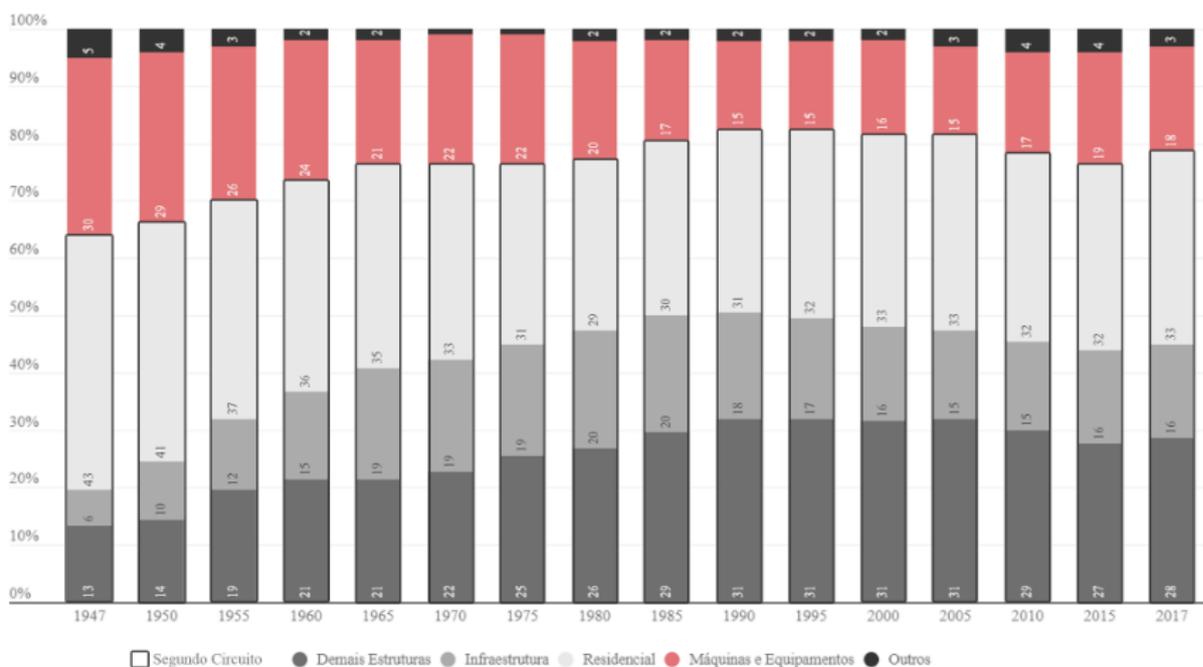
Sob o olhar da crítica da economia política, infere-se que no âmbito da FBCF, o setor da construção possui um determinado grau de equivalência ao segundo circuito do capital (capital

³⁴ Em inglês: “[...] with substantial public subsidy, parastatal funds and private capital.”

³⁵ Corresponde aos bens imóveis não residenciais menos infraestruturas.

fixo para produção e fundo de consumo). Logo, a série histórica se adere à linha de raciocínio até então desenhada ao revelar a diminuição da formação de capital fixo no setor industrial (máquinas e equipamentos) frente ao seu crescimento no espaço (pela produção de infraestrutura e demais estruturas).

Gráfico 3 - Composição do estoque de capital (1947-2017) (em %)



Fonte: Adaptado de Souza Jr. & Cornélio (2020). Dados: IBGE.

Retomando o dinamismo que os instrumentos financeiros adquirem, constata-se que as finanças engendram a produção imobiliária de forma particular, principalmente pela conformação de múltiplos canais de financiamento que não se excluem, podendo ser amplamente encadeados. Ao serem mobilizados, os processos socialmente empregados na produção e uma parcela do mais-valor produzido se tornam passíveis, direta ou indiretamente, de cooptação, desde que tenham uma base imobiliária.

Não é incomum, por exemplo, que uma construtora, a fim de constituir um capital autônomo, emita títulos da dívida privada – as debêntures – no mercado. O investidor que adquire tais títulos passa a ser credor da empresa e recebe juros em troca. Já a construtora, se beneficia por levantar recursos a um custo mais baixo (desintermediação bancária) e ainda pode reduzir o valor total da sua dívida ao abater os juros pagos em seus impostos. Ou que um Fundo de Investimento (imobiliário ou não), adquira CRIs sobre os direitos creditórios de um empreendimento. Para o fundo, a aquisição de tais títulos mobiliários lhe rende juros e, para a construtora, a antecipação do valor das unidades (que seria recebido a prazo) torna-se vantajoso,

pois o tempo de realização do mais-valor é reduzido e pode ser reinvestido de forma mais célere. Esses são apenas alguns exemplos de combinação entre diferentes instrumentos e estruturas financeiras de base imobiliária.

No meio urbano, os capitais que financiam a produção do espaço pelo sistema de crédito ou mercado de capitais são representados por títulos mobiliários que, dada a forma da propriedade, garantem ao seu detentor (o proprietário do capital) o direito ao juro e/ou a renda de um determinado bem ou conjunto de bens imobiliários. Na medida em que o capital passa a se reproduzir amplamente no ambiente construído, o elevado volume de recursos que se centraliza na esfera financeira e circula sob a forma de capital fictício se descola da produção imediata e impõe novas práticas e métricas sobre a capacidade e apropriação de parte da produção futura. Tal dinâmica é particularmente onerosa à sociedade como um todo uma vez que a expansão do capital financeiro não acompanha a reestruturação ou crescimento da base produtiva, configurando-se germes de novas crises econômicas (CHESNAIS, 2005, p. 62; HARVEY, 2013, p. 362).

Observa-se uma tendência crescente da produção e mobilização do espaço regida sob a forma da renda e que se desdobra em formas fictícias em busca de alavancar seus ganhos. Segundo Palludeto & Rossi (2022, p. 550), o capital fictício “é precisamente a conversão de um fluxo de renda futuro em um determinado valor presente como título de propriedade”, sendo que a sua formação ocorre a partir da capitalização desse fluxo de renda à uma taxa de juros esperada (PALLUDETO; ROSSI, 2018, p. 08). Em outras palavras, verifica-se o surgimento de uma “indústria de propriedade”³⁶, ou “fábrica de acumulação” (MORENO, 2014, p. 225) cuja essência reside predominantemente na renda e floresce a partir da mediação entre o capital financeiro, que se desdobra em capital fictício, e o ambiente construído (enquanto capital fixo). Sob essa categoria, constata-se três grupos principais de investidores: (i) os Fundos de Investimento Imobiliário; (ii) as *property companies*; e (iii) os *family offices*.

Sobre esses agentes, o FII – objeto da pesquisa – será devidamente tratado no próximo capítulo. Antes de discorrer sobre os outros grupos elencados, destaca-se que também existem outras

³⁶ O termo “indústria de propriedade” foi proposto no âmbito do projeto de pesquisa: “Imobiliário e infraestruturas sob domínio de Grandes Grupos Econômicos: Financeirização e metropolização do espaço na São Paulo do Século XXI”, coordenado pela prof.^a Dr.^a Beatriz Rufino.

classes de inversores no espaço, como os Fundos de Pensão³⁷. Contudo, entende-se que, ao menos no Brasil, os seus investimentos imobiliários serão futuramente mobilizados via FIIs. Isso porque a Resolução nº 4.661/2018 do BACEN determina que os investimentos imobiliários das Entidades Fechadas de Previdência Complementar³⁸ (EFPC) sejam futuramente restritos apenas às cotas de FIIs, CRIs e Cédulas de Crédito Imobiliário (CCIs).

A figura das chamadas *property companies* não é, necessariamente, nova. No Reino Unido, por exemplo, tal segmento é objeto de estudo desde o *boom* da década de 1980 (BARKHAM; PURDY, 1993, p. 134); sendo também bastante relevantes em outros mercados como nos EUA, Singapura e Hong Kong. De acordo com Barkham & Purdy (1993, p. 133, tradução nossa), a expressão se “refere a uma empresa que obtém uma grande parte da sua receita a partir da venda de propriedade comercial ou industrial ou do seu aluguel. Uma *property company* pode ser incorporada ou não, privada ou pública”³⁹. Ainda que atualmente os segmentos de atuação das *property companies* nacionais tenha se expandido (para galpões logísticos, residências etc.), a parte central do seu modelo de negócios se mantém.

No Brasil, o índice mobiliário (IMOB)⁴⁰ – que mede o desempenho médio das principais empresas do setor imobiliário listadas na bolsa de valores – é composto por 26 companhias do setor da construção civil e exploração de imóveis. Apesar de apenas dez empresas constarem nesse último segmento (*property*), constatou-se que elas representam um pouco mais de metade do índice (54,70%).

³⁷ Cf. Magnani, M; Sanfelici, D.; Filho, G. A. M. Os investimentos dos fundos de pensão brasileiros no mercado imobiliário comercial: uma análise do portfólio imobiliário e seu padrão territorial. Rev. Brasileira de Estudos Urbanos e Regionais, v.23, n.14, 2021.

³⁸ Segundo a Superintendência Nacional de Previdência Complementar, as EFPC são “são operadoras de plano(s) de benefícios, constituídas na forma de sociedade civil ou a fundação, e sem fins lucrativos, estruturada na forma do artigo 35, da Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001, que tenha por objeto operar plano de benefício de caráter previdenciário.”

³⁹ Em inglês: “[...] the term property company refers to an enterprise which derives a large proportion of its income from selling commercial or industrial property or from renting it out. A property company may be incorporated or unincorporated, private or public.”

⁴⁰ Segundo a B3, o “IMOB é o resultado de uma carteira teórica de ativos, elaborada de acordo com os critérios estabelecidos nesta metodologia. Os índices B3 utilizam procedimentos e regras constantes no Manual de Definições e Procedimentos dos Índices da B3.”

Tabela 1 - Composição do IMOB por setor imobiliário (% de participação no índice)⁴¹

Construção Civil	%	Exploração de Imóveis	%
Cury S.A.	1,884	Alianscsonae	6,353
Cyrela Realty	10,551	BR Brokers	0,282
Direcional	1,891	BR Malls	15,542
Even	3,388	BR Properties	3,543
Eztec	5,012	Iguatemi	6,740
Gafisa	0,618	Jereissati	2,410
Helbor	0,827	LOG Commercial Prop.	3,870
JHSF	4,067	Lopes Brasil	0,765
Lavvi	1,212	Multiplan	13,101
Melnick	0,733	Syn Prop & Tech S.A.	1,920
Mitre Realty	0,872		
MRV	7,904		
Plano & Plano	0,527		
Tecnisa	0,503		
Tenda	4,184		
Trisul	1,301		
Total parcial	45,30%		54,70%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da B3.

O *family office*, por outro lado, não possui uma definição uniforme ou globalmente aceita (CANESSA *et al.*, 2018, p. 03), uma vez que a natureza privada e confidencial de suas atividades torna difícil de abordá-los empiricamente ou mesmo compreender toda a essência por trás da sua atuação (WESSEL *et al.*, 2014, p. 37). Buscando sintetizar diversas definições encontradas na literatura, Canessa *et al.* (2018, p. 04, tradução nossa) definem um *family office* (FO) como:

[...] uma unidade organizacional independente pertencente a uma ou mais famílias ou indivíduos com um grande portfólio de ativos complexos. Ele existe para organizar a gestão dessa riqueza agrupando ativos e agilizando serviços para um melhor crescimento a longo prazo. A consultoria ativa que o *family office* oferece aos seus membros individuais ou à família como um todo deve sempre estar livre de conflito de interesses.⁴²

⁴¹ Referência: Outubro de 2021.

⁴² Em inglês: “[...] a family office is a self-contained organizational unit belonging to one or more families or individuals with a large portfolio of complex assets. It exists to organize the management of that wealth by bundling assets and streamlining services for better long-term growth. The active consulting that the family office provides to its individual members or family as a whole must always be free of conflicts of interest.”

Ainda que seja difícil estabelecer a real dimensão da relação entre os *family offices* e o espaço – não sendo o objetivo dessa pesquisa –, verifica-se que o imobiliário é uma importante classe de investimentos para esses agentes. Conforme a UBS (2020) aponta, o patrimônio médio gerido pelos *FOs* no mundo foi de aproximadamente \$1.6 bilhões⁴³ em 2019. Desse montante, averiguou-se que cerca de 14% dos investimentos foram em *real estate*. Além disso, o relatório também apontou que quase metade dos *FOs* pesquisados pretendiam aumentar suas alocações nesse setor (HOCKLEY; PEREIRA; SCHMIDT, 2020, p. 06).

Tabela 2 – *Family Office*: alocação por classe de ativo

Categoria	Classe de Ativos	%
Traditional Asset Classes (59%)	Equities	29
	Fixed Income	17
	Cash	13
Alternative Asset Classes (35%)	Private Equity	16
	Real Estate	14
	Hedge Funds	5
Others	Gold/ Precious Metals	3
	Arts and Antiques	3

Fonte: UBS Evidence Lab (2020).

No Brasil, há poucas pesquisas que conseguem adentrar, de fato, no universo dos *FOs* no âmbito nacional. Um ponto fora da curva é a pesquisa da INEO (2020) sintetizada no *Family Office Report Brasil 2020* que entrevistou 32 famílias investidoras e *family offices*. De acordo com a pesquisa, 66,7% dos *FOs* possuíam uma alocação média de 10,4% do patrimônio em imóveis, um percentual menor do que a média mundial. No entanto, considerando-se que a maior parte dos entrevistados (56%) possuem um patrimônio superior a R\$500 milhões, o montante total investido em imóveis, mesmo que aproximado, é relevante (EHLERS; AZEVEDO, 2020, p. 08, 14). Todavia, destaca-se que tal montante parece distante da escala de atuação compreendida pelos FIIs ou *property companies*.

Sobre a composição da chamada “indústria de propriedade”, questiona-se – a fim de afastar qualquer forma tautológica – de que modo tal categoria ajuda a pensar na produção do espaço sob o domínio financeiro. Em geral, observa-se que, apesar de diferentes condutas, escalas e dimensões que cada categoria possui sobre o espaço, a “indústria de propriedade” conserva

⁴³ A pesquisa englobou 121 *family offices* de todo o mundo (21% não revelou o tamanho do patrimônio gerido). De acordo com a Campden Research, estima-se que existam 1700 deles em todo o mundo.

agentes expressivos, portadores de grande capital e lógicas de rentabilidade semelhantes para o imobiliário (ainda que suas estratégias e finalidades sejam diferentes).

No caso das *property companies* e FIIs, ambos obtêm seus ganhos a partir da exploração de propriedades; seja no desenvolvimento, compra, venda e/ou arrendamento (com maior ou menor peso em cada atividade). Apesar do aspecto aparentemente concorrencial, é possível identificar um certo grau de articulação entre esses agentes, uma vez que alguns FIIs possuem *property companies* como gerenciadores de seus ativos. No caso dos *family offices*, por outro lado, estabelecer um grau de articulação se torna mais difícil (dado o caráter particular de cada um). Contudo, é plausível considerar que tais estruturas organizacionais podem, muito bem, investir em participações de construtoras, *property companies* ou mesmo em cotas de FIIs; além de terem imóveis próprios.

A relativa coesão entre os dois primeiros grupos apontados contraria uma estilização indicada por Parker (2019, p. 238), a qual considera difícil o estabelecimento e desenvolvimento de um mercado de *Real Estate Investment Trusts* (REITs) em locais cujo mercado de *property companies* já está consolidado. Embora as causas dessa correlação não serem mais aprofundadas, entende-se que a estrutura dos FIIs estabelecida pela legislação brasileira, de condomínio fechado, difere dos REITs que, por sua vez, se assemelham à estrutura corporativa das empresas de propriedade.

Ainda que o desenvolvimento da categoria “indústria de propriedade” esteja limitado neste trabalho, cabe lembrar que o presente capítulo busca balizar os marcos teóricos iniciais e localizar o principal objeto da pesquisa – os FIIs – em uma conjuntura mais ampla de produção e reestruturação do espaço sob o domínio das finanças. Enfatiza-se que o FII se constitui um elemento relevante para a compreensão dos processos de financeirização da metrópole, pois, embora crescente em tamanho (da indústria), ele se destaca pelas transformações qualitativas do espaço. Ao impor ganhos expressivos e, conseqüentemente, impactar a renda imobiliária de outros produtos financeiros, o instrumento também reforça mudanças sobre as relações mais gerais de renda e propriedade.

1.2.2. Relações de renda e propriedade no contexto da financeirização

À luz da chamada “indústria de propriedades”, verificam-se indícios de mudanças no próprio modo de mobilização da forma propriedade, ou mesmo do capitalismo que viveria uma “euforia da renda” (ZACARÉS, 2021). Aqui, busca-se relacionar a propriedade à renda no contexto da

financeirização, pois em “cada época histórica, a propriedade desenvolveu-se diferentemente e numa série de relações sociais totalmente distintas. Por isto, definir a moderna propriedade burguesa não é mais que expor todas as relações sociais da produção burguesa” (MARX, 1985 [1847], p. 143). Assim, compreende-se a propriedade como uma instituição histórica (GASSEN, 1994, p. 28).

Muitos estudos tratam das diferentes definições jurídicas da propriedade ao longo do tempo. Entretanto, evita-se a postura positivista da questão, uma vez que “dar uma definição da propriedade como uma relação independente, uma categoria à parte, uma ideia abstrata e universal – isto não pode ser mais do que uma ilusão de metafísica ou de jurisprudência” (MARX, 1985 [1847], p. 143).

Embora a questão da renda ter sido pioneiramente abordada em relação à terra no campo da crítica da economia política (e que não perde sua importância⁴⁴), Botelho (2005, p. 58) indica, na década de 1970 e início de 1980, uma grande mobilização de pensadores, principalmente franceses, que buscaram tratar essa categoria no âmbito urbano⁴⁵. Entretanto, esse autor aponta para o posterior “abandono” dos trabalhos sobre a renda fundiária a partir de meados dos anos 1980 devido a uma série de razões, tanto teórico-metodológicas, quanto de origem política.

A renda (da terra), inicialmente definida como “um pagamento feito aos proprietários pelo direito de usar a terra e seus pertences” (HARVEY, 2013, p. 428), perde a sua forma concreta (do solo) e assume, na atualidade, uma forma mais abstrata (BOTELHO, 2005, p. 64), sendo compreendida “tanto [como] uma relação social quanto um processo de distribuição cada vez mais central para a reprodução do capitalismo contemporâneo”⁴⁶ (ANDREUCCI *et al.*, 2017, p. 01). Nas palavras de Arboleda & Purcell (2021, p. 06, tradução nossa) a renda é, então, uma

⁴⁴ “A propriedade da terra se mantém no quadro da propriedade privada em geral. Ainda que essa propriedade imobiliária tenha dado lugar à propriedade mobiliária, a do dinheiro e do capital, ela persiste. E mesmo ela se consolida, desde o tempo de Marx, a burguesia enriquece comprando terras, constituindo para si propriedades fundiárias (e, conseqüentemente, reconstituindo, sobre a base de um novo monopólio, a propriedade fundiária e a renda da terra). A propriedade da terra, no fundo intacta, reconstituída pelo capitalismo, *pesa sobre o conjunto da sociedade.*” (LEFEBVRE, 2001, p. 160-161, itálico do autor).

⁴⁵ Cf. Lipietz (1974), Lojkine (1971, 1997), Alquier (1971), Fine (1988), Harvey (1980, 1990), Seabra (1987, 1988), Topalov (1984).

⁴⁶ Em inglês: “[...] rent is both a social relation and a distributional process that is increasingly central to the reproduction of contemporary capitalism.”

“forma concreta de mais-valor – lucro excedente sobre os preços de produção – comandados por monopólios que podem ser fundiários e não fundiários”⁴⁷.

Na literatura recente, diversos autores retomam a categoria e relacionam a propriedade à renda sob as mais diversas facetas da produção e reprodução capitalista sob a hegemonia financeira. Cita-se, por exemplo, a mobilização da propriedade como forma central de extração de valor (ANDREUCCI *et al.*, 2017), a constituição de uma economia política da renda e do investimento pautada na “assetização” de ativos (LANGLEY, 2020), ou nas relações de renda, com maior importância das relações de propriedade, que mediam a expansão das redes globais de produção e troca (ARBOLEDA; PURCELL, 2021).

Conforme o *rentismo* retoma protagonismo na atualidade, a razão da captura do mais-valor dá forma às mais diversas formas de exploração, via mecanismos, taxas, *leases* e ganhos de capital sustentados politicamente (ZACARÉS, 2021, p. 49). Sob o domínio financeiro, que também circunscreve o espaço, “a transformação de ativos ilíquidos em recursos líquidos (dinheiro sendo um caso exemplar) é o epítome da prática financeira capitalista”⁴⁸ (GOTHAM, 2006, p. 268, tradução nossa). Nesse sentido, a criação de instrumentos financeiros na década de 1990 e do SFI – que estabeleceu o processo de securitização – “modernizou” o instituto da propriedade pela sua “desabsolutização” (BOTELHO, 2005; PEREIRA; PETRELLA, 2018).

Através da confluência financeiro-imobiliária, a *desabsolutização* da propriedade reforça o seu domínio parcelar, derivado da “fração ideal” ou “cota-parte” da propriedade imobiliária (PEREIRA; PETRELLA, 2018, p. 08). A sua fragmentação é, então, representada por títulos que podem circular e eventualmente retornar na forma de juro ou renda. Entretanto, o caráter *absoluto* da propriedade, do registro do título da propriedade privada do bem imóvel que assegura o seu direito real, não é plenamente substituído pela propriedade parcelar. A desabsolutização, contudo, modifica a forma da propriedade, que não deve ser compreendida exclusivamente como um instituto jurídico, mas como uma relação social que, pelo direito de monopólio exercido, se constitui como essência da dominação social (SWEEZY, 1976, p. 274).

⁴⁷ Em inglês: “[...] rent is always a concrete form of surplus value—surplus profit over prices of production—commanded by monopolies that can be land and non-land based”

⁴⁸ Em inglês: “As Schumpeter (1934, 1939, p. 613) stressed, (see also Arrighi 1994); the transformation of illiquid assets into liquid resources (money being the exemplary case) is the epitome of capitalist financial practice.”

Embora o título de propriedade legal, absoluto, não circular, ele garante ao seu detentor o monopólio do imóvel. Por outro lado, o título não absoluto, fragmento do bem imóvel, circula e garante um *possível* retorno financeiro, caracterizando-o como capital fictício. Deste modo, entende-se que as duas feições (absoluta e não-absoluta) coexistem de forma dialética. Na realidade, a mediação entre ambas é feita através do Estado que adentra na manutenção das relações capitalistas através da criação de regimes jurídicos específicos, como a *alienação fiduciária*, que separa o domínio da posse do imóvel; e o *patrimônio de afetação*, que segrega um ou um conjunto de bens e permite a sua administração por terceiros em interesse de outrem.

O Estado, cabe dizer, possui um papel fundamental nas relações de renda, uma vez que institui, controla e assegura o direito de propriedade e os títulos que permitem a captura do mais-valor (ANDREUCCI *et al.*, 2017, p. 12; FELLI, 2014, p. 254). Ademais, ele “não apenas estabelece, modifica ou aplica regimes e relações de direitos de propriedade, como, em alguns casos, também atua como um verdadeiro senhor das terras ou proprietário de ativos”⁴⁹ (ANDREUCCI *et al.*, 2017, p. 04–05, tradução nossa).

A mediação da natureza dialética da propriedade pelo Estado ampara tanto o monopólio do bem imóvel, quanto suporta a circulação do capital fictício. Através da consolidação e exacerbação da propriedade como instituto basilar de um novo regime de acumulação, estruturam-se, no âmbito financeiro-imobiliário, novos processos de concentração de riqueza (PEREIRA, 2019, p. 453). Embora persistam na atualidade várias formas de capitalismo, destaca-se o fortalecimento daquele “mais patrimonial”⁵⁰ (HALBERT, 2013, n. p.), caracterizado por Chesnais (2005, p. 50) como um regime no qual “a propriedade patrimonial cria direito de rendas sob a forma de aluguéis de renda do solo (urbano ou rural) e de fluxo de rendas relacionadas às aplicações em Bolsa”.

Na perspectiva da produção do espaço, a aqui chamada “indústria de propriedades” se refere a atuação de agentes econômicos de distintos segmentos que concentram propriedades imobiliárias e/ou títulos de propriedade lastreados em imóveis com o objetivo de obter fluxos de renda. Assim, observa-se que as relações de renda elevam a importância dos regimes de

⁴⁹ Em inglês: “[...] the state plays a key facilitating and regulating role—not only does it establish, modify or enforce property rights regimes and relations, but in some cases, it also acts as a de facto landlord or asset owner [...]”.

⁵⁰ De acordo com Halbert (2013, n. p.), a penetração das finanças sobre a produção do espaço: « Elle a souligné, plus généralement, combien la fabrication des espaces urbains doit désormais être interrogée dans le cadre d’un capitalisme patrimonial. »

propriedade⁵¹ (ARBOLEDA; PURCELL, 2021, p. 01) entre o locador e locatário, sucedendo-se em diferentes e complexos arranjos e modelos de negócios.

Os regimes de propriedade identificados como mais relevantes, bem como os seus respectivos benefícios e riscos, são caracterizados a seguir:

- (i) *Built-to-Suit* (BTS), modalidade em que o locatário estabelece todos os parâmetros construtivos, inclusive a localização, para o locador desenvolver e alugar por um período que varia de dez a vinte anos. No caso, o locatário arrenda um imóvel construído especificamente para o exercício da sua atividade econômica (por exemplo, galpões logísticos, edifícios educacionais, indústria farmacêutica etc.).
- (ii) *Sale and Lease Back* (SLB), arranjo no qual a empresa proprietária vende o seu imóvel para um investidor (fundo de investimento, fundo imobiliário etc.) e o aluga a longo prazo após a celebração do contrato de compra e venda, tornando-se o locatário.
- (iii) *Buy to Lease* (BL), modelo em que o investidor, a pedido do cliente, prospecta e adquire um imóvel com as características definidas pelo futuro inquilino para alugá-lo a longo prazo. No caso, o modelo se diferencia do SLB pelo imóvel não pertencer, anteriormente, ao locatário. Ademais, os parâmetros da edificação não são tão específicos a ponto de exigir o desenvolvimento do imóvel como é o caso dos segmentos que optam pela modalidade BTS.

⁵¹ Segundo Arboleda & Purcell (2021, p.03), “We consider regimes of property to be the legal-institutional mechanisms designed to harness rent relations for the disciplinary organization of labor.”

Tabela 3 - Benefícios e riscos de cada regime de propriedade para o locatário (inquilino)

	<i>Built-to-Suit</i>	<i>Sale and Lease back</i>	<i>Buy to Lease</i>
Benefícios	<ul style="list-style-type: none"> • definição da localização e dos parâmetros da edificação; estabilidade do aluguel; 	<ul style="list-style-type: none"> • desmobilização de capital em imóveis; captação de recursos com menor custo; 	<ul style="list-style-type: none"> • desmobilização de capital em imóveis;
Riscos	<ul style="list-style-type: none"> • não há necessidade de empenhar grandes volumes de recursos próprios; liberação de capital para investimento no <i>core business</i>; maior liquidez (ativo imobilizado para ativo circulante); economia fiscal; possível opção de compra no final do contrato. 	<ul style="list-style-type: none"> • intervenções no imóvel podem não ser reembolsáveis (exceto as de caráter estrutural); prazo de construção pode se estender; 	<ul style="list-style-type: none"> • incidência de imposto sobre o lucro imobiliário no ato da venda;
	<ul style="list-style-type: none"> • multa rescisória geralmente engloba o valor total do período contratado (aluguéis vincendos); inflexibilidade na renegociação do valor do aluguel; inflexibilidade para mudanças nos termos do contrato; eventual dificuldade de renovação do contrato e/ou impossibilidade de compra do imóvel. 		

Fonte: Adaptado de Camargo; Sisti; Ferreira, 2010; Caminha; Alves, 2019; Franciozi; Porto, 2013.

Tabela 4 - Benefícios e riscos de cada regime de propriedade para o locador (proprietário)

	<i>Built-to-Suit</i>	<i>Sale and Lease back</i>	<i>Buy to Lease</i>
Benefícios	<ul style="list-style-type: none"> • manutenção do fluxo de renda por um longo período; previsibilidade de retorno do investimento; indenização por rescisão antecipada engloba o valor total do período contratado (aluguéis vincendos); possibilidade de securitização da renda do aluguel; 		
Riscos	<ul style="list-style-type: none"> • reinvestimentos para a renovação do imóvel ao final do contrato; impossibilidade de renovação do contrato; demora para locação por outro ocupante. 		

Fonte: Adaptado de Camargo; Sisti; Ferreira, 2010; Caminha; Alves, 2019; Franciozi; Porto, 2013.

Embora a pesquisa não se aprofunde mais em cada modelo⁵², cabe destacar que os regimes de propriedade caracterizados focam em obter fluxos de renda lastreados em imóveis à longo prazo. Dessa maneira, um aspecto importante a ser destacado e que expressa o poder de monopólio do proprietário é o caráter atípico dos contratos. Diferente de um contrato típico, tais relações de propriedade não remuneram apenas a utilização do imóvel, mas também consideram a estruturação da operação (FRANCIOZI; PORTO, 2013, p. 05). Tal especificidade, entretanto, já é prevista pelos agentes econômicos no momento de capitalização e, conseqüentemente, formação do valor no qual os títulos de propriedade (capital fictício) se lastrearão.

⁵² Cf. Camargo, Sisti, Ferreira (2010); Franciozi, Porto (2013); Caminha, Alves (2019).

Em suma, a forma propriedade estabelece, de forma concreta, relações de propriedade (ex. BTS, SLB, SL) que, a partir dos seus direitos reais (de monopólio), viabilizam relações de renda, ou seja, de apropriação de parte do mais-valor sobre a produção. Por outro lado, a desabsolutização da propriedade a fragmenta – podendo ocorrer de forma concomitante às relações de propriedade estabelecidas – em frações ideias do patrimônio do bem imobiliário que circulam de forma autônoma e descolada da produção imediata.

Em um nível mais elevado, a propriedade como forma social exprime as relações de produção na atualidade, bastante pautadas nas relações de renda a partir do poder de monopólio, e como lastro de circulação do capital fictício. Em ambos os casos, a apropriação sobre a produção se torna patente, sendo, nas configurações atuais do capitalismo global, necessária para a reprodução do capital.

Apresentada a discussão mais ampla e geral sobre a financeirização do espaço, o capítulo seguinte explora a constituição da indústria de FIIs, bem como analisa o desenvolvimento do instrumento e a reorganização de um conjunto de agentes na promoção desse mercado. Sob a perspectiva da historicidade das formas de investimento (TOPALOV, 1974, p. 16), busca-se compreender como o fundo imobiliário, inicialmente idealizado como instrumento de financiamento da produção imobiliária, torna-se, paulatinamente, um vetor relevante de captura do capital social excedente.

CAPÍTULO 2

A COMPLEXIFICAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO (1993-2020)

O Fundo de Investimento Imobiliário é um instrumento financeiro que ganhou bastante relevância na última década e, proporcional ao seu crescimento, impulsiona cada vez mais novas formas de reestruturação do espaço urbano. Concebido no seio da reformulação do modelo de financiamento da produção habitacional da década de 1990 (BOTELHO, 2005, p. 150), algumas pesquisas já se debruçaram sobre a evolução desta indústria no Brasil, seja por meio de estudos de caso, como o FII Panamby (BOTELHO, 2005), sobre a ação de agentes financeiros como formuladores de políticas urbanas (SANFELICI; HALBERT, 2018), ou mesmo pela relação entre a sua tributação e o território (FRANCO, 2019). Entretanto, muitos aspectos do desenvolvimento desse mercado a partir de uma dimensão histórica ainda são pouco claras, principalmente no que tange a ação dos agentes que circundam o instrumento e as suas formas de atuação sobre o território.

Embora o instrumento tenha sido pioneiramente concebido nos Estados Unidos, destacam-se pesquisas recentes que têm se empenhado em iluminar a atuação desse veículo de investimento, tanto em economias do Norte, como no Sul Global. Nos países centrais, o instrumento é bastante associado à financeirização da habitação (*Financialization of Housing*, FoH), como indicam os trabalhos de August (2020) no Canadá, García & López (2021) na Espanha, e Aveline-Dubach (2022) no Japão. Em comum, muitos desses trabalhos ressaltam a atuação do Estado no desenvolvimento desse processo.

Na América Latina, demais estudos abordam outros aspectos delineados pelos FIIs, como o processo de transformação urbano-territorial, derivado da alocação dos fundos imobiliários frente à lógica do risco e o seu papel concentrador no Chile (DAHER, 2013a, 2013b), os laços entre o mercado financeiro e o setor imobiliário concretizados pelos fundos imobiliários na região metropolitana de Santiago, também no Chile (PINEDA, 2011), o surgimento, expansão e o papel desempenhado pelos Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces (FIBRAS) na urbanização das zonas metropolitanas do México (GASCA ZAMORA; CASTRO MARTÍNEZ, 2021), e dos fundos imobiliários argentinos como expressão da financeirização do mercado imobiliário, particularmente da habitação (SOCOLOFF, 2021).

O presente capítulo se divide em três partes. A primeira discorre sobre a origem e dimensão dos FIIs no Brasil, bem como trata as suas principais particularidades frente aos fundos imobiliários de outros países. A segunda parte apresenta as características gerais e desenvolve uma proposta de periodização do instrumento. A terceira seção aborda os principais aspectos que mediam as relações do “complexo financeiro-imobiliário” (NAKAMA, RUFINO, 2022) dos FIIs, como também avança sobre o seu próprio processo de constituição, esquivando-se de formulações pré-concebidas.

2.1. Origem e dimensão do FII: promessas e particularidades do caso brasileiro

A institucionalização do Fundo de Investimento (FI) no Brasil remonta a Lei de Reforma do Mercado de Capitais de 1965 (Seção IX, Lei nº 4.728) cujo âmbito era mais amplo e procurou disciplinar e promover o mercado de capitais em geral (FERREIRA, 2015, p. 09). Apesar da citação preambular, não havia na referida lei uma definição própria para o FI que, segundo a Lei mais recente (nº 13.874/2019⁵³), “é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza.”

O Fundo de Investimento Imobiliário é uma modalidade estruturada⁵⁴ de FI que busca, por meio do mercado de capitais, captar recursos para o financiamento e aplicação em bens e ativos imobiliários. Institucionalizado em 25 de junho de 1993 por meio da Lei nº 8.668, o FII foi inspirado no *Real Estate Investment Trust* estadunidense criado em 1960. Embora pareçam análogos à primeira vista, há diversos aspectos a serem destacados, uma vez que a comparação entre os dois instrumentos evidencia grandes diferenças em suas estruturas organizacionais e, conseqüentemente, na forma como atuam no mercado imobiliário e no próprio espaço urbano.

Antes de abordar as diferenças, endereçadas mais adiante, deve-se primeiramente sanar uma dupla dificuldade sobre o entendimento do termo *Real Estate Investment Trust*. A começar pelo fato do “*Real Estate*” não possui uma tradução exata para a língua portuguesa. No entanto, genericamente e com alguma incorreção, a expressão pode ser compreendida como um “negócio financeiro, completamente imerso no mercado de capitais e dedicado à promoção de

⁵³ Conhecida como “Lei da liberdade econômica”, fez alterações nas regras aplicáveis aos Fundos de Investimento pela introdução de um novo capítulo no Código Civil (artigos 1.368-C a 1.368F).

⁵⁴ O Fundo Estruturado é uma categoria de fundo disposta na Instrução CVM nº 409 de 2004 que possui uma normatização própria. Por exemplo, o FII é regulado pela Instrução CVM 472 de 2008, o FIP pela Instrução CVM 578 de 2016 e o FIDIC pela Instrução CVM 356 de 2001.

ganhos específicos, da incorporação e administração de imóveis ao agenciamento de crédito e administração de garantias” (ROYER, 2009, p. 41).

A segunda dificuldade recai sobre a compreensão do termo “*trust*”. De acordo com Terpins (2013, p. 22-23), defini-lo não é uma tarefa fácil, pois a sua concepção deriva de realidades históricas e sociais diferentes, estabelecidas nos institutos do direito Anglo-Saxão. De acordo com essa autora, este fato gera dificuldade de compreensão em locais cuja tradição é romanística, como o caso brasileiro.

Em linhas gerais, dentre as diversas acepções encontradas na literatura, um *trust* pode ser definido como “uma obrigação equitativa, vinculando uma pessoa (que é chamada de *trustee*) a gerir uma propriedade sobre a qual ela tem controle (que é chamada de *trust property*), em benefício de terceiros (que são chamados de beneficiários ou *cestuis que trust*)”⁵⁵ (HAYTON; MATTHEWS; MITCHELL, 2010 apud BIAZI, 2019, p. 19, tradução nossa). Nas palavras de Terpins (2013, p. 26), a constituição e o funcionamento de um *trust* ocorre:

[...] por um ato unilateral de vontade do instituidor (*settlor*), mediante a destinação de certo patrimônio (*res*) [ou *trust property*] para uma finalidade específica, e sua transferência para uma determinada pessoa (*trustee*), para que cumpra com esta finalidade, administrando os bens e direitos em favor de terceiros, chamados beneficiários (*cestui que trust*), nos quais o instituidor pode estar presente ou até mesmo ser o único.

Dado o breve histórico e sanadas as dificuldades iniciais sobre o termo, o REIT pode finalmente ser definido como um:

[...] veículo de investimento coletivo organizado sob a forma societária ou sob a forma de *trust*, que combina capital de diversos investidores interessados em participar de empreendimento imobiliários através da aplicação de recursos em carteira diversificada e gerida por administração especializada⁵⁶ (TERPINS, 2013, p. 62).

Apesar de a figura jurídica do REIT ter sido institucionalizada em 1960 pelo *Real Estate Investment Trust Act*, historicamente ele deriva do *business trust* que apareceram pela primeira

⁵⁵ Em inglês: “A trust is an equitable obligation, binding a person (who is called a trustee) to deal with the property over which he has control (which is called the trust property), for the benefit of persons (who are called the beneficiaries or cestuis que trust), of whom he may himself be one, and any one of whom may enforce the obligation.”

⁵⁶ Optou-se por utilizar a designação de Terpins (2013) para REIT, pois a definição legal norte-americana seria de difícil entendimento sem que fosse necessário se estender ainda mais sobre o tema. Cf. *U.S. Code of Federal Regulation, 26 CFR § 1.856-1*.

vez em 1850 no estado de Massachusetts. Na época, os *trusts* tinham como objetivo contornar a lei estadual que impedia as corporações de negociar ou deter imóveis como forma de investimento em *real estate* (BAILEY, 1966, p. 107).

Todavia, mesmo após 30 anos desde a criação do REIT, tais estruturas não conseguiram desempenhar nenhum papel muito relevante no mercado de *real estate* norte-americano. Foi somente a partir da segunda metade da década de 1980, com a remoção de diversas barreiras regulatórias (pelo *Tax Reform Act* de 1986, *Technical and Miscellaneous Revenue Act* de 1988 e o *REIT Modernization Act* de 1999) que o instrumento passou a ter mais autonomia para possuir, operar e administrar os seus bens imobiliários – obtendo assim uma maior importância e protagonismo (GOTHAM, 2006, p. 264).

Atualmente, são comuns três tipos de REITs: (i) o *Equity REIT*, investe diretamente em propriedades; (ii) o *mREIT* ou *Mortgage REIT*, detém títulos lastreados em hipotecas ou papéis afins (como as securitizações); e (iii) o *Hybrid REIT*, mescla as atividades de ambas as modalidades já citadas. Ademais, também há duas categorias menos habituais chamadas de *Public non-listed REITs (PNLRs)* e *Private REITs*. Ambos não são negociados no mercado de capitais, sendo o *private* uma modalidade exclusiva para investidores institucionais.

Ainda que a criação do FII no Brasil tenha sido diretamente inspirada no REIT, havendo semelhanças entre os objetos de investimento e algumas tipologias de fundos, há também distinções significativas que devem ser postas. Embora as características do FII serem devidamente abordadas e aprofundadas na próxima seção, estabelece-se a seguir um pequeno quadro comparativo entre os dois instrumentos, com destaque para a dimensão da indústria, estrutura e tamanho dos REITs.

Tabela 5 - Comparativo entre REIT e FII (2022)

Características	REIT	FII
Ano de Constituição	1960	1993
Tamanho do mercado	\$ 1,7t*	R\$ 176b**
Quantidade de fundos	217	402***
Diversificação Setorial	Maior	Menor
Governança	Centralizada	Descentralizada
Estrutura	Societária	Condominial

Notas: *em trilhões de dólares, apenas REITs listados em bolsa. O valor bruto de todo o mercado de REIT estadunidense ultrapassa \$3,5 trilhões **em bilhões de reais (ou aproximadamente \$ 35 bilhões de dólares) *** FIIs listados na B3.

Fonte: Elaboração própria a partir de dados da B3 e Nareit.

No caso dos EUA, verifica-se que o tamanho do mercado é gigantesco se comparado ao do Brasil ou mesmo de outras economias desenvolvidas. Ademais, a estrutura do REIT se assemelha ao de uma Sociedade Anônima, diferente dos fundos imobiliários brasileiros que se dão sob a forma de condomínio. Devido a este modo de organização, a governança corporativa dos REITs é centralizada internamente, aproximando-se mais da forma de gestão das empresas brasileiras de *properties* com capital aberto (como a JHSF Participações ou a BR Properties).

Outra característica que salta aos olhos é a proporção entre a quantidade de REITs e o seu valor bruto total, que gira em torno de U\$ 3,5 trilhões de dólares, com mais de meio milhão de propriedades geridas. No caso brasileiro, há um cenário inverso no qual se observa mais FIIs e um valor global expressivamente menor, cerca de U\$35 bilhões de dólares⁵⁷. Segundo a análise de Gotham (2006, p. 265), essa característica particular do mercado norte-americano é, na verdade, fruto de um processo de consolidação que a indústria passou por meio de fusões, aquisições e também pela sua expansão global. Além do mais, outro aspecto que sustenta a expressiva envergadura da indústria de REITs (e com maior risco), é a capacidade do instrumento de se endividar, operação vedada no caso dos FIIs.

Exposta a conformação e consolidação do REIT nos EUA, essa modalidade de investimento já foi, até 2017, institucionalizada em cerca de 37 países (EY, 2017), incluindo todos os países do chamado G7 – as sete economias mais avançadas do mundo. Segundo a consultoria Ernest Young (2017), em uma escala de 4 estágios (nascente, emergente, estabelecido e maduro), que busca avaliar o nível de maturidade de cada mercado, figuram os seguintes países:

⁵⁷ Referência março de 2022.

Tabela 6 - Panorama do mercado global de REITs (2017)

Estágio	País	Sigla	Regulamentação
Nascente	Arábia Saudita	REIT	2016
	Bahrein	REIT	2016
	Brasil	FII	1993
	Bulgária	SPIC	2004
	Costa Rica	REI	2000
	Filipinas	REIT	2010
	Grécia	REIC	1999
	Hungria	HU-REIT	2011
	Índia	REIT	2014
	Israel	REIF	2006
	Paquistão	REIT	2008
	Quênia	REIT	2013
	Taiwan	REAT	2003
	Tailândia	PFPO	1992
	Vietnã	REIT	2013
Emergente	África do Sul	REIT	2013
	Coréia do Sul	REIC	2001
	Emirados Árabes Unidos	REIT	2015
	Espanha	SOCIMI	2009
	Finlândia	REIT	2009
	Irlanda	REIT	2013
	Itália *	SIIQ	2007
	Malásia	MREIT	2003
	México	FIBRA	2004
	Turquia	REIC	1995
Estabelecido	Alemanha *	G-REIT	2007
	Austrália	MIT	2008
	Bélgica	SICAFI	1995
	Canadá *	REIT	2007
	França *	SIIC	2003
	Hong Kong	REIT	2003
	Japão *	J-REIT	2000
	Nova Zelândia	PIE	2007
	Países Baixos	FBI	1969
	Reino Unido *	REIT	2007
	Singapura	S-REIT	2002
Maduro	Estados Unidos *	REIT	1960

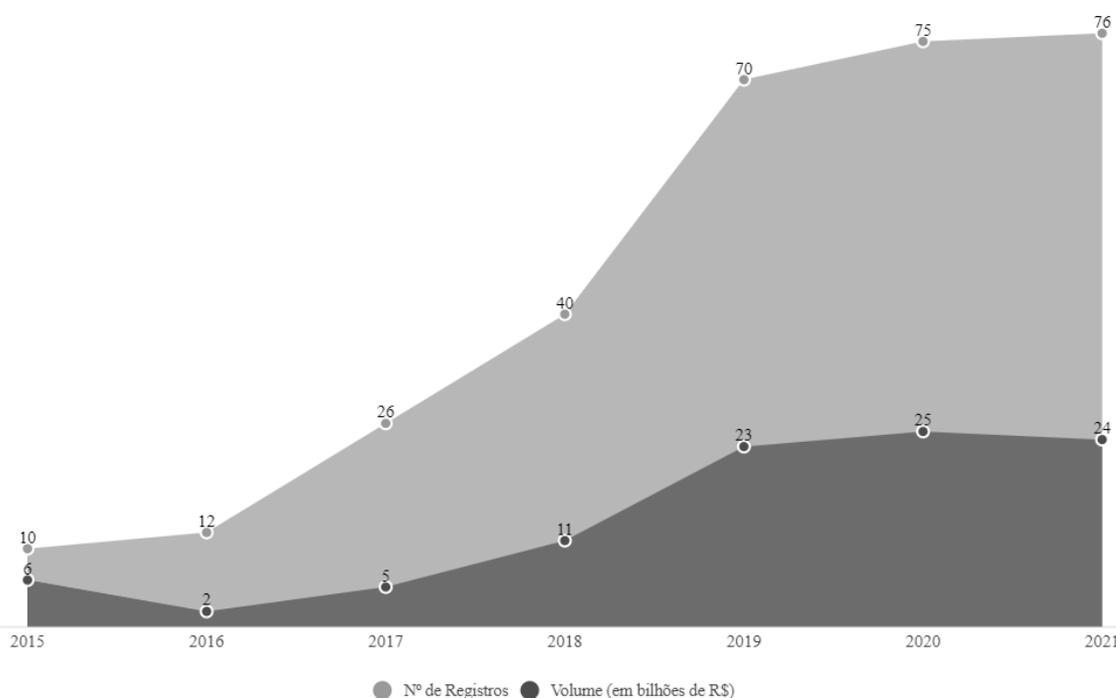
Nota: * países do G7.

Fonte: Elaboração própria, adaptado de *Global REIT markets* (EY, 2017) e Moraes (2016).

Apesar de o mercado de FII brasileiro ser considerado nascente no contexto global, mesmo tendo uma das legislações mais antigas, o cenário doméstico demonstrou um forte amadurecimento da indústria em 2019. Segundo analistas, houve o crescimento da base de investidores, o aumento do volume de cotas negociadas (maior liquidez) e o fortalecimento das gestoras que captaram um grande volume de recursos por meio de ofertas subsequentes (*follow-ons*) e IPOs (*Initial Public Offers*). O resultado foi uma forte expansão da participação dos FIIs no mercado de capitais e o aquecimento do setor através de novas emissões de cotas (captação de recursos) e diversificação dos portfólios.

Atualmente, o mercado de FIIs possui um valor de cerca de R\$105 bilhões em patrimônio líquido acumulado (B3, 2022b), um volume que cresceu de forma consistente nos últimos anos. Como é possível constatar no Gráfico 4 abaixo, parte do crescimento em 2019 é observável pelo aumento de 75% no número de ofertas em relação ao ano anterior, enquanto o volume captado mais do que dobrou, atingindo o montante de R\$ 23 bilhões no mesmo período e mantendo-se relativamente estável nos períodos subsequentes.

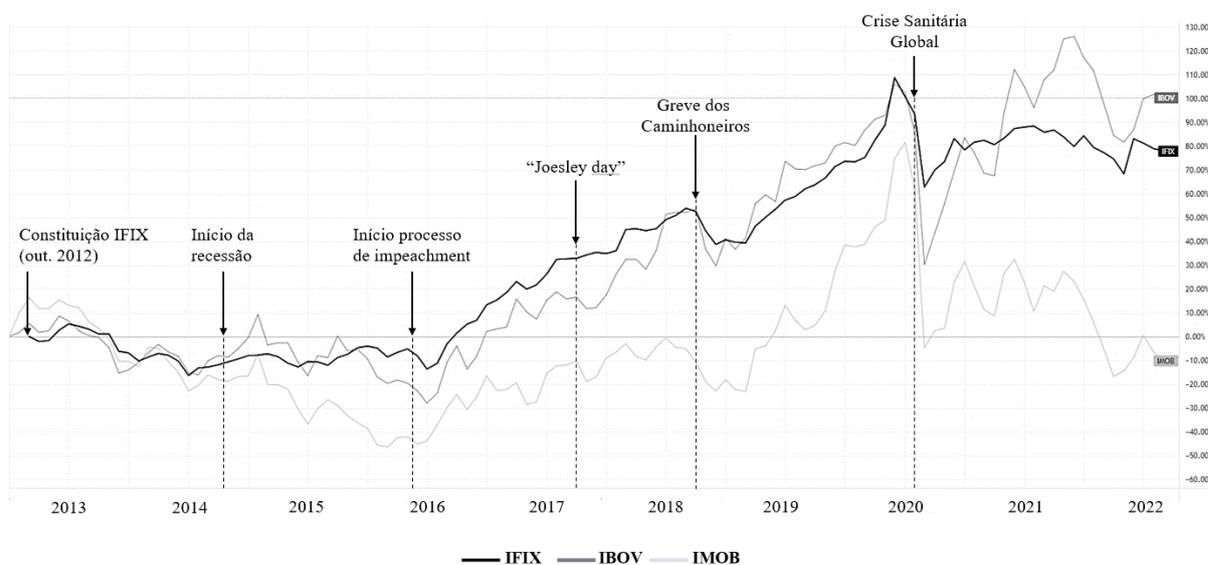
Gráfico 4 - Evolução do número e volume de ofertas (2015-2021)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da B3.

O Gráfico 5 compara o comportamento geral do mercado de FIIs a partir do Índice de Fundos de Investimento Imobiliários⁵⁸ (IFIX) frente ao Índice Imobiliário (IMOB) e a principal referência do mercado, o Índice Bovespa (IBOV). Nota-se que, apesar da contração do setor imobiliário e da desvalorização da bolsa de valores durante a recessão de 2014, até o ano de 2020 o IFIX manteve uma valorização acima de seus pares, descolando-se dos movimentos de queda e seguindo as tendências de alta nos anos seguintes.

Gráfico 5 - IFIX vs IBOV vs IMOB (2013-2022)



Fonte: Elaboração própria a partir do *Tradingview*.

Mesmo durante o início da crise sanitária global desencadeada pelo SARS-CoV-2, percebe-se uma correlação menor entre IFIX e IBOV. Essa percepção é corroborada pela análise de Moraes & Serra (2017, p. 33), cujo trabalho verificou que a baixa correlação entre IFIX e IBOV é ainda menor em relação ao Índice Imobiliário (IMOB), apesar de positiva em ambos os casos. Segundo os autores essa relação é minimamente curiosa visto que ambos os índices tratam, a princípio, de ativos que atuam no mesmo macro setor⁵⁹.

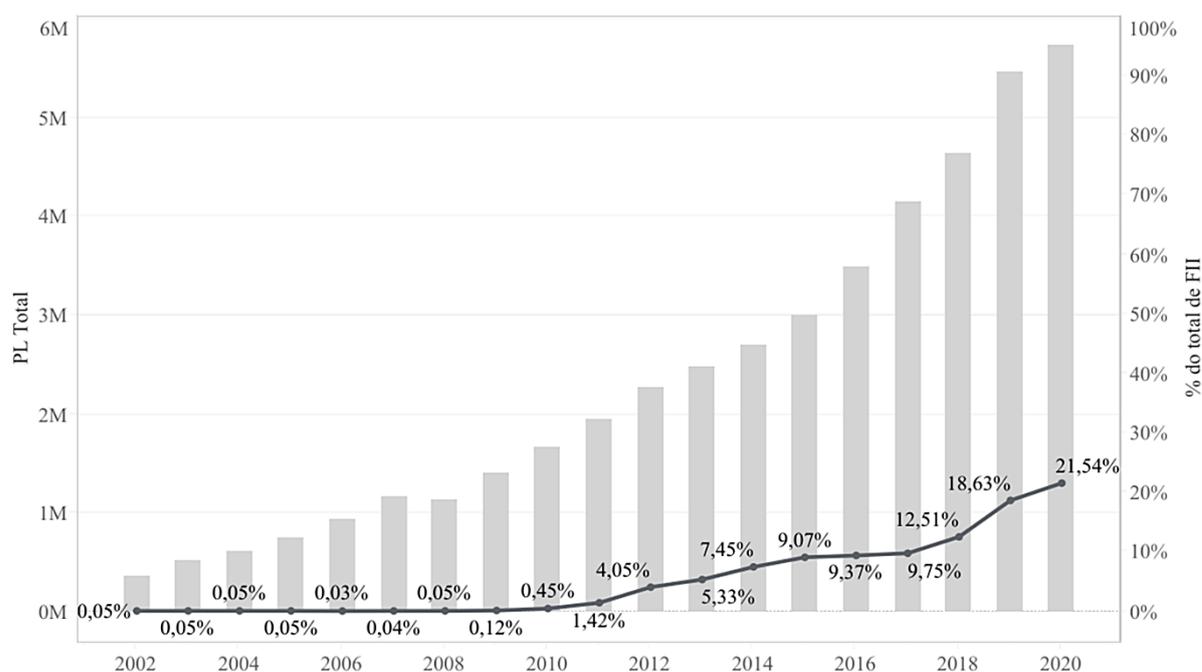
Apresentada a origem e a dimensão dos FIIs no Brasil, destaca-se que, apesar do tamanho deste mercado ainda ser relativamente pequeno frente ao das economias desenvolvidas ou mesmo

⁵⁸ O IFIX é uma carteira teórica de ativos que visam medir o desempenho médio das cotações dos Fundos de Investimento Imobiliário. Da mesma forma o IBOV busca medir o desempenho médio das principais empresas listadas na bolsa de valores e o IMOB, medir o desempenho das cotações das empresas de maior liquidez e representatividade do setor imobiliário (que compreende a exploração de imóveis e a construção civil).

⁵⁹ Segundo os autores, a baixa correlação entre o IFIX e IMOB indica que “não há redundância na combinação das classes de ativos” (MORAES; SERRA, 2017, p. 33).

frente a outras estruturas financeiras como os fundos para-fiscais⁶⁰ (FGTS e SBPE), o instrumento tem se tornando um veículo cada vez mais relevante. Do patrimônio líquido geral de todas as classes de FIs⁶¹ levantados pela ANBIMA, constata-se que o FII vem ganhando importância ano a ano, representando atualmente mais de 20% desta totalidade.

Gráfico 6 - Evolução da representatividade do FII frente ao PL total de FIs (2002-2020)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da ANBIMA. Dados consolidados até agosto de 2020, em milhões de reais.

2.2. Características gerais dos Fundos de Investimento Imobiliário

2.2.1. Características e funcionamento de um FII

O Fundo de Investimento Imobiliário é definido, segundo a Lei nº 8.668/1993 que o instituiu, como uma “comunhão de recursos capturados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários [...] destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários”. Organizados sob a forma de condomínio fechado, cujas cotas não podem ser resgatadas, os fundos podem ter prazo de duração indeterminado.

⁶⁰ Tanto o FGTS, quanto o SBPE, desempenham importantes papéis como veículos de financiamento e investimento em títulos de base imobiliária e imóveis.

⁶¹ O Consolidado Histórico de Fundos de Investimento da ANBIMA, agrega classes de fundos de renda fixa, ações, multimercados, cambial, previdência, ETF (*Exchange Trade Funds*), FIDIC, FIP, FII e OFF-SHORE.

Sobre o patrimônio de um FII, este pode ser constituído por diferentes tipos de ativos, como pela aquisição ou construção de imóveis (para venda ou renda), por títulos e valores mobiliários (CRIs, LCIs, LHs etc.) ou até mesmo por cotas de outros FIIs, e/ou Fundos de Investimento em Participações (FIPs) e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), desde que estes últimos invistam em atividades imobiliárias. As cotas, por sua vez, representam frações ideais do patrimônio líquido⁶² do fundo que podem (ou não) ser negociadas na bolsa de valores.

A estrutura do FII é composta por meio da interlocução de diversos agentes⁶³, dentre os quais destaca-se o *administrador*, o *gestor* e o *quotista*. A primeira figura, do administrador, é quem constitui, de fato, o FII devendo ser, necessariamente, uma instituição financeira⁶⁴. De maneira geral, o patrimônio adquirido pelo fundo é mantido sob regime de propriedade fiduciária pelo administrador que, segundo Terpíns (2013, p. 76), “empresta” a sua personalidade jurídica ao fundo. Além disso, a este agente ainda cabe dirigir as atividades de rotina, bem como prover:

- (i) departamento técnico habilitado a prestar serviços de análise e acompanhamento de projetos imobiliários; (ii) atividades de tesouraria, de controle e processamento dos títulos e valores mobiliários; (iii) escrituração de cotas; (iv) custódia de ativos financeiros; (v) auditoria independente; e (vi) gestão dos valores mobiliários integrantes da carteira do fundo (UQBAR, 2020, p. 08).

O gestor é outra figura central, pois se responsabiliza pelas decisões estratégicas e manutenção da carteira de ativos do FII. Assim como o administrador, ele também possui atribuições variadas que vão desde a realização de novas prospecções a lidar com questões de vacância, inadimplência ou mesmo cuidar da relação com os investidores. No caso de grandes fundos, é bastante comum ter mais de um agente (administrador, gestor, escriturador e/ou custodiante) pertencente a um mesmo grupo econômico⁶⁵.

O quotista (pessoa física ou pessoa jurídica) é quem detém cotas de um fundo, sendo fundamental para a viabilização e crescimento do FII. Apesar de ser uma figura mais distante,

⁶² Segundo Ferreira (2015) “O patrimônio líquido [...] é calculado pela soma do valor de todos os títulos e do valor em caixa, menos as obrigações do fundo, inclusive aquelas relativas à sua administração.”

⁶³ Além dos agentes destacados há também o custodiante, o escriturador, o auditor e o avaliador imobiliário.

⁶⁴ Segundo Art. 11 da ICVM 205, a administração do FII cabe, exclusivamente, a bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira de investimento ou carteira de crédito imobiliário, bancos de investimento, sociedades corretoras ou sociedades distribuidoras de valores mobiliários, sociedades de crédito imobiliário, caixas econômicas e companhias hipotecárias.

⁶⁵ Cita-se, por exemplo, FIIs da XP Inc. (XPLG11, XPML11 etc.) que possuem como gestor do fundo a XP Vista Asset Management, empresa do mesmo grupo.

ele não é totalmente alheio aos processos decisórios do gestor, uma vez que também pode participar por votação das deliberações em assembleias gerais, desde que estas sejam convocadas pelo administrador.

Externo à estrutura dos FIIs, cabe a Comissão de Valores Mobiliários, autarquia federal ligada ao Ministério da Economia, “a autorizar, disciplinar e fiscalizar a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento Imobiliário”, bem como o mercado de valores mobiliários em geral.

Apresentados os principais agentes, adentra-se nas especificidades do fundo imobiliário. Ao contrário de outras modalidades de fundos, o FII possui algumas características particulares e distintas. Para Terpins (2013, p. 75-76), destacam-se dois atributos: a já citada *propriedade fiduciária* que separa o patrimônio do fundo do patrimônio geral do administrador; e o *regime de afetação* que limita a responsabilidade dos quotistas, isentando-os de qualquer obrigação legal ou contratual sobre os ativos que integram a carteira do fundo, como também os priva de exercer qualquer direito real sobre eles.

Outro aspecto importante é a isenção de tributação sobre a receita operacional dos FIIs. Nesse sentido, duas leis regulam esse benefício de acordo com algumas exigências pré-estabelecidas. A Lei nº 8.668 de 1993⁶⁶ tributa os fundos que aplicam recursos em empreendimentos que possuem o incorporador, construtor ou sócio como quotista de mais de 25% do FII. Já a Lei nº 11.033/2004⁶⁷ isenta os dividendos distribuídos à pessoa física desde que o FII possua no mínimo 50 quotistas. Na ocasião de um quotista possuir mais de 10% da totalidade das cotas ou ter direito a mais de 10% dos rendimentos auferidos pelo fundo, este perde a isenção.

A isenção fiscal, cabe destacar, é apontada por Kay & Tapp (2022, p.13) como uma dimensão que permite analisar o papel do Estado na construção e desconstrução de *assets*. Conforme as autoras apontam, “as formas contemporâneas de propriedade protegem os investidores da dupla taxação que as corporações enfrentam e da responsabilidade pessoal se o negócio azedar, ao mesmo tempo que aumentam a liquidez em um ativo ilíquido”⁶⁸ (KAY; TAPP, 2021, p. 04).

⁶⁶ Alterada pela lei nº 9.779/1999, que muda a legislação sobre o imposto de renda, relativo à tributação dos FIIs (Art. 10, 16 a 19).

⁶⁷ Alterada pela Lei nº 11.196/2005.

⁶⁸ Em inglês: “Contemporary forms of property ownership shield investors from the double taxation corporations face and from personal liability if the deal sours, at the same time increasing liquidity in an otherwise illiquid asset”

Como se verá adiante, no caso dos FIIs há a possibilidade de uma dupla isenção, uma vez que o instrumento pode investir em títulos mobiliários que também são isentos, como os CRIs. Além disso, a Lei nº 8.668/1993 estabelece algumas particularidades importantes. Ao FII veta-se abrir créditos (contrair dívidas), diferindo-o bastante dos REITs norte-americanos que podem se endividar visando a maximização de seus retornos. Proíbem-se aplicações no exterior, vender a prestação (fracionar) as cotas do fundo ou mesmo adquirir cotas próprias – uma prática comum e permitida no mercado de ações que pode, eventualmente, inflar artificialmente o preço dos ativos (propositalmente ou não). Destaca-se também a obrigatoriedade de distribuição mínima de 95% dos lucros auferidos em regime de caixa por período⁶⁹.

De forma simplificada, o *modus operandi* de um fundo imobiliário pode ser descrito da seguinte forma: após o registro na CVM e constituição do FII pelo administrador, o fundo realiza a primeira oferta de distribuição de cotas a fim de captar recursos que serão aplicados de acordo com o objeto e a política de investimento de seu regulamento. Nesta fase, os potenciais investidores interessados podem se inscrever e, atingido o montante mínimo disposto no prospecto do fundo, as cotas são integralizadas. A partir de então, os ativos adquiridos pelo FII, a depender de suas características (aquisição ou incorporação de bens imobiliários, títulos e valores mobiliários, cotas de outros fundos etc.) auferem diferentes formas de rendimentos, seja por meio do aluguel de seus imóveis, ganhos de capital, dentre outros. Conforme anteriormente citado, havendo “lucro”, o FII deve distribuir 95% do seu resultado aos quotistas.

Uma vez emitidas, as cotas podem ser negociadas no mercado secundário ou no mercado de balcão organizado⁷⁰, pois a estrutura de condomínio fechado não permite o seu resgate⁷¹. Ao investidor, ou quotista, o FII permite duas formas de ganhos: através da renda (proventos) e da valorização das cotas. O ganho de capital pode ocorrer pela valorização do imóvel e a consequente valorização das cotas (suas frações ideais) ou por meio de dinâmicas do mercado (“lei da oferta e demanda” ou movimentos especulativos). Por fim, cabe destacar que novas

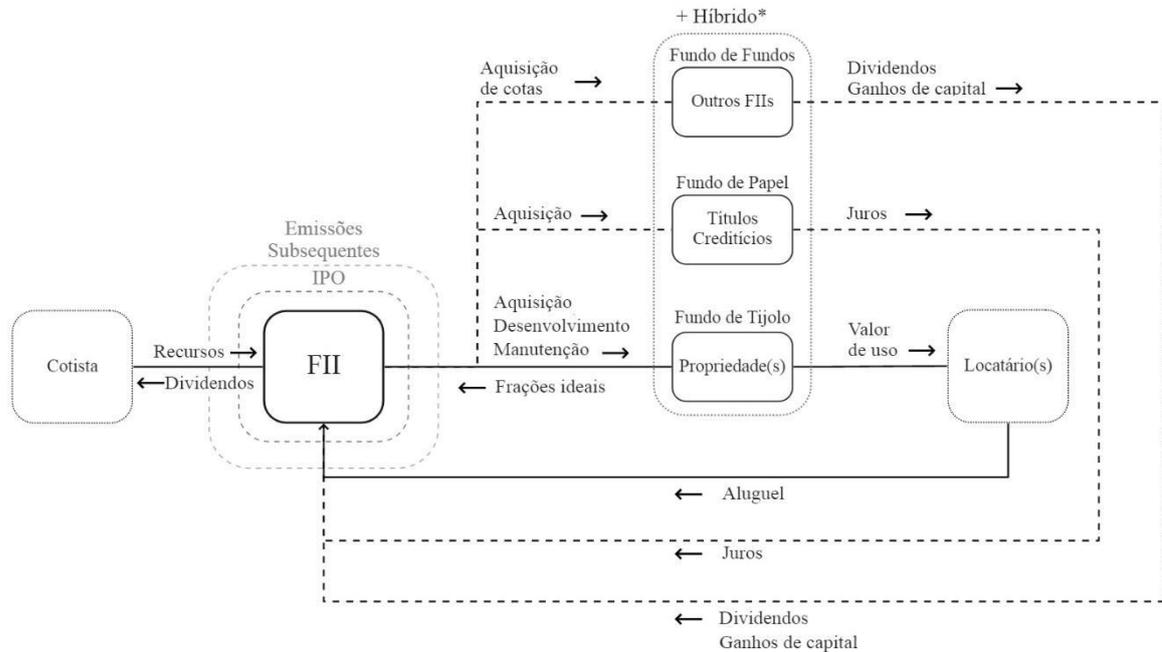
⁶⁹ Embora a não obrigatoriedade, os fundos costumam distribuir dividendos mensais e não semestrais.

⁷⁰ O Mercado de balcão organizado é um ambiente do mercado de capitais fora da Bolsa de Valores. Nele são negociados títulos de valores mobiliários por empresas que não possuem todos os requisitos necessários para ingressar na Bolsa de Valores. Embora regulado, possui maior risco e as negociações são menos transparentes (pois não possuem a obrigatoriedade de publicar relatórios gerenciais etc.).

⁷¹ Caso o quotista queira reaver o seu capital, ele deve vender as suas cotas no mercado secundário. Por isso a importância da liquidez, pois uma vez que há pouca demanda por determinados ativos, também há dificuldades em negociá-los.

captações de recursos ocorrem somente pela emissão de novas cotas, visto que o FII não pode contrair dívidas do modo mais tradicional, via crédito.

Figura 2 – Esquema geral de operação dos FIIs⁷²



Nota: *Ver tabela 7 para definição de um FII Híbrido. Fonte: Elaboração própria.

2.2.2. Formas de classificação e riscos associados

A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA) dispõe de um modelo de classificação de dois níveis para os FIIs, especificando-os quanto aos seus objetivos (“mandato”) e a sua gestão. Segundo a ANBIMA, esta classificação visa promover mais transparência para os investidores ao evidenciar as estratégias e os riscos associados aos fundos imobiliários.

⁷² Ver Apêndice B – Esquema de operação de diferentes tipologias de FIIs.

Tabela 7 - Classificação do FII por mandato

Mandato	Descrição
Desenvolvimento para renda	Fundos que investem acima de dois terços do seu patrimônio líquido em desenvolvimento/incorporação de empreendimentos imobiliários em fase de projeto ou construção, para fins de geração de renda com locação ou arrendamento.
Desenvolvimento para venda	Fundos que investem acima de dois terços do seu patrimônio líquido em desenvolvimento de empreendimentos imobiliários em fase de projeto ou construção, para fins de alienação futura a terceiros.
Renda	Fundos que investem acima de dois terços do seu patrimônio líquido em empreendimentos imobiliários construídos, para fins de geração de renda com locação ou arrendamento.
Títulos e valores mobiliários	Fundos que investem acima de dois terços do seu patrimônio líquido em título e valores mobiliários como: ações, cotas de sociedades, FIPs e FIDCs.
Híbridos	Fundos cuja estratégia de investimento não observa nenhuma concentração das classificações anteriores.

Fonte: ANBIMA.

Tabela 8 - Classificação do FII por gestão

Gestão	Descrição
Passivo	Fundos que especificam em seus regulamentos o imóvel ou o conjunto de imóveis que comporá sua carteira de investimento ou aqueles que têm por objetivo acompanhar um indicador do setor.
Ativo	Todos os fundos que não seguem os critérios da gestão passiva.

Fonte: ANBIMA.

Outra classificação importante é o segmento de atuação do fundo, ou seja, em quais categorias de imóveis o FII investe a maior parte (ao menos dois terços) do seu patrimônio. Esta forma de categorização revela o grau de diversificação setorial e em quais áreas a “indústria” ainda pode se expandir, se comparada aos mercados mais maduros. No Brasil, os segmentos mais comuns são: lajes corporativas, shopping center, residencial, galpões logísticos, hotéis, hospitais etc. Os fundos que investem em mais de um segmento ou desempenham mais de um mandato são considerados “híbridos”, enquanto aqueles que não se encaixam nas definições anteriores classificam-se como “outros”. A título de comparação, nos EUA, além desses setores, há presença de REITs em penitenciárias, *data centers*, alojamentos estudantis, indústrias, saúde, hipotecas, dentre outros.

Do total de 556 FIIs registrados na CVM até maio de 2020, um pouco menos da metade (236 ou cerca de 42% do total) eram negociados na Bolsa de Valores com valor de mercado de

aproximadamente R\$ 143 bilhões (B3, 2020, p. 02). O IFIX⁷³, que mede o desempenho médio dos fundos imobiliários negociados no mercado bursátil é composto por 81 FIIs, sendo a maior participação por segmento dado por fundos de títulos e valores mobiliários (33,2%), seguido por híbridos (19,23%), logísticos (17,14%), shoppings (11,93%), lajes corporativas (10,98%) e outros (7,02%). O índice, cabe ressaltar, têm a sua composição revisada de acordo com metodologia própria. Logo, os segmentos com maior participação podem se alterar refletindo, na realidade, uma condição de mercado. Em 2019, por exemplo, os FIIs com maior participação no IFIX eram os de lajes corporativas, enquanto os de títulos e valores mobiliários ocupavam a terceira colocação.

Informalmente, os fundos são divididos em duas modalidades pelo mercado. Os que investem em ativos físicos são considerados fundos de “tijolo”, ao passo que aqueles que investem em títulos mobiliários são chamados de fundos de “papel”. Em relação à composição dos portfólios dos fundos, os FIIs que possuem um único ativo são chamados de “monoativo” e os que possuem mais de um bem são designados como “multiativos”. Enquanto a classificação entre fundos de tijolo e de papel se refere apenas ao tipo do ativo (se é físico ou não), a diversificação de bens nos portfólios se associa diretamente ao nível de risco da carteira. Por exemplo, um FII que possui apenas um imóvel com um único locatário, pode sofrer mais com a inadimplência do que aquele que possui diversos imóveis locados para diferentes inquilinos.

Sobre os riscos, convém lembrar que o instrumento é um ativo de renda variável, ou seja, não há garantias de nenhum retorno do valor aplicado podendo também se depreciar. Mesmo que de forma genérica, o regulamento do FII é obrigado a elencar os diversos riscos associados ao ativo, dos quais se destacam: (i) risco tributário, no caso de alterações ou perda de isenção fiscal; (ii) risco sistêmico, dado por eventos exógenos (macroeconômicos, institucionais etc.); (iii) risco de liquidez, devido à possibilidade de baixa demanda pelos papéis no mercado secundário; (iv) risco de crédito, pela vacância ou inadimplência associada aos bens imobiliários; (v) risco imobiliário, seja por eventuais percalços no registro de um imóvel ou pelo próprio risco eventual associado à dinâmica do mercado (na incorporação, por exemplo); (vi) risco de sinistro, por danos à propriedade; dentre outros.

⁷³ Ref. setembro de 2020.

Ponderada as modalidades e riscos, a seção a seguir delineará o percurso histórico pelo qual a indústria passou até o seu amadurecimento e consolidação.

2.3. Periodização e historização dos FIIs

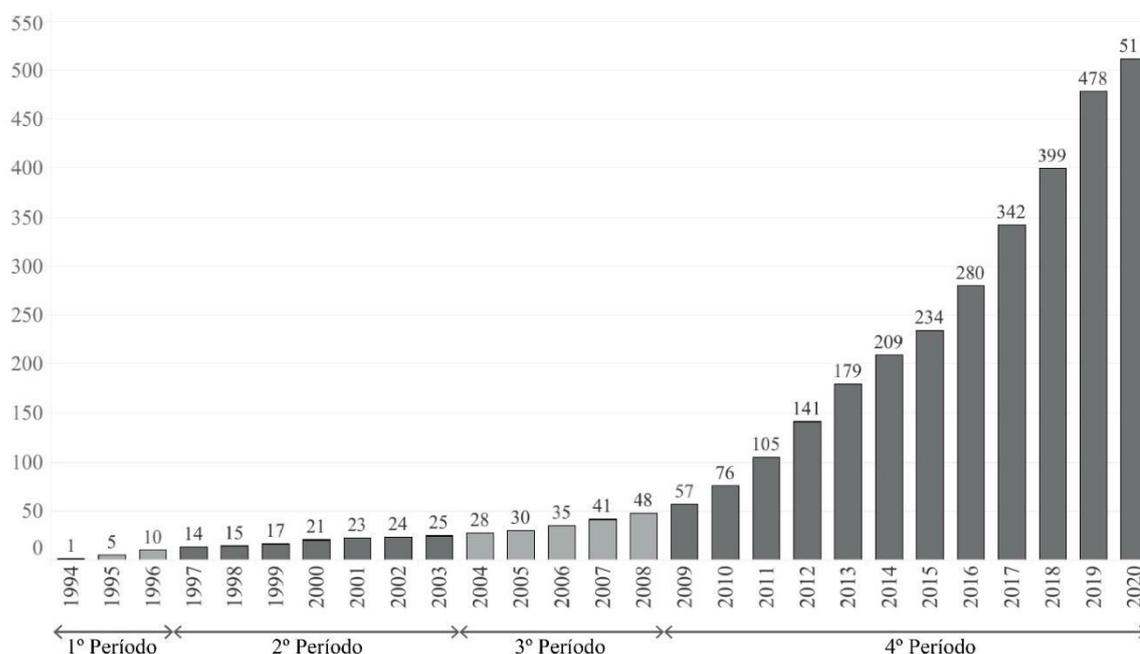
A periodização e a historização são recursos muito valiosos nos estudos urbanos, sendo amplamente utilizados por pesquisas como a de Botelho (2005), Shimbo (2010), Sanfelici & Halbert (2018), Franco (2019), dentre outros. Apesar de muitos trabalhos limitarem a abordagem a determinados aspectos, este trabalho o trata de forma ampla, uma vez que buscará discutir a reestruturação do espaço por meio dos FIIs no terceiro capítulo.

A teoria da produção do espaço de Léfèbvre (1991), conforme abordado no primeiro capítulo, define o espaço (social) como um produto (social), ou seja, é produzido socialmente e, sendo assim, só pode ser compreendido no contexto de uma sociedade específica. Logo, a periodização surge como um importante instrumento de análise que visa retratar as condições da sociedade nos períodos elencados.

Ao procurar desvendar o conjunto de práticas do modo de produção capitalista delineadas sob a forma do FII, a periodização se atenta a observar determinadas dimensões correlatas de análise de um fundo de investimento. Segundo Ferreira (2015, p. 07), há pelo menos três dimensões, sendo elas a sua institucionalidade; a evolução da composição das carteiras de ativos dos agentes financeiros; e a origem dos recursos geridos pelas instituições financeiras.

Apesar do maior foco na institucionalidade, também se cotejam alguns aspectos macroeconômicos e outros específicos do mercado imobiliário à investigação. Na periodização foram definidos quatro períodos. O primeiro (1991-1996) contextualiza a discussão da época que embasou a criação da lei que criou os FIIs, bem como descrever os primeiros fundos que surgiram. O segundo período (1997-2003) relata alguns dos percalços que a indústria de FIIs percorreu e, paralelamente, cita a criação do SFI. A terceira fase (2004-2008) percorre a retomada da dinâmica do mercado de fundos imobiliários, a qual, presume-se, estabeleceu as bases do forte desenvolvimento retratado no quarto período (2009-2020).

Gráfico 7 - Total acumulado de registros de FIIs na CVM



Fonte: Adaptado de Nakama, Rufino (2022). Nota: Dados consolidados até setembro de 2020.

2.3.1. Gênese: necessidade de financiamento (1993-1996)

Embora instituídos em junho de 1993, o processo de criação dos FIIs se iniciou em novembro de 1991, por meio do Projeto de Lei nº 2.204 que foi articulado em conjunto com entidades do setor da construção civil. De acordo com Makyiama (1992, p. 49), o intuito era estruturar um novo sistema de financiamento que pudesse destinar até U\$3,6 bilhões dos fundos de pensão para a produção imobiliária por meio do mercado de capitais.

Após dois anos de tramitação, o parecer favorável do relator do projeto, Dep. José Reinaldo Tavares (1993, p. 04), da Comissão de Viação, Transportes, Desenvolvimento Urbano e Interior, considerou o Fundo de Investimento Imobiliário como:

[...] um importante mecanismo de captação de recursos que reativará a indústria da construção civil, enfrentando o déficit habitacional e colaborando para a superação da recessão e do desemprego e propiciando a geração de renda e impostos, dado os efeitos multiplicadores do investimento neste setor.

Segundo o Secovi (1991, p. 17), durante o período de análise do projeto de lei, formou-se uma comissão de estudos composta por 14 entidades de classe⁷⁴ que, em paralelo ao Congresso

⁷⁴ Segundo informe publicitário do Secovi-SP, publicado no jornal O Estado de S. Paulo - edição de 03 de dezembro de 1991 (pag. 17), as entidades de classe que compunham a comissão de estudos foram: Secovi-SP,

Nacional, analisou o texto do projeto e propôs 22 emendas a ele. O tom do parecer do relator foi o mesmo utilizado pelas entidades e se baseou na possibilidade de que os recursos provenientes dos investidores institucionais (fundos de pensão, seguradoras e bancos) pudessem integrar o circuito imobiliário de modo mais célere e conseqüentemente estimular a produção. A expectativa era de o instrumento reativar a indústria da construção, posto que o setor sofria com a recessão proveniente da crise econômica da década de 1980 e a escassez de recursos advindos do SFH, até então a principal fonte de financiamento habitacional do país.

Finalmente instituídos pela Lei nº 8.668 de 1993, coube à CVM disciplinar o funcionamento dos FIIs. Através das Instruções CVM 205 e CVM 206 de janeiro de 1994, a autarquia federal regulamentou a administração e constituição dos fundos imobiliários; e definiu as normas contábeis aplicáveis aos fundos imobiliários, respectivamente. Neste mesmo ano, o primeiro FII foi registrado pela Ricci Engenharia. A captação de recursos no mercado de capitais financiou a construção do edifício comercial *Memorial Office Building*⁷⁵ (FMOF11), localizado no bairro da Água Branca, em São Paulo e destinado integralmente para locação.

Em 1995, o primeiro fundo de desenvolvimento para venda foi registrado junto à CVM, o FII Panamby (PABY11). A breve caracterização desse fundo é importante, pois revela algumas características das dimensões de análise apontadas por Ferreira (2015, p. 07). Idealizado pela Brascan Imobiliária em conjunto com o banco Bradesco, a constituição do FII Panamby visava captar recursos para aquisição de um terreno e incorporação imobiliária na região do Morumbi, em São Paulo. Segundo Botelho (2005, p. 168), os recursos vieram majoritariamente de grandes investidores institucionais como os Fundos de Pensão da Previ, do Banco do Brasil; Petros, da Petrobrás; Valia, da antiga Vale do Rio Doce; CELPOS, da Companhia Elétrica de Pernambuco; e INFRAPREV, do Instituto Infraero de Seguridade Social; além do Bradesco Seguros.

Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (Abecip), Associação dos Dirigentes das Empresas da Indústria Imobiliária da Bahia (Ademi-BA), Associação das Empresas Distribuidoras de Valores (Adeval), Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid), Ademi-RJ, Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (Andima), Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC), Confederação Nacional das Instituições Financeiras (CNF), Federação Brasileira das Associações de Bancos (Febraban), Federação Internacional das Profissões Imobiliárias (Fiabci-Brasil), Sindicato da Indústria da Construção Civil no Estado do Rio de Janeiro (Sinduscon-RJ).

⁷⁵ Há uma confusão relacionada a data de abertura do fundo Memorial Office. Algumas fontes citam a criação do fundo em 1996. A pesquisa revelou que o pedido de registro da Ricci Engenharia (idealizadora) junto à CVM foi realizado em janeiro de 1994, sendo aprovado três meses depois. A constituição se deu em novembro de 1996, com o início da operação do FII.

Neste período, a maior parte dos fundos imobiliários possuíam apenas um imóvel, caracterizando-os como monoativos e de “tijolo”. Apesar do FII Panamby deter múltiplos imóveis (várias torres residenciais, por exemplo), ainda é possível considerá-lo “monoativo”, pois o risco está associado a incorporação em uma única localização. Além disso, aponta-se que os imóveis desenvolvidos no âmbito do FII Panamby – conforme é possível verificar na Figura 3 e Figura 5 – são de alto padrão (400m², 4 dormitórios, 5 vagas de garagem etc.), o que já aponta para um “desvio” de finalidade, uma vez que o instrumento seria utilizado para enfrentar o déficit habitacional.

Figura 3 - Anúncio de lançamento imobiliário do FII Panamby (2001)

Fonte: Acervo O Estado de S. Paulo: Ed. de 19 de maio de 2001, pag. 10

Figura 4 - Propaganda Panamby (1996)

Fonte: Acervo O Estado de S. Paulo: Ed. de 05 de maio de 1996, pag. 236

Figura 5 - Anúncio de investimento do FII Panamby (1995)

**UMA DAS REGIÕES MAIS BEM
COTADAS DE SÃO PAULO ESTÁ
SENDO DIVIDIDA EM COTAS.
ADQUIRA AS SUAS.**

Mapa elaborado a partir da localização em um mapa

**FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO PANAMBY.
PELA PRIMEIRA VEZ, A SEGURANÇA E A RENTABILIDADE DOS
IMÓVEIS COM A LIQUIDEZ DO MERCADO DE CAPITAIS.**

Os Fundos de Investimento Imobiliário são uma alternativa de investimento de grande sucesso em países desenvolvidos. Eles permitem que pequenos e médios investidores participem, através do Mercado de Capitais, de projetos imobiliários que normalmente seriam privilégio de grandes investidores. Agora, através do Projeto Panamby, iniciativa dos Bancos BRADESCO e BRASCAN, essa modalidade de investimento também está disponível para você.

Bem no coração de uma das regiões que mais crescem e se valorizam em São Paulo (*).

O Projeto Panamby é uma área de 715.000 m², às margens do Rio Pinheiros, entre as Pontes Morumbi e João Dias.

Uma oportunidade única de você ser dono de uma área nobre (*).

O Projeto Panamby prevê a implantação de condomínios residenciais de alto padrão e centro comercial - de conveniência, de serviços e de lazer.

Esse complexo estará envolvido por um Parque de 138.000 m², já doados à Cidade de São Paulo.

Toda essa área foi dividida em frações ideais representadas por cotas que serão comercializadas nas Bolsas de Valores de São Paulo e do Rio de Janeiro.

Através da aquisição de cotas, os investidores terão a oportunidade de participar da eventual valorização da área, e também em razão dos negócios que serão desenvolvidos no local.

Não deixe escapar essa oportunidade de investir com a segurança e a rentabilidade tradicionais do Mercado Imobiliário, aliadas à liquidez e mobilidade do Mercado de Capitais.

Faça como os mais representativos Fundos de Pensão do País. Adquiras suas cotas.

Valor de cada cota: R\$ 88,50.

Operação registrada na Comissão de Valores Mobiliários - CVM sob o nº SEP/GER/FII/95/004.

(*): Fonte: Avaliação Mercadológica - EMIRAES/INTEGRAL - 11.10.94

Para maiores informações, entre em contato com a Central de Atendimento.
Ligue 0800 12-2845 (Discagem Direta Gratuita), ou (011) 253-6511 / (021) 282-1328,
de segunda a sexta-feira, das 9h às 18h.



BRADESCO

A captação de recursos via Fundos de Pensão revela a dimensão acerca da origem do capital gerido. A estrutura dos FIIs os incentivou a adquirir cotas uma vez que eles se beneficiavam de três formas: (i) contornavam-se as restrições legais que impediam que os fundos previdenciários detivessem mais de 20% do seu portfólio em imóveis; (ii) permitia a gestão mais flexível dos imóveis sem fragmentar a sua propriedade; e (iii) reduzia a carga tributária sobre o patrimônio dos fundos (BOTELHO, 2005, p. 159; FIX, 2011, p. 125; FRANCO, 2019, p. 20-21).

À vista disso, em novembro de 1996 a Resolução nº 2.324 do Banco Central do Brasil (BACEN) alterou as normas que regulamentam as aplicações de recursos pelas EFPCs. No caso, a participação dos fundos de pensão em FIIs foi limitada a 10% do seu patrimônio total; e a 15% para imóveis de uso próprio, imóveis comerciais e terrenos. Segundo Botelho (2005, p. 159), tal resolução forçou o desinvestimento dos fundos de previdência em ativos imobiliários que, dessa maneira, reduziram o financiamento ao setor.

Apesar da rápida constituição do primeiro FII, poucos fundos foram lançados nos primeiros anos após a legislação entrar em vigor. As principais razões que justificam o baixo crescimento se respaldam no cenário macroeconômico da década de 1990. Sanfelici & Halbert (2018, p. 08) apontam que o parco desenvolvimento desse mercado ocorreu devido à alta taxa de juro que manteve o capital privado aplicado em títulos públicos, pois estes asseguravam altos rendimentos associados a um baixo risco. Também cabe contextualizar que nesta época o governo implementava a estabilidade monetária a partir do Plano Real; logo, a alta taxa de juro inibia a migração de capital para os FIIs para, prioritariamente, combater a hiperinflação herdada da ditadura militar.

Observa-se que a Resolução BACEN nº 2.324/1996 “encerrou” o protagonismo que os fundos de pensão poderiam vir a exercer no financiamento da produção imobiliária neste período, reduzindo a relevância dos FIIs como veículo de financiamento do desenvolvimento imobiliário. O tímido crescimento dos FIIs na primeira fase, que frustrou as expectativas iniciais do setor, contribuiu para o que se considera um marco na segunda fase, a criação do SFI e a outras mudanças institucionais importantes. Esse novo sistema criou instrumentos financeiros inovadores, como os CRIs.

2.3.2. Desvios: superação das dificuldades iniciais (1997-2003)

Conforme descrito na fase anterior, nota-se que a estrutura do FII foi inicialmente desenhada de forma muito aderente à participação de investidores institucionais, principalmente dos

Fundos de Pensão – a sua principal fonte de recursos até então. Contudo, devido à insegurança jurídica provocada pela resolução do BACEN, o financiamento do setor imobiliário por meio dos FIIs perdeu atratividade, se arrefecendo.

Soma-se a essa questão a alteração da legislação tributária federal pela Lei nº 9.532 de 1997, a qual estabeleceu condições que dificultavam a isenção de impostos sobre os FIIs. No caso, passou-se a exigir a participação de ao menos 25 quotistas em cada fundo e o limite máximo de 5% de participação por quotista. De acordo com o Secovi-SP (1998, p. 13), tais restrições, que representavam um forte obstáculo ao desenvolvimento dos FIIs, tinham como finalidade restringir a possibilidade de utilização dos fundos como um instrumento de postergação fiscal. Segundo o sindicato, a sugestão apresentada pelo mercado imobiliário a fim de contornar a situação foi a obrigatoriedade de distribuição, a cada exercício fiscal, de 95% da renda do FII.

Ainda que a indústria estivesse estagnada, a expressiva maioria dos quotistas dos FIIs continuaram sendo os grandes investidores institucionais (os Fundos de Pensão, por exemplo, não desmobilizaram seus investimentos abruptamente). Por outro lado, os altos custos de entrada e a falta de liquidez dos ativos foram fatores que, a princípio, mantiveram o investidor de varejo longe dessa modalidade de investimento. Além disso, por serem fundos fechados, a impossibilidade de resgate das cotas obrigava o pequeno investidor a tentar vendê-las em um mercado secundário pouco líquido e longe de estar consolidado. Por estas razões, as últimas mudanças regulatórias citadas acabaram por delongar o amadurecimento da indústria de FIIs.

Paralelamente, em novembro de 1997, a Lei nº 9.514 instituiu o SFI, a alienação fiduciária e deu outras providências. Segundo o texto da lei, a criação do referido sistema visou, sobretudo, “promover o financiamento imobiliário em geral”. Neste momento, o exame um pouco mais exaustivo sobre o novo sistema se justifica porque o seu desenvolvimento também contribuiu com o crescimento do mercado de FIIs, aprofundado no próximo período.

Segundo Royer (2009, p. 14–15), a criação do SFI buscava captar recursos via mercado de capitais, sendo inspirado no modelo norte-americano de financiamento. Contudo, a sua criação não extinguiu o SFH, até então o principal modelo vigente baseado no fundo público⁷⁶, mas limitado ao financiamento habitacional. Ainda de acordo com a autora, a implementação do

⁷⁶ Os recursos do Sistema Financeiro Habitacional são provenientes do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), instituído pela Lei nº 5.107 de 1966, e do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), estabelecido pela Lei nº 4.380 de 1964.

SFI também objetivou promover um novo ambiente de negócios imobiliários menos restrito, mais seguro e líquido.

Sobre o “ambiente de negócios”, a alienação fiduciária – que transfere o domínio do imóvel para o comprador após a liquidação da dívida – adequou o arcabouço jurídico existente de modo a promover maior celeridade dos processos de execução judicial (até então morosos) e proporcionar um ambiente institucional seguro que sustentasse garantias reais ao investidor no caso de inadimplência do devedor (ROYER, 2009, p. 115). Em outras palavras, o domínio do imóvel é do credor até o mutuário, que detém a posse do bem, honrar todos os seus compromissos financeiros. No caso de descumprimento, o credor pode alienar o bem com maior rapidez a fim de reaver o capital emprestado.

Ao Certificado de Recebíveis Imobiliários, instrumento de securitização criado pela mesma lei que instituiu o SFI e a alienação fiduciária, coube fazer a ponte entre os setores financeiro e imobiliário. O CRI, conforme o art. 6º da lei que o instituiu, é definido como um “título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro”. Apesar de outras dinâmicas que o SFI traz a ambos os setores citados, o objetivo deste trabalho não é exaurir o tema já amplamente debatido⁷⁷, mas introduzir os seus principais aspectos.

Retomando-se os FIIs, em janeiro de 1999, a Medida Provisória nº 1.788, estabelecida no ano anterior, é convertida na Lei nº 9.779 que alterou a legislação do imposto sobre a renda, relativo à tributação dos FIIs; bem como revogou o artigo da Lei nº 9.532/1997 que havia criado empecilhos no desenvolvimento do mercado de fundos imobiliários. A partir de então e em aderência com a proposta do mercado (vide a declaração do Secovi-SP), os fundos passam a ser obrigados a distribuir ao menos 95% do lucro auferido a cada balanço semestral, tendo o imposto retido diretamente na fonte.

Com efeito, neste mesmo ano, Botelho (2005, p. 154) cita que os novos FIIs lançados no mercado buscaram diminuir a dependência do setor dos investidores institucionais, emitindo assim cotas com valores mais baixos que passaram a atrair pequenos e médios investidores.

⁷⁷ Cf. Royer (2009).

Dentre eles, destaca-se o Shopping Pátio Higienópolis⁷⁸ (SHPH) que, considerado um sucesso pelo mercado, contribuiu para dar um novo fôlego à indústria de fundos imobiliários.

Na virada do século, por deliberação do Conselho Monetário Nacional (CMN), o BACEN aprovou a Resolução n.º 2.829/2001 que estabeleceu novas diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos de EFPCs. Assim, os fundos de previdência passam a ter uma maior abertura, podendo investir até 25% de seu patrimônio líquido em um mesmo FII.

Em 2002, destaca-se a constituição do FII Europar (EURO) que trouxe algumas inovações para a época. No caso, foi o primeiro fundo voltado ao varejo a ter as cotas negociadas na BOVESPA, além de ser composto por seis galpões logísticos distribuídos nos estados de São Paulo e Rio de Janeiro, configurando-se como um fundo multiativo. Esses dois aspectos, até então incomuns no período, demonstram um germe de transição, uma vez que até então os FIIs eram negociados exclusivamente no mercado de balcão (BOTELHO, 2005, p. 162–163) e predominantemente monoativos (principalmente no segmento de shopping, corporativo e, em menor destaque, residencial⁷⁹). Em declaração para o jornal O Estado de São Paulo, Raymundo Magliano Filho, presidente da BOVESPA no período, diz:

A Bolsa de Valores de São Paulo recebe com satisfação, o registro do primeiro Fundo Imobiliário destinado a investidores pessoa física e dará todo o apoio às sociedades corretoras que desejarem atuar nesse mercado. Temos certeza que o ambiente regulado, a justa formação de preços e a ampla difusão de informações que a BOVESPA proporciona, contribuirão para o desenvolvimento dos Fundos Imobiliários, gerando a liquidez que estas operações necessitam.⁸⁰

Na esteira desse movimento, em 2003, a Comissão de Valores Mobiliários aprovou duas instruções, a CVM 389 e CVM 400, que facilitaram a negociação de cotas em mercado diverso e dispôs sobre as ofertas públicas de valores mobiliários em mercados primários e secundários, respectivamente. Na prática, as medidas promoveram condições mais líquidas de mercado aos FIIs, bem como os tornaram mais transparentes em um novo ambiente de negócios. Destaca-se, nesse sentido, o trabalho ativo por parte do mercado e dos órgãos reguladores na viabilização

⁷⁸ Na oferta inicial do FII Shopping Pátio Higienópolis as cotas foram vendidas a R\$10 mil.

⁷⁹ Segundo Botelho (2005, p. 156), “[...] durante novembro de 2002, apenas 16 fundos imobiliários criados tinham como o objetivo o mercado residencial de cerca de 60 atuantes no país [...]”.

⁸⁰ Trecho da seção “Suplemento de Fundo Imobiliário” do jornal O Estado de S. Paulo, edição de 03 de junho de 2002, p. 59.

de condições mais adequadas ao desenvolvimento do mercado de capitais como um todo. Medida que, em grande parte, é essencial ao próprio processo de financeirização.

A despeito do cenário macroeconômico desse período, a política monetária reduziu os níveis inflacionários e trouxe certa estabilidade. Contudo, mesmo neste cenário benigno, as taxas de juros ainda eram consideradas altas, o que inibia o desenvolvimento do mercado de títulos mobiliários em geral, tanto o de FIIs quanto do SFI.

A análise desse período demonstra os diversos percalços que a indústria de FIIs passou. Contudo, observam-se transformações incipientes importantes, como a tentativa de redução da exposição dos fundos aos investidores institucionais, o surgimento de fundos multiativos e a entrada de FIIs na Bolsa de Valores. A despeito dos avanços notados a partir de 1999, o saldo do período é de um mercado pouco desenvolvido e institucionalmente irregular.

2.3.3. Desenvolvimento: dilatação da base de investimentos (2004-2008)

Embora curta, a terceira fase foi uma das mais significativas para o desenvolvimento dos FIIs. Além disso, o período descrito também é um momento de aquecimento do setor imobiliário, dado pela intensificação da abertura de capital (IPOs) de empresas construtoras e incorporadoras na Bolsa de Valores (FIX, 2011, p. 148; RUFINO, 2016, p. 227; SANFELICI, 2016, p. 19; SHIMBO, 2010, p. 124).

O ano de 2004 foi institucionalmente dinâmico para o mercado imobiliário em geral devido à aprovação de leis e instruções normativas que aumentaram a confiança dos investidores. Houve, por exemplo, o incremento na transparência dos fundos de investimento e ampliação da base de títulos mobiliários existentes. A Lei nº 10.931/2004 dispôs sobre o patrimônio de afetação e criou outros títulos de crédito, como a Letra de Crédito Imobiliário (LCI), Cédula de Crédito Imobiliário (CCI) e Cédula de Crédito Bancário (CCB). Conforme a própria lei determina, a incorporação submetida ao regime de afetação passa a ter o terreno, o objeto de incorporação imobiliária, os bens e os direitos a ela vinculados apartados do patrimônio do incorporador, constituindo assim um patrimônio de afetação que não se comunica com o patrimônio geral do incorporador e é destinado exclusivamente à consecução do empreendimento. De acordo com Royer (2009, p. 118), a consolidação da lei não só deu maior segurança aos investidores como também facilitou a venda de carteiras e transferência de ativos para securitizadoras.

Ademais, a fim de estimular o mercado de títulos de crédito ampliado pela legislação supracitada, a Lei nº 11.033 de dezembro de 2004 altera novamente a tributação do mercado financeiro e torna isento para a pessoa física o imposto de renda sobre a remuneração gerada por LHs, CRIs e LCIs. Tal benefício, contudo, não foi estendido aos rendimentos distribuídos pelos FIIs, fato criticado pelo mercado e posteriormente arranjado pela Lei nº 11.196 de 2005 que também passou a isentá-los⁸¹ desde que os fundos possuíssem mais de 50 quotistas e suas cotas fossem negociadas na Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado.

Entre 2006 e 2007, Shimbo (2010, p. 124) cita um grande volume de IPOs de construtoras e incorporadoras na Bolsa de Valores. Segundo a autora, de todas as empresas do segmento de “construção civil” listadas no período, 80% delas abriram o seu capital neste período. Por essa perspectiva, observa-se que o aquecimento do setor imobiliário, motivado pela onda de aberturas de capitais, pode ter ofuscado a reestruturação normativa que os FIIs passaram nos anos seguintes.

Em 2007, a Instrução CVM 450 alterou a Instrução CVM 409/2004 e aumentou o limite de investimento para FIs em renda fixa ou multimercados de 10% para 20% do seu patrimônio líquido. Ademais, a ICVM 472⁸² de 2008 se torna um grande marco para a indústria de fundos imobiliários, pois atualiza a legislação existente e passa a permitir investimentos em títulos creditícios, como CRIs, LHs, LCIs e cotas de outros FIIs. Embora o foco das atenções estivesse na capitalização das construtoras e incorporadoras no período, aponta-se para a possível sinergia que esta dinâmica promove, uma vez que o crescimento do setor da construção cria oportunidades e condições para o próprio desenvolvimento da indústria de fundos imobiliários.

A dilatação da base de investimentos dos FIIs os diversificou e permitiu que um maior fluxo de capital pudesse integrar o instrumento. Dessa forma, surgiram os chamados fundos de “papel” e os Fundos de Fundos (*Fund of Funds*, FoFs). Segundo Franco (2019, p. 26), a entrada dos ativos de papéis foi um dos fatores que, alinhado com a queda de taxa de juros, elevou a proliferação dos fundos imobiliários no Brasil. Além disso, os FIIs também passaram a beneficiar indiretamente as construtoras e incorporadoras ao se tornar um veículo capaz de absorver parte dos títulos securitizados cujo lastro está justamente em sua produção.

⁸¹ Segundo a Lei nº 11.196/2005, o benefício não é concedido para a pessoa física se esta possuir mais de 10% da totalidade de cotas ou receber mais de 10% dos rendimentos distribuídos pelo fundo.

⁸² Ademais, acrescenta o Anexo III B na Instrução CVM 400/2003 e passa a elencar as informações necessárias nos prospectos de ofertas de cotas. Posteriormente o anexo é revogada pela Instrução CVM 571 de 2015.

Assim, há no período um duplo movimento: de restauração das condições de participação dos investidores institucionais (novas tipologias de FIIs e dupla isenção tributária para fundos de “papel”) e novos estímulos para o investidor pessoa física adentrar no mercado por meio da Bolsa de Valores (via isenção tributária e queda da taxa de juros). Ademais, observa-se uma ampliação de produtos financeiros de base imobiliária que passam a se comunicar com os FIIs, o que também auxiliou o desenvolvimento do SFI. Os principais resultados dessa fase são um considerável crescimento na quantidade de fundos imobiliários constituídos e a diversificação no modo de atuação desses fundos.

No cenário internacional, destaca-se a crise financeira que se delineia a partir do estouro da bolha imobiliária estadunidense – conhecida como crise do *subprime* –, em meados de 2007. Rapidamente, a crise se espalhou e em 2008 já era considerada um evento sistêmico, contagiando tanto países centrais e periféricos. Apesar da ampla literatura que aborda o tema⁸³, atentar-se-á especificamente às consequências da crise no Brasil e como a adoção de determinadas políticas anticíclicas afetaram direta e indiretamente o mercado imobiliário e de FIIs. A questão será desenvolvida de modo mais conveniente no último período elencado.

2.3.4. Consolidação: amadurecimento e crescimento da indústria de FIIs (2009-2020⁸⁴)

A quarta fase ilustra uma conjuntura econômica e institucional que favoreceu o amadurecimento da indústria de FIIs. Além do foco no desenvolvimento do instrumento, procurar-se-á agregar as variações da taxa básica de juros à análise do intervalo de tempo definido. Esta maior atenção ocorre porque as condições macroeconômicas são, segundo Franco (2019, p. 26), um importante referencial para compreender a flutuação da quantidade de fundos imobiliários constituídos. Além disso, admite-se que as principais bases regulatórias já foram, em sua maior parte, estabelecidas.

Entre 2009 e 2011, algumas poucas regras mudam; a Lei nº 12.024/2009, por exemplo, deu nova redação ao texto da lei original (n.º 8.668/1993) que trata sobre impostos, e ficou em conformidade com as isenções anteriormente instituídas⁸⁵. A ICVM 516, de dezembro de 2011,

⁸³ Cf. SINGER, Paul. O pano de fundo da crise financeira. **Revista USP**, São Paulo, n. 85, 2010.

⁸⁴ A análise até o ano de 2020 não implica, necessariamente, no fim do quarto período proposto.

⁸⁵ Cf. Lei nº 11.196 de 2005

estabeleceu, sem alardes, novos critérios a fim de tornar as demonstrações financeiras dos fundos imobiliários mais transparentes.

Neste cenário, as reverberações da crise financeira mundial levaram o governo a adotar novas políticas monetárias e fiscais, de modo a preservar a atividade econômica. Segundo Almeida (2011, p. 332), a resposta à crise internacional se deu pela manutenção do gasto público, níveis de investimento e ampliação do crédito, que conseguiu minimizar a retração do PIB em 2009. No setor imobiliário, o manutenção do crédito para o setor habitacional e a criação do programa “Minha Casa, Minha Vida” foram imperativos para amortecer a queda de desempenho na construção civil (ALMEIDA, 2011, p. 331–332).

Outra medida anticíclica importante, mas que chegou com certo atraso, foi a redução da taxa Selic de 13,75% para 8,75% a.a. no primeiro semestre de 2009 (ALMEIDA, 2011, p. 330). O novo patamar dos juros, no entanto, foi fundamental para impulsionar o desenvolvimento da indústria de FIIs. Em tese, este movimento ocorre porque há uma correlação inversa entre a taxa básica de juros e a rentabilidade dos fundos imobiliários. Ou seja, quando a taxa Selic cai, os títulos de renda fixa tendem a perder atratividade, abrindo-se uma via para a migração de capital a outras modalidades de investimento que oferecem retornos maiores. Contudo, um maior retorno representa, inevitavelmente, um maior risco. Nesse sentido, as possíveis razões pelas quais os FIIs se tornam mais atrativos para o investidor que deixa a renda fixa é a distribuição recorrente de rendimentos, que se assemelha a um “aluguel”, e principalmente o seu lastro imobiliário que, de certa forma, parece garantir uma maior estabilidade ao papel.

A partir desse momento, grandes fundos passam a ser estruturados como o Kinea Renda Imobiliária (KNRI) e CSHG Logística (HGLG), cujo patrimônio líquido ultrapassa os R\$3,7 bilhões e R\$1,6 bilhões⁸⁶, respectivamente. Ambos foram constituídos em meados de 2010 e marcam a intensificação da participação de grandes grupos econômicos no setor, como o Itaú Unibanco (por meio da Kinea, seu braço de investimento) e a Credit Suisse Hedging-Griffo.

Outro FII bastante relevante para o período foi o BB Progressivo II (BBPO), lançado em novembro de 2012 e administrado pela Votorantim Asset Management (VAM), pertencente ao Banco Votorantim. O referido FII visou a aquisição de imóveis do Banco do Brasil com objetivo de alugá-los ao próprio banco pelo período de 10 anos. Na época, a sua abertura foi bastante

⁸⁶ Referência de valores de agosto de 2020.

relevante, pois conseguiu mobilizar uma grande base de investidores de varejo e arrecadou aproximadamente R\$1,6 bilhões, uma das maiores emissões até então.

No mesmo ano, a BM&FBOVESPA⁸⁷ criou o IFIX e passou a medir o desempenho médio das cotas negociadas na Bolsa de Valores. Entre 2013 e 2015, durante a crise político-econômica brasileira, é possível verificar (ver Gráfico 8) que o desempenho dos FIIs se lateralizou, enquanto a taxa de juros voltou a se estabelecer em patamares elevados, motivada principalmente pela alta inflacionária. Segundo os dados do Comitê de Política Monetária (COPOM), entre abril de 2013 até abril de 2014, a Selic subiu de 7,25% para 11%; e em julho de 2015, a taxa alcançou o pico de 14,25%, o maior percentual desde agosto de 2006.

Gráfico 8 - Taxa Selic x IFIX



Fonte: Adaptado de Suno Research.

Em 2015, a Lei nº 13.240 que dispõe sobre a transferência de imóveis da União para a constituição de fundos para administração ou alienação de bens foi sancionada. Em consequente, também se aprova a ICVM 571/2015⁸⁸ que atualiza a ICVM 472/2008 e amplia os critérios de transparência dos FIIs. Ambas as regras, no entanto, não afetam no curto prazo a evolução dos fundos imobiliários. Ainda incipiente, pode-se dizer que a Lei que cria os FIIs públicos coloca como horizonte, inclusive de práticas internacionais e de adoção do discurso de austeridade fiscal, a extensão da financeirização para ativos públicos⁸⁹.

⁸⁷ Em 2008, a Bolsa de Valores de São Paulo se fundiu com a Bolsa de Mercadorias e Futuros, criando a BM&FBOVESPA.

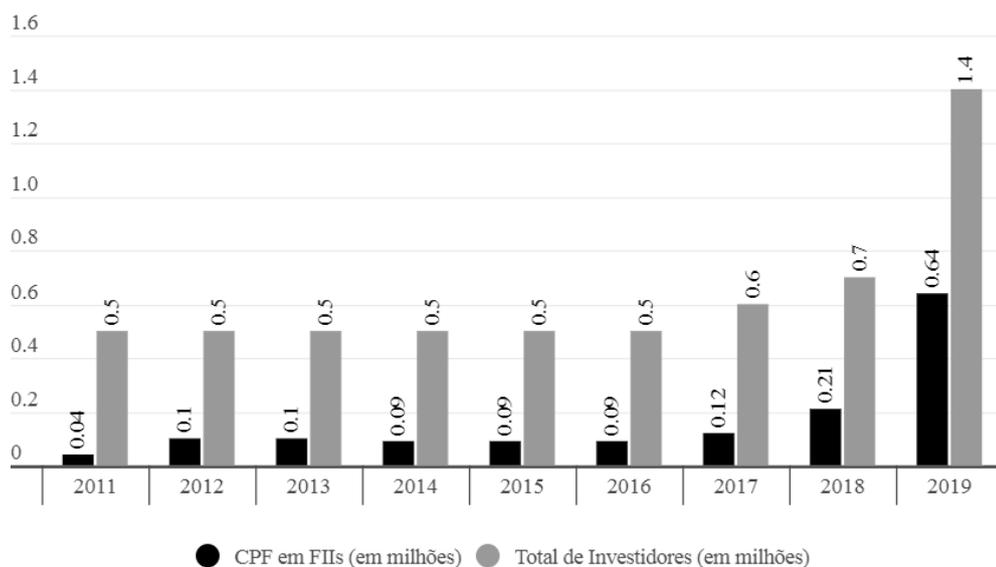
⁸⁸ Revoga o Anexo B instituído pela Instrução CVM 472 na Instrução CVM 400.

⁸⁹ Cf. Adisson, A.; Halbert, L. State financialization: Permanent austerity, financialized real estate and the politics of public assets in Italy. **Economic and Society**, 2022.

A partir de 2016, o desempenho do setor demonstra uma retomada acelerada. Apesar de a taxa de juros ter efetivamente começado a cair em outubro desse ano, a precificação das cotas pelo mercado já refletia a expectativa de valorização futura dos ativos. Além disso, em 2018, o BACEN aprovou a Resolução nº 4.661 permitindo que EFPCs possam aplicar até 20% (ante os 8% anteriores) de seus recursos garantidores no segmento imobiliário através de FIIs, CRIs e/ou CCIIs – abrindo-se novas fontes de recursos institucionais. No longo prazo, a resolução deve direcionar abundantes recursos aos FIIs.

Acompanhado pela contínua queda da taxa de juros, o ano de 2019 marca a entrada recorde de investidores pessoa física no mercado de capitais. Um estudo da B3⁹⁰ demonstra que somente entre os anos de 2018 e 2019 houve um aumento de 305% no número CPFs que investem em fundos imobiliários, um incremento de cerca de 230 mil investidores. Conforme é possível verificar no gráfico a seguir, o crescimento da base de investidores é, na verdade, um movimento mais amplo que acompanhou a entrada de pessoas físicas no mercado de capitais em geral. Observa-se que, em relação ao ano anterior, o número de investidores chegou a dobrar em 2019, alcançando 1.4 milhões de CPFs. Em 2020, o número de investidores em FIIs ultrapassou 1 milhão, e beirou 1,5 milhões no ano seguinte.

Gráfico 9 - Evolução de CPFs posicionados em FIIs e na Bolsa de Valores (2011-2019)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da B3.

⁹⁰ Em 2017, a BM&FBOVESPA se fundiu com a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP), criando o Brasil, Bolsa, Balcão (B3).

Em 2020, a B3 anunciou mudanças na metodologia do IFIX, principalmente em relação a alguns critérios de seleção de cotas que compõe o índice. Concomitantemente, algumas casas de análise do mercado financeiro passaram a adotar os seus próprios índices de FIIs. A justificativa é de que os fundos de “papel” e “tijolos” possuem dinâmicas diferentes e, por isso, devem ser acompanhados em índices separados.

Em suma, constata-se no período ao menos quatro aspectos bastante relevantes para a indústria de FIIs, sendo eles: (i) o crescimento conduzido pela queda da taxa básica de juros; (ii) uma base regulatória e ambiente institucional mais consistente; (iii) a constituição de grandes fundos imobiliários que também passaram a ser mais diversificados; (iv) a tendência no aumento de investidores pessoa física no mercado de capitais e, conseqüentemente, o crescimento de liquidez e a consolidação do mercado secundário (NAKAMA, 2021, p. 203).

Soma-se às condições supracitadas o processo global de digitalização da sociedade que “extrapola o âmbito estritamente econômico” (ZACKIEWICZ, 2015, p. 335). A digitalização não só reforça a hipermobilidade do capital (WARF, 2017, p. 398), como também permite que a população em geral invista de forma autônoma, através de grandes plataformas financeiras, em ativos de maior risco. Em especial, essa dinâmica reforça o último aspecto anteriormente observado, da expansão de investidores de varejo no mercado financeiro.

Retomando o histórico sobre a composição dos portfólios dos fundos imobiliários nos períodos elencados, a constituição de um FII visava, no início, o desenvolvimento de um único empreendimento (predominantemente corporativo e poucos residenciais), caracterizando-o como monoativo. Durante o segundo período, observa-se a diversificação de segmentos (shoppings e logístico) e o germe de fundos que viriam a ser chamados de “multiativos”. No período seguinte, a ICVM 472/2008 abre espaço para a criação de novas “tipologias” de fundos, como os de “papel”, híbridos e os fundos de fundos. Por fim, no último período, verifica-se o surgimento de grandes FIIs que tendem a ser mais diversificados, tanto em ativos quanto em segmentos de atuação (multitemáticos).

Apesar de o instrumento ter sido essencialmente desenhado para absorver recursos dos fundos de pensão e destiná-los à produção imobiliária, este cenário se altera com as mudanças regulatórias instituídas no final do primeiro período. A partir de então, em um segundo momento, os FIIs buscaram reduzir a dependência dos investidores institucionais, abrindo espaço para pequenos e médios investidores na Bolsa de Valores. Na terceira fase, algumas

tendências que surgem no final do período anterior ganham um novo impulso com a isenção de imposto de renda sobre a distribuição de rendimentos dos FIIs e a ampliação da base de investimentos. Por ora, a última fase demonstra o crescimento e amadurecimento da indústria guiado, principalmente, pela queda da taxa básica de juros e pela participação de grandes grupos econômicos.

2.4. A formação do complexo financeiro-imobiliário: atuação e organização dos agentes na promoção da indústria de FIIs

Alicerçado nas dimensões de análise retratadas durante a periodização, busca-se examinar a conformação do “complexo financeiro-imobiliário” (NAKAMA, RUFINO, 2022) em torno da indústria de FIIs. Através do modelo triádico de análise (Estado, finanças e imobiliário), identificam-se os principais agentes que compõem o referido complexo, bem como as suas formas de articulação e atuação na mudança da matriz institucional e desenvolvimento do mercado de fundos imobiliários.

É de interesse abordar a relação entre as instituições públicas, representadas por órgãos de Estado (agências reguladoras, bancos públicos etc.) e as organizações privadas, retratadas por empresas – que podem ou não compor Grandes Grupos Econômicos (no contexto estudado: construtoras, incorporadoras, bancos privados e financeiras) –, pois são uma forma bastante relevante que “tornou-se, em termos concretos, a principal forma institucional na qual se deu a concentração e centralização na economia brasileira” (ROCHA, 2013, p. 01).

O Grupo Econômico pode ser definido como “uma estrutura empresarial de grande porte e diversificada, formada geralmente por uma empresa *holding* que constitui seu núcleo” (ROCHA, 2013, p. 04). Essa definição é plenamente observável no universo dos FIIs uma vez que, dos cinco fundos com maior participação no IFIX, três são geridos pela Kinea Investimentos, empresa pertencente ao Itaú Unibanco que, por sua vez, é controlada pela *holding* Itaúsa SA. As demais estão sob tutela da Votorantim Asset Management, do Banco Votorantim e controlado pelo Grupo Votorantim e Banco do Brasil, e Hedge Investments que possui estreitas relações com o Credit Suisse Hedging-Griffo.

Tal forma de estrutura empresarial é interpretada por Rocha (2013, p. 03) – a partir do artigo de Nathaniel Leff ⁹¹ sobre a estruturação dos Grupos Econômicos em países em desenvolvimento – como um meio da empresa crescer em um contexto político-econômico de maior insegurança aos investimentos, como é comumente o caso das economias localizadas na periferia do capitalismo. A premissa é a de diversificar atividades através de diferentes figuras jurídicas associadas (*holdings, joint ventures, M&A's*), a fim de promover uma maior vantagem econômica e reduzir os riscos inerentes aos investimentos no Sul Global.

Sobre o Estado, a pesquisa procura se distanciar de parte da concepção liberal moderna que o pensa como um ente mediador e conciliador formado no bojo dos interesses sociais sendo, na realidade, uma instituição essencial na manutenção das relações de propriedade (SWEEZY, 1976, p. 271). Composto por uma estrutura de instituições (públicas), o Estado *aparece* como a expressão geral dos anseios de toda a sociedade quando, na verdade, *representa* interesses particulares das classes dominantes (CHAUÍ, 2008, p. 66).

Na sequência, a noção de complexo é mobilizada para compreender a atuação e articulação entre diversos setores econômicos na complexificação e flexibilização dos FIIs ao longo do tempo. Ademais, explora-se a noção de “complexo” como forma de analisar um quadro intercapitalista específico, do desenvolvimento da indústria de fundos imobiliários. Para tal, alguns eventos que ilustram tal aproximação também serão narrados.

2.4.1. A noção de “complexo” nos estudos urbanos contemporâneos

Concebido por Aalbers (2015) a partir da perspectiva do Norte Global, o conceito de “complexo imobiliário-financeiro”⁹² (*Real Estate/ Financial complex*) faz alusão ao “complexo militar-industrial” (*military-industrial complex*) que se refere ao íntimo relacionamento político entre as forças armadas e a indústria norte-americana. A última expressão se popularizou a partir do

⁹¹ Cf. LEFF, N.H. *Industrial Organization and Entrepreneurship in the Developing Countries: The Economic Groups. Economic Development and Cultural Change*, v. 26, n. 4, 1978, p. 661-675.

⁹² Segundo Aalbers (2015), o complexo imobiliário-financeiro é organizado em torno de sete proposições: (i) o Real Estate e as finanças se desenvolveram às custas de outros setores econômicos; (ii) o Real Estate e finanças são cada vez mais interdependentes; (iii) a formação do complexo imobiliário-financeiro segue caminhos diferentes em cada país; (iv) os Estados habilitaram e aprimoraram o desenvolvimento do Real Estate, das finanças e sua interdependência; (v) a organização do complexo imobiliário-financeiro ocorre não apenas no nível nacional mas também no urbano e (vi) global; (vii) a reestruturação dos Estados, Real Estate e finanças representam um “*great shift risk*” no qual *households* ficam cada vez mais dependentes das finanças no longo prazo.

discurso de despedida do ex-presidente Eisenhower, em 1961, que procurou alertar para as possíveis consequências dessa aproximação nos EUA:

Agora, essa conjunção de um imenso estabelecimento militar e uma grande indústria de armas é nova na experiência americana. A influência total - econômica, política e até espiritual - é sentida em cada cidade, cada casa do Estado, cada escritório do governo federal. Reconhecemos a necessidade imperiosa desse desenvolvimento. No entanto, não devemos deixar de compreender suas graves implicações. [...] Nos conselhos de governo, devemos nos proteger contra a aquisição de influência indevida, quer procurada ou não, pelo complexo militar-industrial. O potencial para o aumento desastroso de poder mal colocado existe e vai persistir⁹³ (EISENHOWER, 1961, tradução nossa).

A analogia feita por Aalbers entre os dois complexos, com foco em três setores centrais remete, naturalmente, ao conceito de “triângulo de ferro”, um modelo analítico tradicional que foi muito associado ao complexo militar-industrial por diversos estudos no campo da ciência política. Tal concepção destaca a interação entre agentes públicos e privados (políticos, burocratas e grupos de interesse) na formulação de políticas públicas. Atualmente, a associação em triângulo traz consigo alguns questionamentos, pois, ao enfatizar tal forma de relação, desconsidera a atuação de outros grupos de interesse mais difusos ou de novos participantes, potencializando o papel dos agentes centrais e desprezando uma possível diversificação e complexificação desses vínculos (FARIA, 2003, p. 21; CAPELLA; BRASIL, 2015, p. 60-61).

Aqui, a noção de “complexo” visa auxiliar a retratar o vínculo formado pelo Estado, finanças e o imobiliário. De acordo com Ferrara, Rufino & Shimbo (2018, p. 88), tal concepção traz consigo uma certa potência, pois não só reforça a ideia de interdependência entre os três setores citados como também abarca a sua própria promoção, “tanto do ponto de vista técnico, quanto político e econômico” (FERRARA; RUFINO; SHIMBO, 2018, p. 88). No contexto brasileiro, autores como Gitahy & Pereira (2002 apud FERRARA; RUFINO; SHIMBO, 2018, p. 88) já pensavam setorialmente em um “complexo industrial da construção” quando a habitação social

⁹³ Em inglês: “Now, this conjunction of an immense military establishment and a large arms industry is new in the American experience. The total influence – economic, political, even spiritual – is felt in every city, every State house, every office of the Federal government. We recognize the imperative need for this development. Yet we must not fail to comprehend its grave implications. [...] In the councils of government, we must guard against the acquisition of unwarranted influence, whether sought or unsought, by the military-industrial complex. The potential for the disastrous rise of misplaced power exists and will persist.”

virou um nicho de mercado nos anos 1930. Os autores se inspiraram na formação anterior do “complexo cafeeiro” (BEIGUELMAN, 1977; MARTINS, 2013) para designar tal expressão.

De modo geral, pode-se dizer que a utilização da noção de complexo nos estudos brasileiros não só permitiu compreender importantes processos de transformações (econômicas, territoriais, sociais e institucionais) como também possibilitou interpretar as dinâmicas de transferência de capitais conduzida pelos setores dominantes e suas reverberações sobre a produção do espaço (NAKAMA, RUFINO, 2022).

Embora o “complexo imobiliário-financeiro” (AALBERS, 2015b) tenha ganhado destaque na literatura recente, propõe-se, para o caso dos FIIs, uma inversão que explicita a subordinação do imobiliário ao financeiro, designando-o como um “complexo financeiro-imobiliário” (NAKAMA, RUFINO, 2022). Isso porque verificou-se o paulatino domínio das instituições financeiras nacionais, em articulação com o capital internacional, que sujeitaram os interesses do setor imobiliário aos financeiros, uma vez que estes últimos traçaram percursos diferentes de financeirização (NAKAMA, RUFINO, 2022).

Contextualizada a noção de “complexo”, a subseção a seguir discutirá a formação e atuação do “complexo financeiro-imobiliário” em torno da indústria de FIIs. O exame sobre as interações entre os três setores (público, financeiro e imobiliário) é, sem dúvida, de fundamental importância para compreender como se instituem os instrumentos financeiros de base imobiliária ou até mesmo como esses mercados se formam. Outrossim, é importante ter em mente que a atuação de um setor é, na verdade, fruto da dinâmica de vários agentes e que a consolidação de novos grupos de interesse não deve ser desprezada. Ademais, um eventual foco mais individualizado sobre uma classe específica de agentes pode ser necessário, se não, crucial para o melhor entendimento dessas dinâmicas.

2.4.2. Formação e atuação do complexo financeiro-imobiliário na modernização e flexibilização dos FIIs

Observou-se durante a periodização que cada fase retratada pavimentou o desenvolvimento da indústria de FIIs, com alterações de determinados aspectos regulatórios que (des)entravaram, direta ou indiretamente, a sua evolução. A própria criação do instrumento, dado a política que visava a superação da recessão da década de 1980 e início dos anos 1990 pode ser fundamentada nas “mudanças econômicas [que] tendem a reproduzir algumas das estruturas que tiveram origem nos países mais desenvolvidos” (ROCHA, 2013, p. 09).

Nesse sentido, a inspiração do FII pelo REIT não é um caso isolado. Conforme Royer (2009, p. 14) e Fix (2011, p. 51) argumentam, o país também “replicou” outras estruturas de financiamento, como o BNH e o próprio SFI – ambos adaptados do modelo norte-americano. Apesar de inspirados em arquétipos externos, adianta-se que “*a posteriori*, as transformações desempenhadas pelo capital na periferia podem ser identificadas como parte da assimilação de formas próprias do desenvolvimento capitalista, já concretizadas nas economias desenvolvidas” (ROCHA, 2013, p. 10). À vista disso, Loures (1995, p. 73) relata na matéria publicada no jornal O Estado de S. Paulo em 1995, um pequeno, mas curioso evento:

Um dia depois do anúncio do Plano Collor I⁹⁴, em 1990, empresários do setor imobiliário se reuniram para uma conversa informal. Tão atônitos como qualquer brasileiro, procuravam um caminho para sobreviver no mercado. Surgiu então a ideia de criar o fundo de investimento imobiliário, a exemplo do que é feito nos EUA.

Apesar da narrativa intrigante, busca-se pautar os principais movimentos de aproximação entre o Estado, as finanças e o imobiliário sobre a criação e desenvolvimento dos FIIs. Do “ponto de partida” citado, observa-se que o primeiro movimento de aproximação entre setores ocorreu logo na concepção inicial do FII. Especificamente, por meio da articulação entre a CVM, que realizou a modelagem jurídica do instrumento, e entidades representativas do setor imobiliário. O Secovi, por exemplo, desempenhou um papel duplamente importante nesse processo, trabalhando tanto na construção de uma narrativa (baseada no déficit habitacional), como sendo sustentáculo da articulação política que contribuiu, conforme citado na primeira fase da periodização, com a sugestão de 22 das 26 emendas⁹⁵ ao Projeto de Lei (nº 2.204/1991) que constituiu e tributou os FIIs. Desse contexto, designa-se o *germe* do complexo, cujos principais agentes que participaram da comissão de estudos sobre o PL encontram-se na tabela abaixo.

⁹⁴ Chamado oficialmente de Plano Brasil Novo, o Plano Collor I teve como principal medida o confisco da caderneta de poupança.

⁹⁵ Ver Anexo A – Emendas ao PL nº 2.204/1991. As sugestões foram feitas a partir de uma comissão de estudos composta por diversas entidades de classe.

Tabela 9 - Composição da Comissão de Estudo da PL 2.204/1991

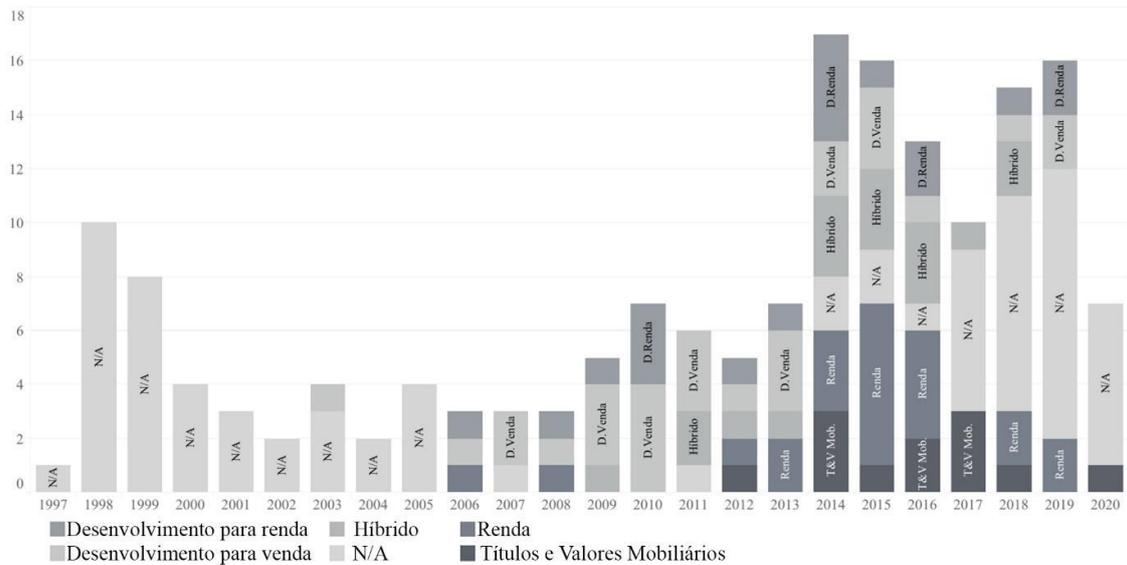
Agente	Setor
Secovi-SP	Imobiliário
Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (Abecip)	Finanças
Associação dos Dirigentes das Empresas da Indústria Imobiliária - BA (Ademi-BA)	Imobiliário
Associação das Empresas Distribuidoras de Valores (Adeval)	Finanças
Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid)	Finanças
Associação dos Dirigentes das Empresas da Indústria Imobiliária do RJ (Ademi-RJ)	Imobiliário
Associação Nacional das Instituições de Mercado Aberto (Andima)	Finanças
Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa)	Finanças
Câmara Brasileira da Indústria da Construção	Imobiliário
Confederação Nacional das Instituições Financeiras (CNF)	Finanças
Federação Brasileira das Associações de Bancos (Febraban)	Bancário
Federação Internacional das Profissões Imobiliárias (Fiabci-Brasil)	Imobiliário
Sindicato da Indústria da Construção Civil - RJ (Sinduscon-RJ)	Imobiliário

Fonte: Nakama, Rufino (2022).

Apesar do protagonismo do Secovi nesse primeiro momento, a Tabela 9 expõe uma participação praticamente paritária entre os setores imobiliário e financeiro, com a presença de diferentes tipos de formas de organização institucional, como associações, federações e sindicatos de ambos os setores.

O segundo momento no qual é possível notar com mais clareza a atuação das organizações na mudança da matriz institucional dos FIIs é a partir dos primeiros problemas que surgem na indústria. Segundo Botelho (2005, p. 159), muitos fundos imobiliários se desviaram de seu propósito inicial e foram utilizados como um meio para reduzir impostos e não como um instrumento que captasse e destinasse recursos para a produção imobiliária. Em outras palavras, os FIIs eram constituídos como uma forma de gestão do patrimônio imobiliário de uma empresa. Assim, o governo instituiu duras medidas a partir de 1996 (rever Resolução nº 2.324/1996 e Lei nº 9.532/1997) que acabaram por inviabilizar o mercado, resultando no cancelamento de vários fundos. Conforme é possível observar no gráfico a seguir, quase 20 FIIs foram cancelados até 1999, um percentual alto se considerado o mercado pouco desenvolvido desse período.

Gráfico 10 - FIIs cancelados por mandato



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM. Dados consolidados até setembro de 2020.

A fim de contornar tal situação, em 10 de março de 1997, diversas entidades do setor imobiliário, entre elas o Secovi-SP, Sinduscon-PR/SP, Ademi-BA e CBIC, se reuniram em Brasília com representantes do Banco Central, CVM e Ministério da Fazenda, ressaltando “que a Resolução BACEN 2324, de 30/10/96, impôs excessivos limites à atuação das entidades fechadas de previdência, o que trouxe implicações para a área imobiliária” (SECOVI, 1997, p. 17). A partir da abertura do governo ao recebimento de estudos e propostas sobre os pontos tributários que entravavam a articulação entre os dois setores, Ricardo Yazbek, presidente do Secovi-SP na época, mencionou que “o fato abre possibilidades concretas de facilitar o direcionamento de recursos [dos fundos de pensão] e, com isso, estimular significativamente a geração de empreendimentos e de empregos” (SECOVI, 1997, p. 17).

Após mais de um ano e meio sem avanços definitivos, em nova reunião realizada em 20 de novembro de 1998 a discussão das entidades girou novamente em torno da necessidade de retomada dos FIIs como um fator indispensável para estimular o maior entrosamento entre os mercados financeiro e imobiliário, citando também o recém-implementado SFI como um possível beneficiário dessa articulação (SECOVI, 1998, p. 13). Na visão das entidades, “o primeiro passo para retomada do FII é obter modificações na Lei 9.532, de 10 de dezembro de 1997” que inviabilizou novas captações de recursos (SECOVI, 1998, p. 13).

De modo a reaproximar os FIIs do seu propósito inicial, surge desta discussão a proposta de distribuição de 95% o lucro dos fundos imobiliários aos quotistas. Assim, em aderência com as sugestões realizadas pelas entidades, o governo altera, pela Lei nº 9.779/1999, o regime de

tributação dos FIIs, removendo as barreiras⁹⁶ que obstruíram o desenvolvimento inicial dos fundos imobiliários.

A partir desse momento, pode-se dizer que a formação ainda incipiente do complexo passa a ganhar mais consistência dado as diversas circunstâncias que se sucederam ao longo de quase toda primeira década do século XXI. A diversificação de instrumentos financeiros ligados ao mercado imobiliário, por exemplo, permitiu uma maior articulação e integração entre setores. Ademais, a negociação de cotas de FIIs na Bolsa de Valores e a entrada de instituições relevantes como os grandes bancos de varejo abriram novas perspectivas de crescimento da indústria, ajudando a fortalecer o mercado secundário e provendo maior liquidez aos ativos.

O desinteresse inicial dos grandes bancos pelo mercado de FIIs se deu pela disponibilidade de outras formas de aplicação mais rentáveis, como os fundos lastreados em títulos públicos (BOTELHO, 2005, p. 163). Entretanto, devido ao ciclo de contração de juros entre 2009 e 2013, e a consequente perda de rentabilidade desses títulos, o interesse nesse mercado despontou, resultando na entrada desses agentes na indústria. Também há de se considerar o fato de a taxa de juros estar muito correlacionada ao nível de atividade imobiliária, ou seja, a sua queda tende a tornar o setor mais aquecido e atrativo aos investimentos.

Em passant, cabe lembrar que parte dos agentes imobiliários de maior relevância no mercado haviam se capitalizado por meio da abertura de capital na Bolsa de Valores entre os anos de 2006 e 2007. Ademais, o setor foi favorecido pela criação de novos títulos imobiliários (LCI e CCI) em 2004, principalmente se considerada, a partir da ICVM 472/2008, a possibilidade de aquisição desses títulos por FIIs.

Conforme já apontado, a ICVM 472 foi um importante marco, se não o mais relevante, no desenvolvimento da indústria de fundos imobiliários, uma vez que criou outras modalidades de fundos (de papel e híbrido), como também permitiu um maior ganho de liquidez no âmbito do SFI⁹⁷. Apesar da ausência de relatos sobre o processo de vinculação entre os FIIs e os recebíveis imobiliários nas fontes pesquisadas, é evidente que tal integração trouxe sinergias que favoreceram ambos os setores. Através de tais títulos, os fundos imobiliários conseguem

⁹⁶ As barreiras impostas pela Lei 9.532/1997 estabeleceu condições que dificultavam a isenção de imposto sobre os FIIs, como a quantidade mínima de 25 quotistas com limite de 5% de participação para cada um.

⁹⁷ Segundo a UQBAR (2019) do valor total de CRIs emitidos no mercado em 2019 (cerca de R\$21,84 bilhões), os FIIs aportaram cerca de R\$8 bilhões, tornando-se a principal classe de agente investidor em CRIs.

financiar (indiretamente) a produção imobiliária sem a necessidade de incorrer, por exemplo, no risco de incorporação e desenvolvimento. Ademais, dado os institutos da alienação fiduciária e do patrimônio de afetação, o FII possui maior segurança sobre os seus investimentos, dispondo como garantia os próprios imóveis que financia.

No que tange o desenvolvimento da indústria de fundos imobiliários, cabe analisar de forma mais profunda o movimento de diferentes setores em torno da aprovação ICVM 472. Para tal, analisa-se os agentes que participaram da audiência pública da referida instrução, listados na tabela a seguir.

Tabela 10 - Participantes da Audiência Pública sobre a ICVM 472/2008

Agentes	Sector
Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Andib)	Financeiro
Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (Andima)	Financeiro
Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa)	Financeiro
Caixa Econômica Federal (CEF)	Bancário
PricewaterhouseCoopers	Consultoria
Associação Nacional de Corretoras de Valores, Câmbios e Mercadorias (Ancor)	Financeiro
CETIP	Financeiro
Associação Brasileira de Bancos Internacionais (ABBI)	Bancário
Souza Cescon Advogados	Advogado
Grebler Advogados	Advogado
Campos Mello Advogados	Advogado
Caixa de Previdência dos funcionários do Banco do Brasil (Previ)	Previdência

Fonte: Nakama, Rufino (2022).

Ao comparar a participação de agentes no que se considera os dois principais marcos regulatórios dos FIIs – constituição (PL 2.204/1991) e modernização (ICVM 472/2008) – verifica-se que, embora o setor imobiliário tenha assumido certo protagonismo no primeiro momento, ele perde magnitude, o que aponta para percursos⁹⁸ distintos de financeirização do imobiliário (NAKAMA, RUFINO, 2022). Enquanto o interesse do setor financeiro se manteve preservado durante a incrementação do instrumento, o imobiliário debanda, sendo “substituído” por uma classe mais alinhada ao capital internacional, como as consultorias e escritórios de advocacia (NAKAMA, RUFINO, 2022).

⁹⁸ Cf. Oliveira, I. F. B.; Rufino, M. B. C. As grandes incorporadoras, o segmento econômico e a desconstrução da promoção pública habitacional. Cad. Metrop., v. 24, n. 53, p. 93-118, 2021.

Em um espectro mais amplo, as consultorias não só transformam um bem em um produto de investimento (O'NEILL, 2019, p. 1311), como as consultorias imobiliárias, em especial, permitem “difundir uma racionalidade financeira e remodelar as práticas e representações dominantes no mercado imobiliário” (SHIMBO; SANFELICI; MARTINEZ-GONZALEZ, 2021, p. 224). De outro lado, os escritórios de advocacia acompanham e atuam no desenvolvimento do mercado de capitais de modo a assegurar um ambiente institucional estável, e assessorar seus clientes (companhias) na estruturação (IPO) de fundos, e outros serviços, como fusões e aquisições, por exemplo.

A ausência do setor imobiliário durante a modernização do FII não só indica o maior protagonismo assumido pelo setor financeiro, como justifica a inversão da noção de complexo proposta no início da subseção. Embora o complexo tenha se constituído inicialmente sob o domínio “imobiliário-financeiro”, com grande fomento das associações de classe imobiliárias, o setor se distancia do instrumento ao passo que o interesse financeiro se manteve conservado.

Se, na presente seção, os movimentos mais gerais dos setores financeiro e imobiliário foram destacados ao longo do desenvolvimento do FII, ainda cabe lançar luz sobre os agentes que compõem o complexo financeiro-imobiliário. Nas duas ocasiões em que os agentes foram listados (Tabela 9 e Tabela 10), chama a atenção a presença expressiva de um arranjo específico, das *associações de classe*. Aqui, entende-se tal forma como relevante, pois tange um modo de organização a partir de interesses convergentes de diferentes agentes (NAKAMA, RUFINO, 2022), tema que será aprofundado na subseção a seguir. Além disso, ainda cabe maiores considerações sobre o Estado, que não é um agente passivo.

2.4.3. Os agentes do complexo financeiro-imobiliário dos FIIs

A presente subseção se concentra nos agentes que compõem o complexo financeiro-imobiliário formado em torno da indústria de FIIs. Se, conforme visto anteriormente, o imobiliário se distanciou o desenvolvimento do instrumento – cabendo uma análise sobre a utilização do FII por agentes do imobiliário –, o financeiro ganhou protagonismo. Assim, foca-se na Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA), criada a partir da fusão entre a Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID) e Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA) – ambas presentes nos momentos de institucionalização e modernização dos FIIs. Na esfera pública, investiga-se o papel da CVM, cuja atuação influencia fortemente o mercado financeiro.

Iniciando pelo setor financeiro, a ANBIMA, criada em 2009, representa bancos, gestoras, corretoras, distribuidoras e administradoras; e possui como visão que um “mercado forte se faz com instituições fortes”. Em geral, ela busca asseverar a representação do setor, apoiar a evolução do mercado de capitais no financiamento do desenvolvimento econômico e “influenciar o mercado global” (ANBIMA, 2020a). Aqui, cabe destacar que a análise proposta distancia o caso brasileiro de economias desenvolvidas, como dos EUA, que possui uma associação específica que representa os interesses do mercado de *real estate* em geral, o NAREIT; ou mesmo de outras economias periféricas, como é o caso da *Asociación Mexicana de FIBRAS Inmobiliarias* (AMEFIBRAS).

A importância da ANBIMA decorre, em grande parte, pela escala de atuação em diversas frentes⁹⁹, capacidade em pautar ações e articular diferentes agentes do mesmo ramo, principalmente através de organismos representativos, como fóruns, comissões temáticas e grupos consultivos. Sem esgotar todas as frentes, outra forma de atuação relevante é como provedora de informações dos segmentos de mercado que representa – estruturando também formas de classificação de ativos¹⁰⁰ de modo a contribuir para a “transparência e para a segurança dos mercados” (ANBIMA, 2020a).

A *associação* de diversos agentes¹⁰¹ de um mesmo setor pode ser considerada uma forma institucional com regras próprias e práticas subjacentes (BALL, 2006, p. 26–27). À vista disso, constata-se que as instituições associadas são autorreguladas por um código de melhores práticas que norteiam as suas atividades. Essa frente, em especial, instiga algumas reflexões. Segundo Ogus & Carbonara (2011, p. 230), o conceito de autorregulação envolve um sistema de ordenamento privado sem qualquer forma de intervenção estatal, sendo muitas vezes considerado problemático, pois um possível viés “pró-regulados” das instituições autorreguladoras nem sempre se alinhará ao melhor interesse público.

No contexto da ANBIMA, verifica-se que “geralmente, as regras são mais restritivas do que as exigidas pelo regulador, *porém nunca contrárias a estas*” (ANBIMA, 2018a, p. 03, itálico nosso). Logo, este arranjo se aproxima de um sistema misto ou corregulado (OGUS; CARBONARA, 2011, p. 244), no qual o estabelecimento de regras é aderente ao regime já

⁹⁹ Segundo o site da associação, a ANBIMA atua em quatro frentes: informar, representar, autorregular e educar.

¹⁰⁰ Vide Tabela 7 - Classificação do FII por mandato e Tabela 8 - Classificação do FII por gestão.

¹⁰¹ Segundo o site da associação, em março de 2022 havia 292 instituições associadas à ANBIMA.

estabelecido por agências públicas, localizando-se mais próximo do centro de um espectro entre a regulação estatal centralizada e a autorregulação puramente privada.

É genuíno indagar qual a real finalidade de se estabelecer regras mais rigorosas do que as exigidas pelo poder público. Tal preempção à autorregulação se trata, na verdade, de uma antecipação que pode influenciar (ou não) as decisões do regulador, induzindo-o a estabelecer regras mais brandas; principalmente em setores econômicos nos quais a autorregulação complementa as regulações governamentais (OGUS; CARBONARA, 2011, p. 235).

Em acréscimo, não surpreende que a ANBIMA represente uma ampla variedade de interesses de uma gama igualmente diversa de agentes. Deste modo, é de valia à pesquisa fazer um breve recorte na organização dos administradores e gestores, especialmente aqueles que atuam na indústria de FIIs. Segundo o levantamento própria entidade, os principais agentes, de acordo com seu percentual de participação no mercado, são:

Tabela 11 - Maiores administradores e gestores de FIIs por participação no mercado em 2020

Administradores			Gestores	
	Nome	%	Nome	%
1	BTG Pactual (<i>a</i>)	22.05	BTG Pactual (<i>a</i>)	11.32
2	BRL DTVM (<i>b</i>)	12.36	Kinea Investimento Ltda (<i>c</i>)	9.00
3	Intrag DTVM (<i>c</i>)	9.00	Rio Bravo Investimentos (<i>d</i>)	6.20
4	Vórtx DTVM Ltda	6.11	XP Asset Management	6.14
5	Rio Bravo Investimentos Ltda (<i>d</i>)	5.70	Credit Suisse (<i>e</i>)	5.43
6	Credit Suisse Hedging-Griffo (<i>e</i>)	5.43	Votorantim Asset (<i>g</i>)	5.12
7	Oliveira Trust DTVM (<i>f</i>)	5.27	BRL DTVM (<i>b</i>)	4.46
8	Votorantim Asset (<i>g</i>)	5.19	Hedge Investments (<i>h</i>)	3.80
9	Brasil Plural Banco	4.08	BRPP	3.48
10	Hedge Investments DTVM (<i>h</i>)	3.80	Oliveira Trust DTVM (<i>f</i>)	3.08

Fonte: Nakama (2021).

Prontamente, algumas observações podem ser inferidas. Verifica-se, por exemplo, que os dez maiores administradores detêm 78,99% de participação desse segmento na indústria de FIIs, enquanto os dez maiores gestores possuem 58,02% (NAKAMA, 2021, p. 202). Ou seja, há uma grande concentração de patrimônio imobiliário em mãos de alguns poucos Grupos Econômicos. Inclusive, é possível constatar uma forte centralização de atividades, nas quais um mesmo grupo desempenha ambas as funções (6 empresas listadas nas 10 primeiras posições constam nas duas colunas da tabela).

Em linhas gerais, nota-se que a maior parte desses agentes compõe, caso já não o seja, um Grupo Econômico. A título de exemplo, o BTG Pactual é um dos maiores bancos de investimento do mundo. A Rio Bravo, por outro lado, foi adquirida em 2016 e integra um conglomerado chinês chamado Fosun. Dentre outros casos (inclusive já citados, como a Votorantim e o Credit Suisse), o menos óbvio é a participação do Itaú Unibanco, uma vez que é dono da Intrag (administradora) e da Kinea Investimentos (gestora). Este tipo de dinâmica explica, em grande parte, a concentração e centralização de capital observado no setor.

Ao se debruçar sobre a participação desses agentes dentro da ANBIMA, constata-se em sua estrutura o Grupo de Gestão de Fundos Estruturados, “responsável pela definição, debate e orientação da agenda estratégica, com autonomia para a elaboração e deliberação de propostas sobre a indústria de produtos estruturados (FIDCs, FIPs e fundos imobiliários)” (ANBIMA, 2020b). O referido grupo é composto exclusivamente por profissionais do mercado de capitais¹⁰², sendo ligado à diversas comissões¹⁰³, dentre elas a Comissão de Imobiliário. Em outras palavras, há uma atuação particular (de bancos, gestores e administradores) na elaboração de propostas a fim de “desenvolver a gestão de ativos imobiliários, bem como aprimorar a regulação e as boas práticas do setor” (ANBIMA, 2020b).

Apesar das pautas discutidas nos círculos mencionados não serem públicas, o que impossibilita um maior detalhamento, algumas colocações proferidas durante o 10º Congresso de Fundos de Investimento – em um painel sobre os desafios do crescimento sustentável dos produtos imobiliários – são bastante reveladoras em relação à atuação da ANBIMA que, por sinal, promoveu o evento. Mesmo não sendo possível associar diretamente as pautas às falas transcritas, desvelam-se algumas das discussões em curso sobre possíveis mudanças regulatórias na matriz institucional dos FIIs.

Em especial, destaca-se a intenção de alterar a Lei nº 8.668/1993, sobretudo no que concerne a obrigatoriedade de distribuição de 95% dos lucros auferidos por regime de caixa. De acordo com a fala de Alexandre Assolini, fundador da Vórtx DTVM (quarta maior administradora do *ranking* ANBIMA), esse aspecto é datado, pois:

¹⁰² Tal forma de organização é comum dentro da estrutura da ANBIMA.

¹⁰³ As comissões ligadas ao Grupo de Gestão de Fundos Estruturados são: Comissão de Autorregulação, Comissão de Direitos Creditórios, Comissão de Participações e Comissão de Imobiliário (ANBIMA, 2020b).

[...] tratava de uma questão muito pontual em 1998, 1999, quando os fundos imobiliários ainda não iam à mercado e eram utilizados como estruturas de planejamento tributário; daí a obrigação de fazer distribuições periódicas de rendimentos. E hoje, temos uma indústria que possui 75% de investidores em pessoa física, onde uma norma que força a incidência de imposto de renda retido na fonte não tem mais uma aplicação prática.

Ainda de acordo com Assolini, tal exigência impede os FIIs de constituir um caixa e aproveitar eventuais momentos em que o mercado está em baixa, dificultando o crescimento orgânico da indústria. Como um FII só pode crescer pela valorização de seus ativos ou através de emissões subsequentes, há um cenário no qual se leva:

[...] o fundo imobiliário a trabalhar sempre no *hot market*, ele só vai comprar quando o mercado estiver muito bom e sempre vai pagar mais caro. E aí, obviamente, quando o ciclo mudar, ele vai pagar um preço muito caro pela flutuação de preços desses ativos.

Essa visão é compartilhada por outro participante do mesmo painel, Bruno Gomes, gerente de Fundos Estruturados da CVM. Expressando sua opinião, que não reflete, necessariamente, o posicionamento da autarquia, Gomes concorda que a obrigatoriedade de distribuição do lucro gera uma complexidade na administração dos fundos, mas que tal demanda por modificações na legislação foge do escopo da CVM, uma vez que o seu papel é regular o conteúdo da lei.

Percorrida a principal forma de organização privada do setor financeiro, adentra-se, na esfera pública. Criada em 1976 pela Lei nº 6.358, compete¹⁰⁴ à CVM regulamentar, administrar e fiscalizar – em observância da política definida pelo CMN –, as atividades e serviços do mercado de valores mobiliários. Com efeito, a comissão executa um papel fundamental no funcionamento do mercado de capitais, centralizando diversas atribuições bastante relevantes.

Em linhas gerais, pode-se imaginar que a atuação da CVM é bem direta e imperativa, de modo a justificar o seu apelido de “xerife do mercado”. Contudo, em uma análise mais atenta em busca de elos entre os agentes abordados, encontra-se a celebração de diversos convênios entre a CVM e a ANBIMA. Em especial, tais acordos recaem justamente sobre o aspecto autorregulatório anteriormente mencionado que, em tese, permite usufruto, por parte da CVM, das normatizações da ANBIMA sobre os seus associados.

¹⁰⁴ Cf. Art. 8º da Lei nº 6.385/1976.

No levantamento realizado, dos quatro convênios¹⁰⁵ vigentes, um em particular refere-se ao “aproveitamento de autorregulação na indústria de fundos de investimento brasileira”, se estendendo também à indústria de FIIs, mais especificamente aos administradores, gestores e outros agentes associados à ANBIMA. Segundo o termo de celebração, uma das formas de aproximação entre agente público e privado ocorre a partir da “criação de um grupo de trabalho permanente (‘Grupo de Trabalho de Regulação’), no qual representantes da CVM e da ANBIMA alinharão entendimentos acerca das normas estatais ou autorregulatórias em vigor” (ANBIMA, 2018b). Assim, reforça-se a ideia de que o arranjo regulatório é formado por um sistema misto.

Na visão de Maria Helena Santana, presidente da CVM entre os anos de 2007 e 2012, a autorregulação privada supervisionada pelo Estado traz sinergias ao mercado em geral:

O mercado de capitais é dinâmico, evolui em ritmo intenso. Por outro lado, os mecanismos estatais de regulação são lentos, têm mais restrições, o que é importante para determinadas funções que só o Estado pode desempenhar. Mas há funções que, se desempenhadas com seriedade pelo autorregulador privado, sob supervisão do regulador estatal dentro de um arcabouço de divisão de tarefas conhecido por todos, levarão a resultados mais eficientes (SANTANA, 2009, p. 16).

Por último, tecem-se algumas considerações sobre o setor imobiliário. Embora tenha-se pesquisado sobre a atuação de associações de classe do referido setor sobre o desenvolvimento da indústria de FIIs, não havendo agentes relevantes identificados, os fundos imobiliários aparecem como veículo de *funding* e diversificação do modelo de negócios de algumas poucas empresas do setor (ver subseção 3.2.1 - Dimensões territoriais dos FIIs na RMSP).

Entretanto, frente ao universo total de FIIs constituídos, a penetração de incorporadoras e desenvolvedoras ainda parece pouco relevante. Isso porque, segundo Luiz Franca (2021), presidente de Associação Brasileira de Incorporadoras Imobiliárias (ABRAINCO), o *funding* do setor é majoritariamente suprido pela capitalização das empresas ou pelo crédito tomado no sistema bancário. Na visão de Franca, o fundo imobiliário, então, atua como um “sócio”, exigindo da empresa construtora uma governança corporativa em alinhamento com as suas práticas. Nesse sentido, ainda haveria a necessidade de desenvolvimento e crescimento da

¹⁰⁵ Segundo o site da ANBIMA, os convênios entre a entidade e a CVM dizem respeito a: (i) cooperação para implementação e divulgação do índice de hedge funds; (ii) aplicação de penalidades e celebração de termos de compromisso; (iii) procedimento simplificado para registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários; e (iv) aproveitamento da autorregulação na indústria de fundos.

indústria imobiliária, cujo potencial poderia ser aproveitado futuramente com os fundos imobiliários (FRANCA, 2021).

Apresentada as *associações de classe*, pode-se considerar tal forma de organização em uma breve análise das relações de classe capitalistas no processo de acumulação. Esse aspecto demonstra, na realidade, uma tentativa de superar (ou minimizar) a contradição entre a individualidade pressuposta ao capitalista e as ações de classe necessárias para organizar a produção (HARVEY, 2013, p. 86).

A contradição se baseia na dificuldade particular do capitalista individual em se enxergar como classe. Harvey (2013, p. 86-87) expõe que se cada capitalista agir exclusivamente em interesse próprio e encerrado em uma luta competitiva um com outro, ele pode produzir um resultado agregado que vai contra o interesse da classe em geral; ou seja, a concorrência desmedida pode gerar um risco nocivo à base de acumulação capitalista e, conseqüentemente, à própria reprodução da classe em sua totalidade (vide casos de concorrência predatória, por exemplo). Assim, tais agentes são obrigados a se constituir como classe e, geralmente por meio do Estado, impõem limites à sua própria competição (HARVEY, 2013, p. 87).

Sem minimizar o papel do Estado e afastando qualquer entendimento que tais entes encerrem as formas de competição, observa-se que novos modos de restrição também se manifestam por meio da aproximação desses mesmos agentes com o Estado, sendo a forma *associação* um exemplo de como diferentes arranjos institucionais se desenvolvem e são aplicados. Caso o contrário, o resultado agregado pode eclodir em crises de superprodução.

A discussão realizada até o momento fornece elementos suficientes para se estabelecer alguns entendimentos. O primeiro, revela que a formação do complexo financeiro-imobiliário não é simplesmente dada, ocorrendo por meio de um processo histórico que evidencia, de forma bastante clara, determinados padrões de relacionamento entre os agentes que o compõe. Observa-se que a articulação política dos Grupos Econômicos do setor imobiliário e financeiro ocorreram por meio das entidades de classe que os representam. Essa característica restringe o número de participantes e mantém o grupo coeso, uma vez que os aspectos concorrenciais entre agentes de um mesmo setor tendem a ficar de fora dessas interações.

Particularmente, a indústria de FIIs é um caso exemplar no qual se nota, em conformidade com Franco (2019, p. 107), uma articulação e gravitação de diferentes agentes ao seu redor, indicando a formação do complexo imobiliário-financeiro já no início da década de 1990.

Ademais, verificou-se que o desenvolvimento da indústria é também consequência da evolução do próprio complexo, que passa para um domínio “financeiro-imobiliário” a partir do final da primeira década do século XXI. Este complexo, por sua vez, estrutura os modos de financiamento para que as relações de produção capitalista avancem (TOPALOV, 1971).

Sobre as associações, a ANBIMA, criada em 2009, pode ser considerada um agente relativamente novo que se formalizou apenas na quarta fase da periodização dos FIIs. A entidade demonstra engajamento junto ao Estado no desenvolvimento do mercado de capitais. Assim, a evolução do complexo não só se reflete na promoção de instrumentos financeiros, como no próprio ambiente de negócios em que atua, representando um aprofundamento da lógica que carrega sobre as relações de produção e reestruturação do espaço urbano.

Em geral, a entidade promove os “princípios gerais” que, de acordo com Lorrain (2011, p. 57), tornam possível a existência e a dinâmica dos mercados globais. As associações contribuem com a institucionalização de “um sistema de contabilidade que aplica as normas internacionais e se compromete com a transparência, bem como garante a existência de um sistema judicial independente e eficaz que garanta a implementação dos contratos a um custo baixo”¹⁰⁶ (LORRAIN, 2011, p. 57, tradução nossa).

Em outra ponta, o Estado também demonstra ser um ator fundamental ao utilizar a sua estrutura para promover os mecanismos legais que permitem a viabilização das condições necessárias para o desenvolvimento de determinados mercados. Nesse sentido, o Estado provê os quadros políticos e legais que moldam a produção, regulação e o financiamento do setor imobiliário; fazendo-o a partir da criação de estruturas de governança, aplicação de regras e direitos de propriedade (GOTHAM, 2006, p. 237).

Pelas relações específicas apresentadas, é evidente que cada país trilha diferentes percursos na configuração de seus respectivos complexos (AALBERS, 2015b), mas tem em comum a “adequada ideia de interdependência” entre atividades, empresas e instituições (FERRARA; RUFINO; SHIMBO, 2018, p. 88). Mais do que isso, pode-se afirmar que o complexo se aproxima de uma forma cujo conjunto de regras e práticas coordenam a cooperação e competição dos agentes participantes.

¹⁰⁶ Em inglês: “[...] an accounting system that applies international standards and commits to transparency, as well as the existence of an independent and effective judicial system ensuring contract implementation at a low cost.”

CAPÍTULO 3

ESPAÇO E FINANÇAS: A REESTRUTURAÇÃO METROPOLITANA PELOS FIIs

A transformação do modo de produção capitalista do espaço é discutida na literatura sob diversas lentes, pela transição do *manufacture-driven economy* para a *finance-led economy*¹⁰⁷, da economia urbano-industrial à economia metropolitano-financeira (LEOPOLDO, 2016) ou mesmo pela própria noção de complexo já utilizada nessa pesquisa. Dado a atual dominância financeira sobre os processos produtivos (PEREIRA, 2019, p. 453; STROHER, 2017, p. 471), o presente capítulo atualiza e aprofunda o principal quadro teórico (“esquema geral”) à luz dos movimentos contemporâneos de produção do espaço. Nesse sentido, têm-se como base empírica as dimensões territoriais dos FIIs na RMSP. A partir da análise dos FIIs, busca-se compreender como as características resultantes da produção do espaço urbano, em associação com as finanças, se aprofundam e, assim, impulsionam a reestruturação da metrópole.

O capítulo se divide em três partes. Na primeira, retoma-se a principal base teórica da pesquisa – o esquema geral de produção do espaço moderno – que caracteriza o espaço produzido como homogêneo, fragmentado e hierarquizado (LEFEBVRE, 1980). Trata-se também, de forma breve, as transformações produtivas da metrópole paulista antes de adentrar no exame empírico-territorial dos FIIs, realizado na segunda parte. A partir de tal análise, discute-se a centralização de capital via fundos imobiliários na metrópole e o aprofundamento do esquema geral (H-F-H) nos diferentes níveis de produção e reprodução do capital – o *imediato*, o *global* e o *total*.

3.1. Da cidade moderna à metrópole contemporânea

3.1.1. O esquema geral da produção do espaço (H-F-H)

O “esquema geral da produção” proposto por Lefebvre (1980) designa uma estrutura de análise sobre as relações de produção e reprodução nas mais diversas esferas da organização social (como o espaço, tempo, o saber, o cotidiano etc.). O esquema, composto pela tríade *homogêneo*, *fragmentado* e *hierarquizado* (H-F-H), é apreendido por Lefebvre (1980) a partir da análise crítica de Marx sobre o trabalho¹⁰⁸, uma vez que este se configura como *homogêneo* ao ser reduzido em atos e gestos repetitivos, *fragmentado* pela especialização e divisão do trabalho, e

¹⁰⁷ Cf. Aglietta (2008) ; Boyer (2000) ; Clark, (2000).

¹⁰⁸ Cf. Lefebvre (1980, p. 175), em francês : “Marx l’a tiré [le schéma], sous sa première forme, d’une critique du fonctionnement capitaliste dans l’Angleterre du XIXe siècle, du travail dans les usines [...]”.

hierarquizado em classes e estratos sociais. Visto que as relações sociais, como as de produção, não são visíveis em um sentido prático-perceptivo (“*sensory sensual space*”) (LEFEBVRE, 1991 [1974], p. 211), a tríade H-F-H surge como uma estrutura potente que permite decodificar as relações de produção do espaço.

Os espaços repetitivos são o resultado de gestos repetitivos (dos trabalhadores) associados a instrumentos duplicáveis e desenhados para duplicar [...]. Esses espaços são intercambiáveis porque são homólogos? Ou são homogêneos para que possam ser trocados, comprados e vendidos [...] ¹⁰⁹ (LEFEBVRE, 1991, p. 75, tradução nossa).

A tríade se generaliza uma vez que as mesmas relações de produção, reprodução e dominação do trabalho se reapresentam em outras formas por ele produzidas. Na medida em que espaço não se (re)produz sem o domínio das forças produtivas, o trabalho imprime nele as suas características *homogêneas, fragmentadas e hierarquizadas* (LEFEBVRE, 1980, p. 151).

No âmbito do imediato, Lefebvre (2013 [1974], p. 127) considera que a utilização monótona e repetitiva de elementos e materiais tornam o espaço homogêneo, que se fragmenta em lotes, parcelas e acaba por se hierarquizar de acordo com seus usos (residenciais, comerciais, lazer, dentre outros). Em escala global, os espaços urbanizados criados na segunda metade do século XX são reproduzidos através dos mesmos elementos como, por exemplo, pelas infraestruturas (aeroportos, rodovias, rodoviárias etc.) e verticalização das cidades (LEFEBVRE, 2013 [1974], p. 128). Desse impulso homogeneizante, o espaço se fragmenta em funções, setores (bancário, serviços etc.) e sistemas (de transporte etc.) que, assim como o trabalho, tornam-se parcelares. Por fim, a diferenciação que fragmenta o homogêneo se hierarquiza em relação aos seus pares, seja pela centralização das relações de poder, trocas ou informações (LEFEBVRE, 1980, 1991 [1974]). Dado o processo de urbanização em todo o mundo (que se serve do urbanismo como instrumento político), as características supracitadas se estendem a um espaço global cada vez mais análogo e marcado pela presença dos mesmos elementos “conhecidos e reconhecidos” (LEFEBVRE, 1980, p. 151).

Referenciada pelo debate de Lefebvre (1980), Lencioni (2010, n.p.) descreve que a homogeneidade “é muito evidente e perceptível ao olhar. As cidades e edifícios se assemelham

¹⁰⁹ Em inglês: “Repetitious spaces are the outcome of repetitive gestures (those of the workers) associated with instruments which are both duplicatable and designed to duplicate [...] Are these spaces interchangeable because they are homologous? Or are they homogeneous so that they can be exchanged, bought and sold [...]”

cada dia mais e quando se viaja para outras terras a surpresa aparece não só na percepção do diferente, mas na apreensão do semelhante”. O homogêneo, por sua vez, “se fragmenta infinitamente”, os “espaços de moradia, de lazer, o fracionamento da terra para atender o mercado imobiliário, as favelas, os condomínios privados, por exemplo, são expressivos testemunhos dessa fragmentação” (LENCIONI, 2010, n.p.). Por fim, os fragmentos se hierarquizam, permitindo o domínio do poder como instrumento “para garantir a totalidade do conjunto” (LENCIONI, 2010, n.p.).

Antes de avançar, Lefebvre traz um questionamento oportuno: “Como esse espaço, que descrevemos ao mesmo tempo homogêneo e fragmentado, se mantém diante da inconciliabilidade formal dessas duas características?”¹¹⁰ (LEFEBVRE, 1991 [1974], p. 320, tradução nossa). O próprio autor responde que a única ação que pode manter esses fragmentos em uma totalidade homogênea é através do poder e da ação política. As classes dominantes, detentoras dos meios de produção, exercem o seu poder político e intervêm no espaço por meio das relações de produção e propriedade, dissimulando as contradições nele presentes e veiculando as suas normas e valores, como o valor de troca e a lógica mercadoria. Assim, o espaço (abstrato) possui como objetivo, orientação e ‘lente’, a homogeneidade (LEFEBVRE, 1991, p. 287). Em um grau mais elevado, pela implantação do “mundo mercadoria”, firma-se o modelo de planejamento e planificação do urbano que se desenvolve a partir da lógica de acumulação do capital e pressupõe um mercado mundial (LEFEBVRE, 1991 [1974], p. 350).

O denominado “esquema geral” (H-F-H) contribui para o exame da reestruturação do espaço, pois permite apreciar as características *ex ante* e *ex post facto* o aprofundamento da associação entre o financeiro e o imobiliário (pós-1990 no Brasil); perpassando, sem deixar de ganhar amplitude, diferentes níveis e dimensões de análise. As características *ex ante* a confluência financeiro-imobiliário podem ser consideradas aquelas que qualificam o “espaço da modernidade” (LEFEBVRE, 2013, p. 127), o qual se desdobra sobre a base do período industrial. Entretanto, salienta-se que, no contexto do desenvolvimento urbano periférico brasileiro, o caráter moderno observado pelo autor a partir do centro do capitalismo, na verdade, se complexifica. Santos (1990, p. 13) cunha para a metrópole de um país subdesenvolvido industrializado, como São Paulo, a condição de *modernidade incompleta*, na qual os traços do

¹¹⁰ Em inglês: “How does this space, which we have described as at once homogeneous and broken up, maintain itself in view of the formal irreconcilability of these two characteristics?”

desenvolvimento econômico e expressões materiais são justapostos e sobrepostos aos atrasos das estruturas sociais e políticas.

Uma vez que a produção do “espaço moderno” devém da urbanização sob a lógica industrial, retoma-se a hipótese de que a atual condição de dominação financeira radicaliza essas características a partir do amálgama financeiro-imobiliário. Logo, constitui-se um movimento que retrata, por assim dizer, o “espaço contemporâneo”. Sustenta-se que a produção imobiliária sob a égide financeira e centrada na renda intensifica os atributos *homogeneizantes, fragmentados e hierarquizados* que ecoam nos diferentes níveis de produção – o *mediato*, o *global* e, sob uma dimensão mais ampla, o *total*.

No nível *mediato* “acentua-se a especificidade imobiliária” (PEREIRA; PETRELLA, 2018, p. 08), seja pelas manifestações imediatas do seu modo de produção direto, pela forma da propriedade ou mesmo da configuração do “produto imobiliário”. Ademais, no que tange o movimento do capital, verifica-se que parte da sua “reprodução se realiza como valorização real e parte como valorização fictícia, pela capitalização da renda” (PEREIRA; PETRELLA, 2018, p. 08).

O nível *global* é aquele no qual se dá o encontro entre as manifestações imediatas com outras dimensões (como a financeira, jurídica, política etc.) e processos sociais mais amplos (PETRELLA, 2017, p. 22). De acordo com Pereira & Petrella (2018, p. 09), as formas do atual modo de acumulação capitalista combinam “processos de produção, onde se realiza a exploração da força de trabalho, e processos de espoliação, que são momentos de acumulação sem a produção de valor”. Embora tais condições não serem novas, se consideradas de forma ampliada na reprodução do capital, elas determinam mudanças qualitativas nas relações de produção.

No *total*, encontra-se a totalidade dos processos de produção e reprodução do espaço (social), da consciência social e abarca as condições gerais e necessárias para a manutenção e o desenvolvimento do capitalismo (PEREIRA; PETRELLA, 2018, p. 10; PETRELLA, 2017, p. 22); que é “muito dinâmico e invariavelmente expansível; esse sistema cria uma força permanentemente revolucionária que, incessantemente e constantemente reforma o mundo em que vivemos” (HARVEY, 2005b, p. 43).

Retomada e aprofundada a estrutura teórica principal (tríade e níveis de análise), o trabalho se debruça, de forma breve, sobre as transformações (im)produtivas que se sucederam a partir da

transição da cidade moderna (incompleta), de base industrial, para a metrópole contemporânea, de domínio financeiro.

3.1.2. A transformação (im)produtiva da metrópole

A reestruturação da Região Metropolitana de São Paulo é uma marcha em curso. Alicerçada em diversos processos, as finanças surgem como uma força motora cada vez mais determinante neste transcurso. O domínio financeiro sobre o espaço é, no entanto, fruto do processo histórico que proporcionou as condições necessárias para a inserção e consolidação da metrópole nos circuitos globais do capital. Sendo assim, tece-se, de forma sintética, os diferentes aspectos produtivos que se sucederam na metrópole e permitiram, em última instância, as condições atuais de (re)produção do espaço.

Embora o início da formação da metrópole paulista ser comumente atribuído ao trinômio café-imigração-ferrovia¹¹¹, outras perspectivas também podem ser inferidas formação de um novo *ethos*¹¹² que se distancia da herança colonial e se moderniza, muito embora traços provincianos ainda remanesçam justapostos a essa nova formação social (CASTRO, 2017, p. 223, 232). A produção do espaço no fim do século XIX pode ser considerada como um elemento central, principalmente via a intensificação da urbanização, pois foi essencial para aceleração da industrialização no período, e não o contrário, como parte da literatura sustenta (OLIVEIRA, 1988, p. 311).

Entre 1890 e 1929, têm-se o primeiro ciclo de expansão da industrialização sob o domínio do setor urbano-comercial (em transição para o urbano-industrial) (FERNANDES, 2020, p. 242). Tal base material, fomentada pela ideologia do desenvolvimento e ideologia do crescimento das décadas de 1950 e final dos anos 1960, direciona os recursos do Estado em favor da indústria, a atividade hegemônica do período (SANTOS, 1990, p. 94–96). De acordo com

¹¹¹ Segundo Oliveira (1988, p. 318): “Como atividade econômica mais dinâmica, a cafeicultura teve um peso direto sobre as tendências da urbanização. Os investimentos pesados nas ferrovias ampliaram as possibilidades de circulação no território, ao mesmo tempo em que contribuíram para o surgimento das cidades. A redefinição das funções urbanas de alguns núcleos pré-existentes também ocorreu com a expansão ferroviária [...]. As atividades comercial e financeira, núcleos dinâmicos do complexo cafeeiro, acentuam as funções urbanas, com ramificações de Santos e São Paulo em direção ao interior. Transporte, comércio e bancos ampliam os segmentos assalariados, conformando uma sociedade crescentemente diferenciada à medida que avançam os anos nas primeiras décadas do século XX.”

¹¹² Cf. Morse, Richard. Formação histórica de São Paulo: de comunidade a metrópole. São Paulo: Difel, 1970.

Santos (1990), esse fenômeno qualifica São Paulo como uma *metrópole corporativa*, caracterizada pela ampla expansão territorial justaposta a presença e concentração de pobreza.

Entre as décadas de 1960 e 1980, a consolidação da indústria transformou a região na mais importante área metropolitana da América Latina, com a formação de um amplo mercado de consumo, trabalho e de desenvolvimento urbano e social (ARAUJO, 2001, p. 21). Esse processo, no entanto, perdeu força com a estagnação do setor no período conhecida como “década perdida”, de profunda recessão econômica e efervescência social que acarretou a redemocratização do país ao longo da década de 1980.

Grosso modo, a metrópole predominantemente industrial da década de 1970 constituiu a base e o cenário da crise dos anos 1980 e da reestruturação tecnoproductiva da década de 1990, que alçou a região como uma metrópole de serviços (ARAUJO, 2001, p. 21–22). Tema amplamente abordado na literatura, tal processo ocorre na esteira do cenário internacional, no qual a crise da produção fordista (BAILLY; COFFEY, 1994, p. 227) e a baixa rentabilidade da produção industrial fazem com que as massas de capitais conformadas se enveredassem para uma nova forma de valorização: a financeira. Nesse contexto externo, as crises da década de 1970 desempenharam um papel importante na reestruturação capitalista global que consolidou e aprofundou o movimento às finanças.

Nos países centrais, a reorientação produtiva ao setor terciário já era bastante evidente no final do século XX. Segundo Bailly & Coffey (1994, p. 225–226), os serviços se tornaram um dos principais elementos do sistema produtivo, constituindo-se como categoria bastante relevante na composição da base econômica das cidades. Nas metrópoles europeias, a formação dos chamados “complexos de atividades de serviços” ocorreu, segundo os autores, devido ao alinhamento de vários aspectos, como a concentração espacial das sedes das empresas, o estabelecimento de serviços financeiros, produção flexível e desintegração da estrutura vertical das empresas.

No caso aqui estudado, a reestruturação da metrópole paulista se insere em um processo de reorganização global, no qual a dominação financeira sobre os processos produtivos tem nas grandes cidades a constituição de seus principais focos de acumulação e crescimento econômico (DOWBOR, 2017, p. 22; MATTOS, 2007, p. 85). Cabe lembrar, dentro do âmbito tratado, no início da década de 1990 surgem os primeiros instrumentos financeiros de base imobiliária no país.

Logo, indaga-se quais os impactos das finanças sobre os processos produtivos na dinâmica territorial da metrópole? E como se davam os processos anteriores de produção? Apesar deste trabalho direcionar a questão para os FIIs, ela é bastante abordada sobre outras lentes na literatura. Araujo (2001, p. 27), por exemplo, menciona um “profundo movimento de reconcentração-desconcentração produtiva” associado à indústria, serviços de apoio à produção e à gestão empresarial. Enquanto Lencioni (2011, p. 135–136), por outro lado, cita a desconcentração industrial como fator ulterior e preponderante no entendimento de um novo processo, o de metropolização do espaço¹¹³ – expressão na qual “a metrópole se coloca ao mesmo tempo como *condição* para a reprodução do capital, um *meio* utilizado para a sua reprodução e, ainda, um produto do próprio capital.” (LENCIONI, 2011, p. 136, itálico da autora).

Na escala local, a articulação entre agentes financeiros e imobiliários provoca, para Sanfelici (2013, p. 260), “um padrão de ordenamento urbano mais fortemente marcado pela fragmentação”, bastante ligado aos processos de segregação socioespacial. O padrão identificado pelo autor (a fragmentação), relaciona-se à racionalidade financeirizada – na qual a captura da renda imobiliária se torna progressivamente central nas relações de (re)produção e consumo do espaço construído – pelo tipo dos empreendimentos produzidos que visam “potencializar a apropriação de rendas e satisfazer os anseios de rentabilidade dos grandes grupos de aplicação financeira” (SANFELICI, 2013, p. 260).

Ademais, a reorientação da metrópole como centro de serviços, financeiros inclusive, impôs à região um complexo desafio de planejamento e gestão pública, uma vez que seus espaços são reestruturados a fim de comportar tais atividades e, ao mesmo tempo, busca se inserir em um ambiente de competitividade global (ARAUJO, 2001, p. 28). Assim, o Estado não só coordena os investimentos de acordo com certos interesses privados, como a sua associação ao capital (local e internacional) se efetiva a partir de múltiplas modalidades de instrumentos urbanos (MARTIN *et al.*, 2018, p. 208), sendo alguns mais objetivos, como na forma de Parcerias Público-Privada (PPPs), Operações Urbanas Consorciadas (OUCs), Eixos de Estruturação da Transformação Urbana (EETUs) e Projetos de Intervenção Urbana (PIUs); e outros menos

¹¹³ Segundo Lencioni (2011, p. 136) “O processo de metropolização do espaço se expressa na intensificação e multiplicidade dos fluxos de pessoas, mercadorias e informações, bem como pelo crescimento do número de cidades conurbadas, onde não se distingue muito bem, na continuidade da área construída, o limite municipal de cada uma delas. E, também, pela expansão territorial do aglomerado metropolitano e pela extensão e densificação territorial da concentração das infraestruturas.”

explícitos, a partir da institucionalização de instrumentos financeiros como os próprios FIIs, CRIs, dentre outros.

Independente dessa pesquisa focar na segunda “categoria” supracitada, especificamente os FIIs, os instrumentos não se dissociam, apresentando, por vezes, aplicações em localizações bastante correlacionadas no território. Longe de ser mera coincidência, é a partir de tais “mecanismos de gestão” que o Estado interfere na reprodução espacial, constituindo novas centralidades (com novos usos) resultantes das transformações econômicas (CARLOS, 2005, p. 105). Dessa forma, e com os incentivos necessários, atraem-se atores financeiros para estas regiões, seja através do financiamento da sua produção ou na intermediação, ocupação ou exploração de tais espaços.

Concretamente, parte da produção imobiliária já coordenada pelo capital financeiro entre a década de 1990 e o início dos anos 2000 se concentrou nas áreas mais valorizadas de São Paulo, materializando-se em um eixo empresarial que consolidou o chamado vetor sudoeste da cidade (RUFINO, 2017, p. 230). A produção se ampliou nas décadas seguintes, disseminando-se para outras regiões e sob novos usos, de modo a designar não apenas “uma nova frente de expansão da escala metropolitana”¹¹⁴ (MARTIN *et al.*, 2018, p. 219), como também demonstra diversas estratégias de produção, seja a partir de produtos imobiliários diversificados ou por novas relações de propriedade.

Destarte, a metrópole surge como uma expressão exemplar de “*locus* privilegiado de capitalização e valorizações” sendo nela “que se evidenciará com maior força a elevação da renda imobiliária e financeira” (RUFINO, 2017, p. 229). Logo, compreender a dimensão metropolitana dos FIIs deve iluminar suas estratégias de localização, como se relacionam com as dinâmicas urbanas existente ou até mesmo com outros instrumentos urbanos. Em última instância, poderá caracterizar a reestruturação da metrópole.

3.2. A reestruturação da metrópole pelos FIIs

A reestruturação do espaço metropolitano pelos FIIs é um processo abrangente e, apesar de se centrar na figura de um único instrumento, se insere e influi sobre dinâmicas urbanas bastante heterogêneas. A partir da análise empírico-territorial, procura-se compreender como o fundo imobiliário, associado as dinâmicas urbanas, produtivas e de gestão do território (via

¹¹⁴ No caso, extrapola-se o sentido apontado por Martin et al. (2018) que exploram o segmento logístico em torno do rodoanel.

instrumentos urbanos), revelam aspectos da reestruturação do espaço. Antecipa-se, entretanto, que a pertinência dos fundos imobiliários nesse processo se dá especialmente por mudanças qualitativas, e não necessariamente pelo lado quantitativo, uma vez que o FII intensifica as possibilidades de capitalização – pautados no capital portador de juros e capital fictício – como forma de acumulação inerente à produção imobiliária, impondo novos patamares de diferenciação do espaço.

Dado a diversidade de observações possíveis a partir do exame das dimensões territoriais dos FIIs, ordenou-se uma análise que parte dos aspectos mais gerais dos fundos imobiliários no território para os mais específicos. No caso das especificidades, analisar-se-á a relação estratégica entre a localização dos imóveis detidos por FIIs, por segmento de atuação, e a presença de infraestrutura urbana, renda e aderência a determinados instrumentos urbanos (OUCs, EETUs, PIUs). A análise focará em três segmentos identificados como os mais relevantes: laje corporativa, shopping center e galpão logístico, sem deixar de perpassar por outras categorias consideradas menos expressivas. Adianta-se a escolha dessas classes pela sua relevância na indústria de FIIs e por apresentarem dinâmicas bastante particulares. Em um segundo momento, a relação entre tais propriedades e os perímetros de atuação de diferentes instrumentos de estruturação territorial será examinada, visando determinar a conformação de padrões territoriais de ocupação pelos fundos.

Sobre a representação cartográfica dos FIIs no território, assinala-se que cada ponto indicado nos mapas produzidos não representa, necessariamente, que a propriedade da edificação é detida de forma integral pelo FII. É bastante comum, por exemplo, que um fundo possua uma fração do ativo imobiliário, como lajes corporativas ou a parcela de um shopping. Este detalhe, contudo, não afeta a análise.

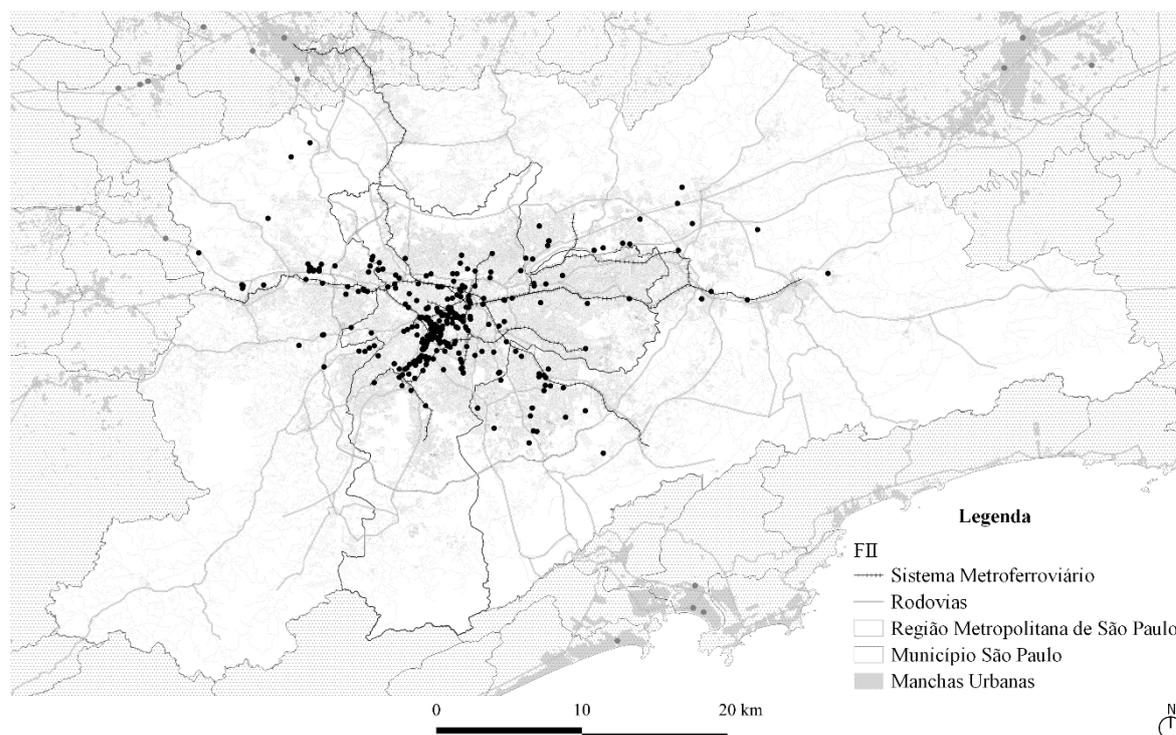
3.2.1. Dimensões territoriais dos FIIs na RMSP

Iniciando pelos aspectos mais gerais, ao observar a totalidade das propriedades sob gestão de FIIs na RMSP (416 ativos), verificou-se que a maior parcela dos imóveis (78,13%) se localiza dentro dos limites do município de São Paulo, enquanto o restante está disperso, em maior ou menor grau, em outros 21¹¹⁵ dos 39 municípios da região metropolitana. A grande presença de

¹¹⁵ Localizaram-se propriedades detidas por FIIs nos municípios de Arujá, Barueri, Cajamar, Carapicuíba, Cotia, Diadema, Embu, Guarulhos, Itapevi, Itaquaquecetuba, Jandira, Mauá, Mogi das Cruzes, Osasco, Ribeirão Pires, Santana de Parnaíba, Santo André, São Bernardo do Campo, São Caetano do Sul, Suzano e Taboão da Serra.

FII's em São Paulo, no entanto, não surpreende uma vez que a capital paulista é uma centralidade pujante, seja na concentração e circulação de capital ou compreendendo operações de comando e controle de atividades produtivas.

Mapa 1 - Localização das propriedades sob gestão de FII's na RMSP (2020)



Base cartográfica: Geosampa, Centro de Estudos da Metrópole, Datageo.

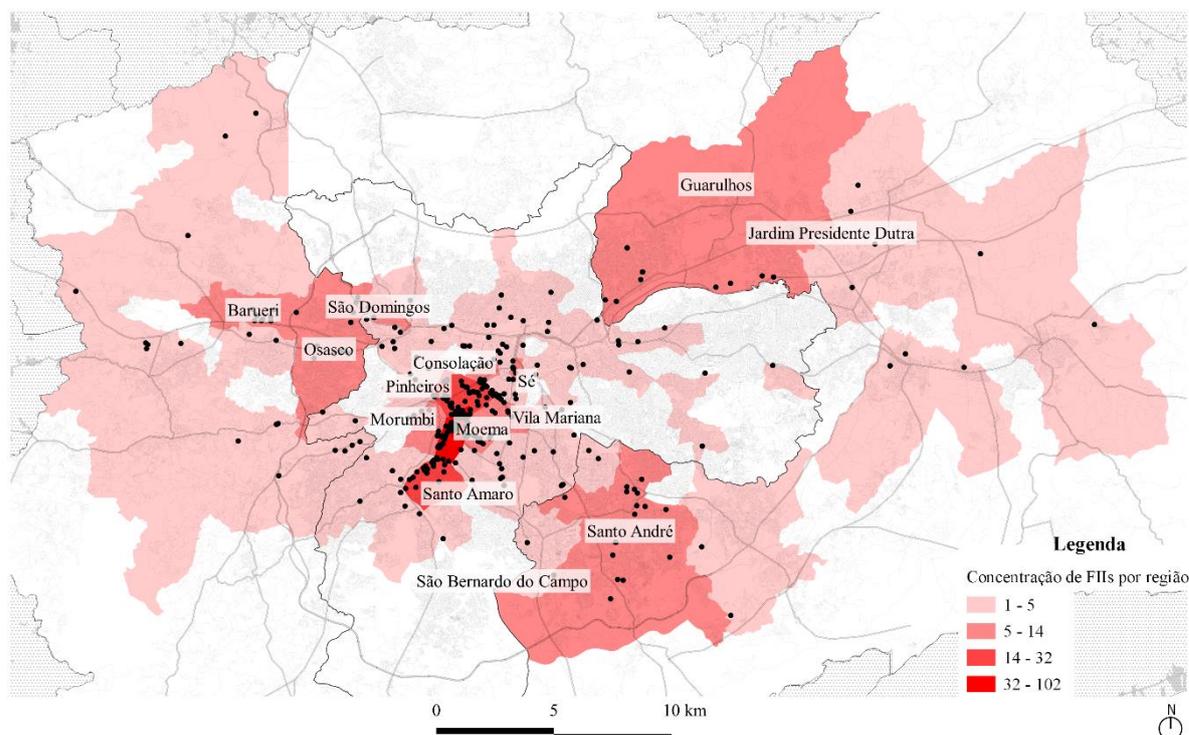
Fonte: Elaboração própria a partir da compilação de dados da ANBIMA, CVM e relatórios gerenciais.

O Mapa 1 revela que as propriedades sob gestão de FII's estão bastante disseminadas na RMSP, destacando-se a sua proximidade com a rede metroviária e o sistema rodoviário, além de uma grande concentração no chamado “vetor sudoeste” de São Paulo. Amplamente abordada na literatura, a região possui em seus eixos corporativos, como o da Faria Lima-Berrini, uma frente considerada “tradicional” de expansão e valorização imobiliária (FIX, 2007; MARTIN *et al.*, 2018; MIELE, 2007).

Fruto do deslocamento das atividades do centro de São Paulo em direção ao sul/sudoeste (MIELE, 2007, p. 37), a constituição dos eixos empresariais se iniciou nos anos 1960 na Avenida Paulista, que se consolidou como um importante centro de negócios. Desde então, os eixos se difundiram, no fim da referida década, para a Av. Brigadeiro Faria Lima e, no início dos anos 1980, para a Av. Eng. Luís Carlos Berrini. Caracterizadas como centralidades dominantes, concentram investimentos imobiliários de grande porte, além de dirigir atividades de comércio e serviços aos estratos sociais de renda mais alta (NAKANO; CAMPOS; ROLNIK, 2004, p. 125). Em Santos (1990, p. 62), a reprodução do centro dentro da metrópole deriva de

um esquema de seletividade espacial em favor da expansão das atividades de bens e serviços nas áreas mais centrais (privilegiadas) da área metropolitana; findando em um processo espacial cumulativo (e dialético), pois se reproduz ao mesmo tempo que reforça estruturas existentes.

Mapa 2 - Concentração de propriedades geridas por FIIs por distrito (SP) e municípios (RMSP) (2020)



Base cartográfica: Geosampa, Centro de Estudos da Metrópole, Datageo.

Fonte: Elaboração própria a partir da compilação de dados da ANBIMA, CVM e relatórios gerenciais.

Aderente à observação realizada por Santos (1990), a maioria dos ativos são produzidos justamente nas regiões circunscritas aos eixos corporativos mencionados, principalmente no distrito do Itaim Bibi e arredores (Santo Amaro, Pinheiros, Jardim Paulista etc.). A conjuntura, entretanto, não é exatamente nova, visto que a região já concentrava, em 2004, cerca de 78% das propriedades sob administração de FIIs em São Paulo (aproximadamente 36 imóveis¹¹⁶) (BOTELHO, 2005, p. 175). Apesar da quantidade de propriedades ter crescido quase sete vezes (para 242 ativos), estima-se que essa parcela represente em torno de 74,46% das propriedades no município, conservando uma proporção relativamente estável no tempo.

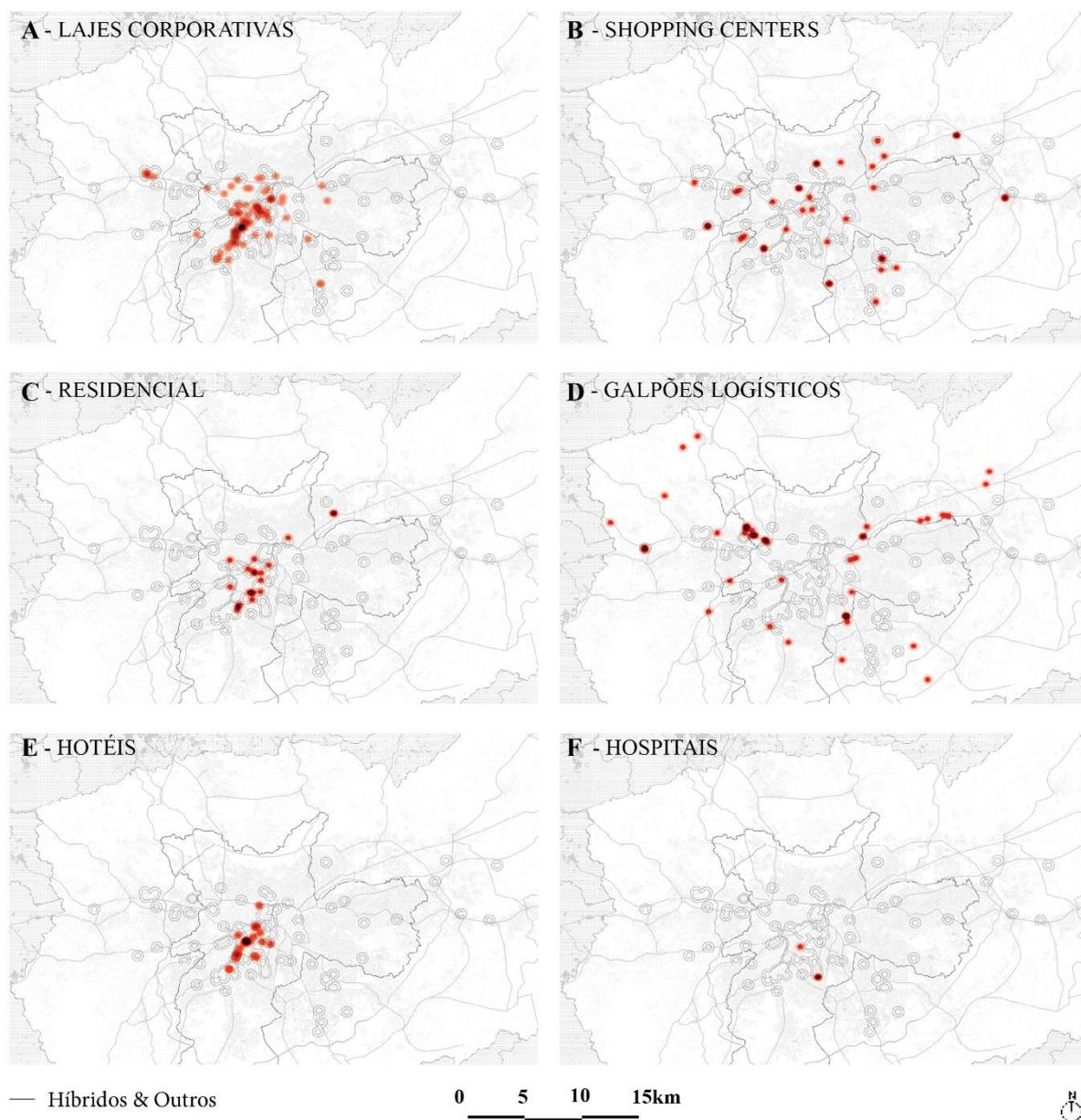
¹¹⁶ Segundo o levantamento de Botelho (2005, p. 175), o vetor sudoeste concentrava, em 2004, 36 dos 46 FIIs existentes no período. Considerou-se que cada FII equivaleria a uma propriedade, visto que os fundos monoativos eram comuns no período.

Todavia, a atuação ativa de FIIs no vetor sudoeste pode perpassar a falsa impressão de um movimento unidirecional de difusão do instrumento na região. Se analisado sob a ótica dos segmentos de atuação, constata-se que, embora os usos corporativo, hoteleiro, residencial e hospitalar acompanhem uma lógica de ocupação bastante semelhante, o município de São Paulo não centraliza todos os usos, que são mais diversos e seguem lógicas e estratégias específicas de localização. Esta situação ocorre no caso de shoppings e galpões logísticos, tendo 58,33% e 51,16% de seus ativos localizados fora do município, respectivamente.

Conforme é possível observar no Mapa 3, os FIIs do segmento de shoppings (B) possuem seus ativos pulverizados no território, enquanto os galpões logísticos (D) estão majoritariamente espalhados nas bordas da mancha urbana, próximos às principais rodovias e entroncamentos viários. Ainda que o percentual de galpões logísticos (48,33%) dentro do município de São Paulo pareça elevado, estes se localizam próximos dos limites administrativos. Ressalva-se que, em geral, os fundos imobiliários de shoppings (assim como em outros segmentos) não costumam possuir a propriedade integral do estabelecimento, adquirindo um percentual do imóvel já desenvolvido (e muitas vezes consolidado).

Ademais, também é importante citar que existem FIIs cujos segmentos são classificados como “híbridos” e “outro”, não sendo possível, devido à escala abordada, determinar precisamente o uso de cada imóvel. Logo, o percentual exposto deve ser interpretado como uma aproximação. À vista disso, a porcentagem de ativos logísticos localizados nos demais municípios da região metropolitana pode ser maior do que o anteriormente expressado.

Mapa 3 - Densidade de propriedades geridas por FIIs por segmento (2020)



Base cartográfica: Geosampa, Centro de Estudos da Metrópole, Datageo.

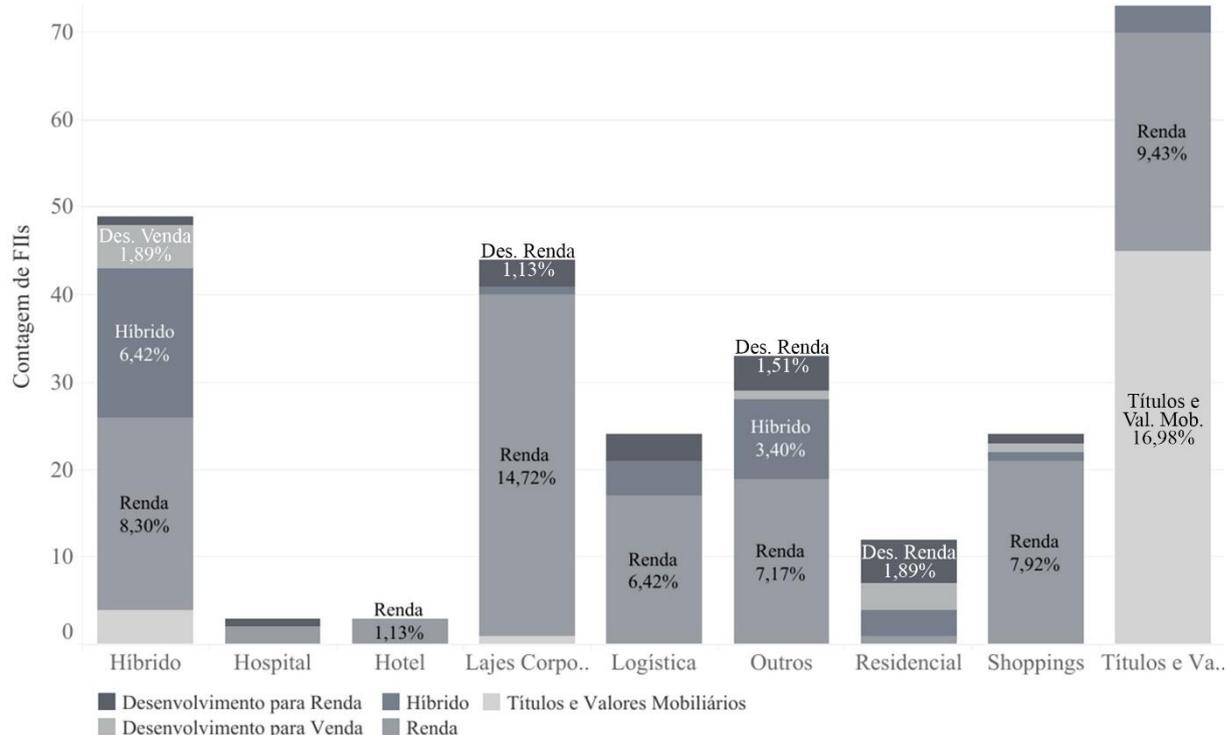
Fonte: Elaboração própria a partir da compilação de dados da ANBIMA, CVM e relatórios gerenciais.

Exposto o padrão de espraiamento dos diversos segmentos de fundos imobiliários, indaga-se, qual o perfil (“mandato”¹¹⁷) geral dos FIIs? A partir do levantamento realizado, a análise do gráfico a seguir indica que os chamados fundos de desenvolvimento são pouco significativos na indústria. No geral, a maior parte dos FIIs se enquadra no mandato de renda (51,03%), seguido por títulos e valores mobiliários (17,12%), híbridos (13,01%), desenvolvimento para

¹¹⁷ Segundo a ANBIMA, o “mandato” corresponde ao “objetivo fundo de acordo com a finalidade do investimento”.

renda (6,16%), desenvolvimento para venda (3,42%); enquanto o restante (9,25%) não continha informações aplicáveis (n/a).

Gráfico 11 - Mandato por segmento de FIIs (2020)



Fonte: Elaboração própria a partir da compilação de dados da ANBIMA, CVM e relatórios gerenciais.

O gráfico acima revela que na maioria dos segmentos, o objetivo preponderante dos FIIs é a renda. O setor destoante, com a maior proporção de mandatos de desenvolvimento, é o residencial (C), cuja produção também se concentra no vetor sudoeste (rever Mapa 3), embora ainda relativamente limitada. A princípio, a pequena expressão dos FIIs de desenvolvimento (para venda e para renda) parece consequência da própria estrutura dos fundos imobiliários que, por exemplo, não permite contrair empréstimos para financiar as suas atividades, prática comum e fundamental para muitas empresas do setor da construção.

Com base nesta primeira aproximação, compreende-se que há classes de FIIs com dinâmicas localizacionais muito específicas que diferem daqueles circunscritos nas regiões mais valorizadas da cidade. Nessa perspectiva, têm-se como mais relevantes os segmentos *corporativo*, *shopping* e *logístico* – desenvolvidos na próxima subseção. A escolha se justifica pela grande representatividade desses setores na indústria de FIIs e pela dissemelhança em suas lógicas de ocupação territorial. Na composição do IFIX de 2020, os fundos logísticos possuíam

18,69% de participação, frente aos 11,48% de shoppings e 11% de lajes corporativas; somente atrás dos FIIs de “papel”, cuja participação no índice era de 28,39%.

3.2.1.1.Segmentos Corporativo, Shopping Center e Logístico

A preferência dos FIIs por determinadas regiões da RMSP se relaciona, para além do objetivo¹¹⁸ geral de cada fundo, com o caráter estratégico que cada localização pode prover, seja na expectativa de valorização de seus ativos, ou na maximização do retorno sobre o capital imobilizado. Conforme já mencionado, as classes de FIIs relacionadas possuem dinâmicas localizacionais bastante diversas, não se restringindo ao que se considera como as regiões mais valorizadas da metrópole.

O atributo “localização”, entretanto, merece cautela, pois a abordagem superficial da questão pode reificar uma percepção na qual a localização se constitui como determinação do valor. Os elementos do ambiente construído devem, na realidade, ser compreendidos como valores de uso localizados (HARVEY, 2013, p. 316), os quais – dado o instituto da propriedade privada – facultam a captura de renda.

Fruto da reestruturação produtiva da metrópole, a expansão da produção imobiliária privilegiou o setor terciário na reorganização espacial do trabalho em um primeiro momento (NOBRE, 2000, p. 136), ampliando-se posteriormente para outras categorias (como o caso logístico). Não por acaso, as três classes de fundos imobiliários abordadas, cujas atividades não são novas em si, estão direta ou indiretamente ligadas ao setor, sendo os edifícios corporativos e shopping centers artefatos de base e sustentação nos quais ocorrem as atividades de serviços (financeiros, inclusive) e comércio varejista, respectivamente. Os galpões logísticos, por sua vez, tem utilidade mais abrangente, beneficiando diversos setores, como o industrial (metalúrgico, petroquímico etc.), de materiais de construção, mas sobretudo o terciário (MAGNANI; SANFELICI, 2022, p. 189).

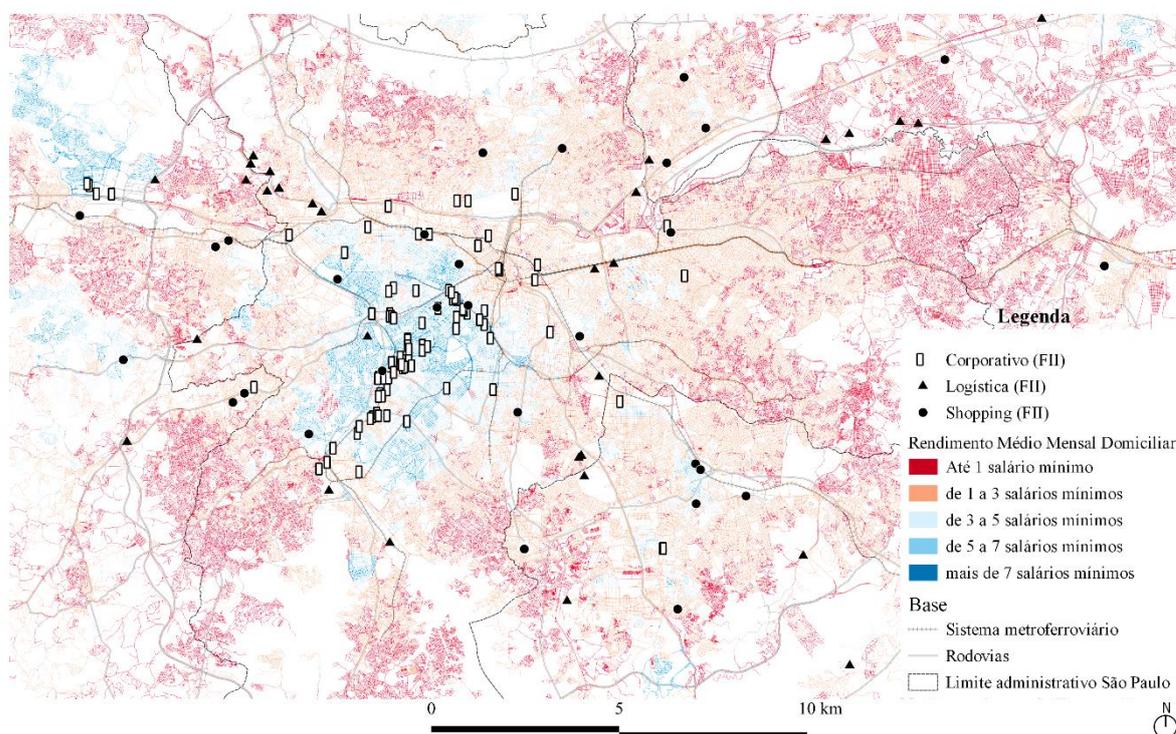
Antes de adentrar em cada segmento específico, expõe-se uma breve análise entre a localização e característica dos segmentos de fundos imobiliários e determinadas expressões socioterritoriais na RMSP. O desenvolvimento dos produtos imobiliários com características

¹¹⁸ Segundo o Art. 15 da ICVM 472/2008, o regulamento do FII deve dispor sobre o objeto do fundo, definindo os segmentos em que atuará; e descrever o objetivo fundamental dos investimentos imobiliários a serem realizados, bem como a sua política de investimento.

convenientes à capitalização das rendas imobiliárias pelos FIIs em diferentes regiões revela o papel ativo da produção que, frequentemente, é obscurecido pela dinâmica de consumo desses espaços. Essa matéria, entretanto, será aprofundada mais adiante.

Ao observar o Mapa 4, a relação entre as camadas de renda e os segmentos de fundos imobiliários pesquisados demonstra, para a classe de edifícios de escritórios, que estes se encontram em regiões cujo estrato de renda é mais alto. Como o setor corporativo demanda, em geral, mão-de-obra especializada, os salários são maiores; logo, os trabalhadores com rendimentos altos tendem a se instalar mais próximos dos seus locais de trabalho. Os shoppings, por sua vez, estão mais dispersos no território (embora, até os anos 2000, eles estivessem concentrados em áreas de maior renda), em regiões com os mais diversos rendimentos domiciliares. Por outro lado, os galpões logísticos ficam restritos principalmente às bordas da região metropolitana, em áreas com renda de até três salários-mínimos, onde o preço da terra é menor e viabiliza a construção de grandes estruturas.

Mapa 4 - Relação entre camadas de renda (2010) e segmentos de FIIs pesquisados (2020)



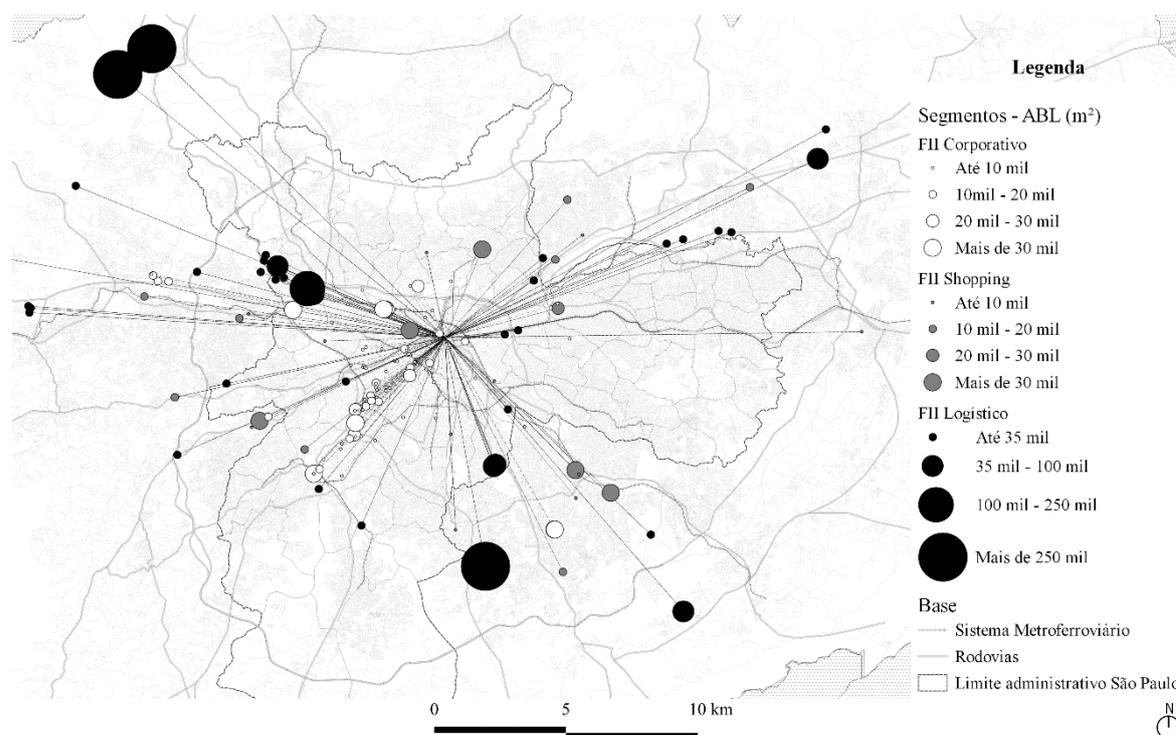
Base cartográfica: Geosampa, Centro de Estudos da Metrópole, Datageo.

Fonte: Elaboração própria a partir da compilação de dados da ANBIMA, CVM e relatórios gerenciais.

Sobre o tamanho dos empreendimentos, o Mapa 5 ilustra, por meio da variável de Área Bruta Locável (ABL), a quantidade de espaço ofertado por cada segmento. Os dados demonstram que o segmento logístico apresenta a maior área locável total, com cerca de 5.690.547,00 m²;

seguido por lajes corporativas, 934.625,00 m² e shopping centers, 519.199,00 m². A mediana da variável para cada ativo é de 21.107,00 m², 4.362,00 m² e 9.195,00 m², respectivamente.

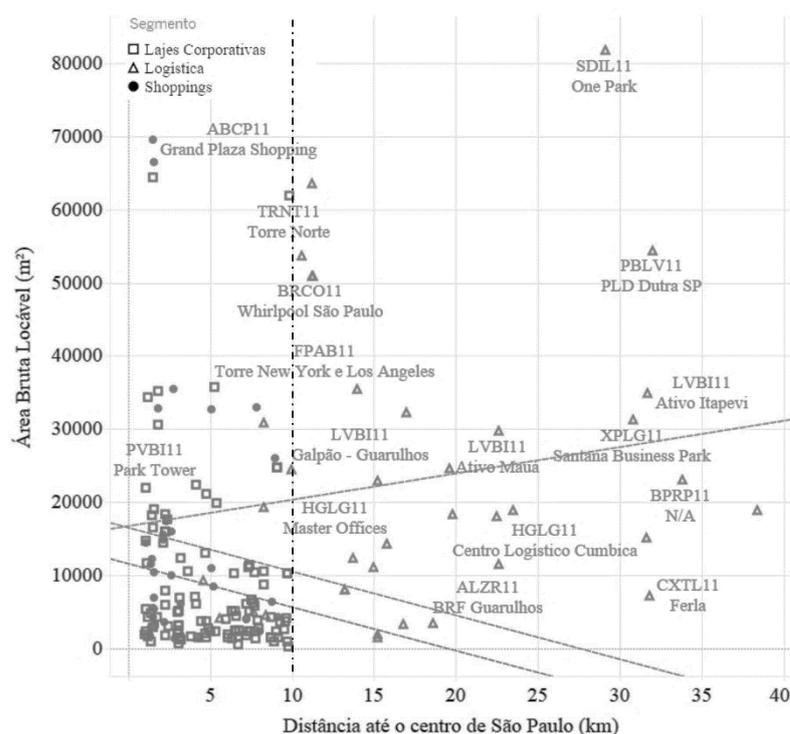
Mapa 5 - Área Bruta Locável por segmento de FII pesquisado (2020)



Base cartográfica: Geosampa, Centro de Estudos da Metrópole, Datageo.

Fonte: Elaboração própria a partir da compilação de dados da ANBIMA, CVM e relatórios gerenciais.

Ao verificar uma possível correlação entre a ABL e distância até o centro da cidade de São Paulo, essa só se demonstrou positiva (mesmo que fraca) para o segmento de galpões logísticos. Ou seja, a maior oferta de ABL pelo segmento pode ser, em parte, explicada pela maior distância dos empreendimentos do centro de São Paulo. Apesar dessa tendência não ter sido encontrada para os demais segmentos, o Gráfico 12 a seguir demonstra um curioso fato no qual os ativos corporativos e comerciais geridos por FIIs não distam mais de 10km do centro, muito pelo fato de circunscreverem áreas de média e alta renda e pela maior presença do setor de serviços.

Gráfico 12 - Relação entre ABL e distância até o centro de São Paulo (2020)¹¹⁹

Fonte: Elaboração própria a partir da compilação de dados da ANBIMA, CVM e relatórios gerenciais.

Um tanto óbvio, a maior disponibilidade de área locável em regiões mais distantes do centro pode ser explicada pelo menor valor da terra. Este fato, contudo, demonstra outra dinâmica: a de que os fundos logísticos preferem grandes estruturas, por serem mais rentáveis (menor custo da terra e tempo de desenvolvimento), do que os chamados galpões *last-mile*, de tipologia menor e localizados dentro do tecido urbano. Realizadas as colocações mais genéricas, prossegue-se com a análise dos segmentos considerados mais relevantes.

Lajes Corporativas

A reestruturação produtiva da metrópole como centro de serviços gerou grande demanda por edifícios corporativos. O desenvolvimento do mercado transformou o conceito de função do imóvel que deixou de ser visto apenas como uma estrutura física para se tornar um ambiente adequado e integrante no desenvolvimento de negócios (BROOKFIELD, 1998 apud NOBRE, 2000, p. 141). Nesse processo, a arquitetura corporativa também se modificou, seja por meio de um novo padrão estético, conformado altas torres envidraçadas; ou mesmo pelas suas funcionalidades, com a presença de sistemas de ar-condicionado central, piso elevado, altura

¹¹⁹ *Outliers* excluídos. Ver Apêndice D para modelo estratificado de cada segmento.

do pé direito, dentre outros. Tais atributos, inclusive, adentram como aspectos qualitativos que servem para avaliar o *rating* de cada edificação.

A classificação dos edifícios, realizada por consultorias especializadas – cada qual com metodologia e *ranking* próprio – avalia com base em critérios específicos o “desempenho” do edifício, e tem como balizador a perspectiva do usuário. Segundo o Núcleo de Real Estate da POLI (NRE-POLI), que oferece o serviço, a classificação dos edifícios conta com sete categorias hierárquicas (AAA, AA, A, BBB, BB, B e C). O topo da escala (A+) designa a mais alta qualidade (de padrão construtivo, tecnologias disponíveis, serviços condominiais) e ótima localização na malha urbana, enquanto a última (C), indica qualidade inadequada segundo os padrões construtivos vigentes¹²⁰.

Rocha Lima Jr. (1993, p. 06, *itálico nosso*) indica que o sistema de certificação de qualidade, “a partir da aferição do ajuste do produto aos padrões mínimos impostos por normatização, protegem o mercado naquilo em que ele *tecnicamente* não tem capacidade de avaliar”. Logo, o sistema traduz as qualidades do produto (O’NEILL, 2019, p. 1311) e simplifica (homogeneíza) o processo decisório dos investidores na avaliação do risco do imóvel, seja na perspectiva de valorização ou mesmo em sua rentabilidade. Empreendimentos de classe A+, por exemplo, possuem maior estabilidade nas receitas provenientes dos aluguéis, uma vez que o perfil dos seus inquilinos é de grandes empresas; o que representa um menor risco de investimento.

No ambiente construído, é coerente afirmar que o deslocamento das atividades do centro para o quadrante sudoeste da cidade de São Paulo é conduzido pela produção de edifícios (e eixos) corporativos em um processo contínuo de renovação urbana. À vista disso, as centralidades mais recentes detêm, majoritariamente, os empreendimentos com maior padrão de qualidade. Nesse sentido, César (2007, p. 65–68) relaciona genericamente cinco regiões da capital paulista com edifícios de escritórios com os padrões construtivos preponderantes:

- Centro: com estoque de edifícios predominantemente antigos, conteúdo tecnológico ultrapassado e poucas possibilidades de redensolvemento;
- Paulista: maior parte do estoque é considerada obsoleta, mas há exceções com edifícios relativamente novos com especificações técnicas modernas;

¹²⁰ Cf. VERONEZI, A.B.P. **Sistema de Certificação de Qualidade de Edifícios de Escritório no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Engenharia), Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

- Jardins e Marginal (pós-1990): grandes empreendimentos, tecnologia avançada e “imagem corporativa de qualidade”; e
- Outras regiões: como Jabaquara, Água Branca e Alphaville possuem importância secundária em relação à localização, demanda e investimento.

Associado aos maiores rendimentos e ao bom nível de qualidade das edificações, a maior concentração de imóveis corporativos sob gestão dos FIIs no quadrante sudoeste (frente ao encontrado em outras regiões) é, em parte, esclarecida. Esse fato, contudo, não limita a presença de fundos imobiliários apenas a essa região, visto que diferentes perfis de inquilinos implicam em necessidades distintas. Nas palavras de Veronezi (2004, p. 06), “existe um grande leque de tais edifícios com qualidade diversificada, uma vez que nem todos usuários estão dispostos a pagar o valor derivado de tecnologia de ponta e localização privilegiada”. E, como há FIIs com estratégias e finalidades igualmente diversas, essa dinâmica serve bem à indústria de fundos imobiliários em geral¹²¹.

Extrapolando o caso corporativo, o estabelecimento dos eixos empresariais também revela aproximações com outras atividades econômicas. Os hotéis e shopping centers construídos no contexto das transformações econômicas de São Paulo, contribuem na caracterização do perfil da região (CARLOS, 2005, p. 25). De certo modo, são usos complementares, com os hotéis suprimindo a demanda por estadias provenientes de viagens de negócios e os shoppings servindo a população que trabalha e reside na região.

Em geral, a expansão do setor terciário, associado aos investimentos e incentivos do Estado (mesmo que posteriores ao desenvolvimento imobiliário), promoveu e consolidou centralidades ao longo do vetor sudoeste, permitindo o assentamento de novas relações financeiro-imobiliárias. Como áreas altamente valorizadas que concentram renda e emprego, a produção imobiliária presente e futura ganha relevo, pois, dadas as relações de propriedade estabelecidas, são base concreta para a obtenção e reprodução de ganhos financeiros.

As empresas que se instalam nos edifícios corporativos se beneficiam da locação, pois obtém valores de uso anexados ao capital incorporado na terra sem incorrer no risco do ônus da desvalorização do imóvel caso se mudem de localização (HARVEY, 2013, p. 503); ou mesmo

¹²¹ A título de exemplo, o FII RB Capital Office Income (RBCO) detém em seu portfólio quatro ativos na capital paulista. Destes, dois se localizam na Av. Paulista e estão classificados como B; o que se encontra na região da Chucru Zaidan está classificado como A; e o edifício de Santo Amaro classifica-se como A+.

na imobilização de grandes quantidades de capital que podem ser reinvestidos no seu *core business*. Logo, “será vantajoso para eles se o capital incorporado na terra for de propriedade de alguma outra pessoa” (HARVEY, 2013, p. 503).

No sentido supracitado, o fundo imobiliário adentra como a “outra pessoa” que obtém, por meio do monopólio da propriedade, a renda ou a base de “remuneração por serviço”. Os FIIs desempenhando papel dos *financistas* apontado por Harvey (2013, p. 503), proporcionando capital portador de juros (via títulos mobiliários), “ao mesmo tempo que podem capitalizar qualquer forma de receita acumulada pelo uso do ambiente construído em um capital fictício” (HARVEY, 2013, p. 503). Embora as relações de acumulação pelo imobiliário descritas já existissem na cidade industrial moderna, salienta-se que, sob o domínio financeiro contemporâneo, elas se intensificam e se desdobram em novas dinâmicas e processos sobre o espaço urbano.

A lógica até então descrita é base do *modus operandi* dos FIIs voltados para renda. Apesar dessa logicidade escorar o modo de atuação dos fundos em geral, as próximas subseções abordarão as especificidades dos outros segmentos pesquisados que, além do seu modo de próprio de inserção no território, apresentam formas diferentes de operação.

Shopping Center

O shopping center, como equipamento comercial de grande porte, tem expressão relevante na estruturação do espaço urbano paulistano moderno. Embora o primeiro empreendimento do tipo, o Shopping Iguatemi, tenha sido inaugurado em São Paulo em 1966, é a partir da década de 1980 que há uma maior proliferação desse tipo de equipamento (PINTAUDI, 1987, p. 32). De forma não ocasional, cita-se novamente a reorientação produtiva da metrópole como norteador dessa difusão.

Especificamente, Pintaudi (1987, p. 40) relata que a transformação no comércio foi inicialmente possível graças à concentração crescente da população nas cidades, produção em massa, generalização do uso do automóvel e aumento quantitativo e qualitativo no consumo. Em relação ao último aspecto, os hábitos de consumo da população se alteraram, modificando e sendo influenciados por novas concepções de espaço que não só reúnem atividades comerciais, como também oferecem uma ampla gama de serviços, entretenimento e lazer.

pela métrica da ABL¹²². Segundo a Associação Brasileira de Shopping Centers (ABRASCE), os empreendimentos classificam-se como:

Tabela 12 - Classificação de Shopping Centers

Tipo	Porte	ABL (m²)
Tradicional	Mega	Acima de 60.000
	Regional	De 30.000 a 59.999
	Médios	De 20.000 a 29.999
	Pequenos	Até 19.999
Especializado	Grandes	Acima de 20.000
	Médios	De 10.000 a 19.999
	Pequenos	Até 9.999

Fonte: ABRASCE.

Dadas as dimensões físicas expressivas, fica claro que o desenvolvimento desses equipamentos comerciais necessitam de vultuosas quantias de capital, sendo necessário recorrer a recursos de terceiros para o seu financiamento, como bancos ou investidores (PINTAUDI, 1987, p. 40). Assim, devido ao alto investimento e longo período de maturação do negócio, a localização – longe de um mero detalhe – é considerada uma das decisões estratégicas mais importantes do setor varejista (BOTELHO, R., 1998, p. 02).

Entretanto, observa-se que os fundos imobiliários não tendem a construir empreendimentos nesse setor, adentrando principalmente em shoppings já acabados, pois assim mitigam o risco do desenvolvimento imobiliário. Do ponto de vista do proprietário, a escolha pela venda de uma fração do shopping pode ocorrer por várias razões, seja pela redução do horizonte no qual o retorno do investimento se dará, ou pelo fato do FII, como gestor especializado, buscar maximizar os ganhos provenientes da operação. Aqui, cita-se uma interação bastante interessante no segmento. Apesar do FII fazer a gestão do ativo, a administração (ou operação) do shopping fica a cargo de outra empresa especializada que compõe, muitas vezes, outro grupo econômico. Inclusive, algumas são negociadas no mercado bursátil e detém ativos próprios, como o grupo Iguatemi ou a brMalls.

Apesar da entrada de fundos imobiliários em shopping centers datar o final da década de 1990, Pintaudi (1987, p. 41) já indicava de forma bastante adequada, que a associação entre o capital imobiliário e o capital financeiro em shopping centers na década de 1980 era altamente vantajoso, pois as lojas não são vendidas e sim locadas, auferindo um fluxo constante de renda

¹²² Destaca-se que a ABL não contempla área de circulação, estacionamento, área técnica etc.

ao proprietário. Do lado dos comerciantes, estes se beneficiam do planejamento físico e operação do shopping, bem como não incorrem na necessidade de desembolsar grandes quantias de capital na aquisição ou construção de uma loja (BOTELHO, R., 1998, p. 05; PINTAUDI, 1987, p. 41).

Sob outra perspectiva, compreender a composição do fluxo de caixa de um centro comercial pode ser de fundamental importância para o entendimento do interesse da indústria de FIIs no segmento. Sem adentrar na tecnicidade dos indicadores (vacância, taxa interna de retorno, *net operating income* etc.), se têm como principais fontes de receitas os aluguéis e um percentual sobre as vendas das lojas¹²³. Ademais, também há a possibilidade de obter renda a partir da exploração ou concessão da operação de outras áreas como, por exemplo, o estacionamento. Logo, verifica-se em um único empreendimento uma diversificação das receitas intrínseca à sua operação (mesmo que correlacionadas).

Fruto da combinação de tempo e lugar para circulação de mercadorias, a materialização espacial dos shopping centers não só permite a reprodução do capital comercial, como também a do capital imobiliário (PINTAUDI, 1987, p. 29). Atualmente, a associação do capital financeiro à atividade adquire novas formas, sendo necessária para a reprodução do capital no setor, como em tantos outros segmentos. Ainda mais, pode-se dizer que há uma semelhança na lógica em que opera o shopping (modelo de negócio) e o modo de atuação do FII – o que torna essa associação tão atrativa.

Galpões Logísticos

O segmento de galpões logísticos é, dentre as categorias pesquisadas, aquele que merece maior contextualização, visto que a armazenagem de produtos é apenas uma atividade dentro de todo o processo logístico. O *Concil of Logistics Management* (apud ARBACHE *et al.*, 2006, p. 20–21), define a atividade logística como:

[...] o processo de planejar, implementar e controlar de maneira eficiente o fluxo e a armazenagem de produtos, bem como os serviços e informações associados, cobrindo desde o ponto de origem até o ponto de consumo, com o objetivo de atender os requisitos do consumidor.

¹²³ Os valores de aluguel e percentual sobre as vendas variam de acordo com a localização das lojas no shopping, ramo de atividade e tamanho (loja âncora, satélite, quiosque etc.).

No Brasil, o setor logístico começou a ganhar tração a partir da estabilização econômica na metade da década de 1990, com a implementação do Plano Real (MONETTI; PASSONI, 2006, p. 01). Antes disso, o parco desenvolvimento do segmento era consequência direta das altas taxas inflacionárias. Por essa razão, as empresas (principalmente de médio e pequeno porte) não priorizavam o alto giro de mercadorias, mas em armazenar e movimentar seus produtos com segurança, pois os ganhos financeiros normalmente compensavam os custos de manter grandes estoques (ARBACHE *et al.*, 2006, p. 45; 54).

Devido à maior abertura econômica e o crescimento de investimentos estrangeiros a partir desse período, a entrada de multinacionais no mercado interno não só gerou demanda por esse tipo de instalação, como também elevou o nível de qualidade buscado. E, deste modo, surge o interesse de empreendedores no desenvolvimento do galpão logístico como produto imobiliário (MONETTI; PASSONI, 2006, p. 01).

Segundo o levantamento da Revista Buildings, de 2019, o mercado de São Paulo representa mais da metade do setor de condomínios logísticos de todo o país, com 331 empreendimentos do tipo, o equivalente a aproximadamente 12 milhões de metros quadrados de estoque. Apesar disso, salienta-se que o mercado é dividido em dois grandes grupos: o de galpões localizados dentro de uma estrutura de condomínio¹²⁴ – o qual os dados se referenciam –, e o de galpões fora de tais estruturas, chamados de monousuários ou *stand-alone* (DIDZIAKAS, 2020).

Em geral, os galpões logísticos são estruturas voltadas principalmente para locação. De acordo com Monetti & Passoni (2006, p. 02), as empresas preferem arrendar tais espaços, pois buscam desmobilizar o seu capital em imóveis para concentrar recursos em suas atividades principais. Logo, procuram locais que atendam qualitativamente as suas necessidades e que sejam flexíveis o suficiente para se adaptar às novas demandas.

A depender da necessidade dos locadores, há diversas especificações que os condomínios devem dispor. E, análogo às lajes corporativas, elas também são hierarquizadas (*rating*). Frisa-se que cada consultoria, dentre as várias que realizam o serviço, possui uma matriz de avaliação e um sistema de classificação próprios. O NRE-POLI, por exemplo, realiza a classificação de condomínios logísticos utilizando quatro categorias (AAA, A, B e C). Por outro lado, a

¹²⁴ O condomínio logístico é um empreendimento que reúne diversos galpões que são locados para diversas empresas. Oferecem também uma gama de comodidades que são partilhadas entre os inquilinos, como segurança, refeitório, salas de treinamento etc.

Buildings emprega uma metodologia de avaliação para galpões, utilizando cinco classes (AAA, AA, A, B e C). Conforme Yassu (2022, p. 265) aponta, o *rating* se torna “um parâmetro para a homogeneização dos empreendimentos em um referencial que facilita a sua transformação em ativo financeiro, dotando este de certa previsibilidade, rentabilidade e liquidez”.

O sistema de classificação de qualidade dos condomínios logísticos objetiva, segundo Mora (2016, p. 33) “dar suporte a uma leitura de qualidade dos empreendimentos inseridos no mercado, e assim permitir fazer um juízo de valor baseado na informação transparente da qualidade oferecida num empreendimento”. Nesse sentido, optou-se por descrever brevemente o sistema elaborado pela autora no âmbito do NRE-POLI, por considerar um conjunto de atributos de forma mais íntegra. A matriz¹²⁵ desenvolvida engloba dois agrupamentos de características associadas (i) ao galpão e (ii) ao condomínio.

O primeiro avalia especificações técnicas como sistemas prediais (elétrica, hidráulica, iluminação) e a eficiência do edifício (altura do pé direito livre, capacidade de sobrecarga no piso, planicidade e nivelamento do piso, distância da modulação entre pilares etc.) (MORA, 2016, p. 89–91). Basicamente, os edifícios mais eficientes possuem melhores definições, tendo em vista o padrão atual do mercado.

Em relação ao condomínio, além dos sistemas (elétrica, hidráulica, telecomunicação, detecção e combate a incêndio), também se avaliam os atributos relacionados à circulação, manobra, estacionamento de veículos, serviços em geral (como segurança patrimonial), e área de apoio aos condôminos (refeitórios para os motoristas, auditórios etc.) (MORA, 2016, p. 91–94).

Além disso, a localização é um fator fundamental, pois erros de decisão podem acarretar em custos adicionais para a operação das empresas, além de reduzir a sua competitividade (ARBACHE *et al.*, 2006, p. 65). Mora (2016, p. 95) especifica como principais atributos: (i) visibilidade do projeto desde a rodovia principal de acesso; (ii) infraestrutura das vias de acesso; (iii) quantidade de pedágios entre o empreendimento e o centro urbano de interesse; (iv) condições de acessibilidade a outros modais de transporte, como portos, aeroportos, dentre outros. Ainda sobre essa perspectiva, pode-se complementar como variáveis que recaem sobre a decisão de implementação dos empreendimentos as “forças competitivas, desagregação da

¹²⁵ Cf. Mora (2016, p. 88). Apêndice B – Matriz inicial de atributos e certificado de qualidade de condomínios logísticos no Brasil.

demanda entre diversas instalações, efeitos na consolidação dos estoques, custos fixos de operação e custos de transporte.” (ARBACHE *et al.*, 2006, p. 65).

Na RMSP, os galpões logísticos localizam-se majoritariamente nas bordas da mancha urbana, bastante próximos de rodovias, pois “praticamente todos os produtos manufaturados utilizam o transporte rodoviário” (ARBACHE *et al.*, 2006, p. 68). Ademais, São Paulo é o principal mercado consumidor do Brasil, o que permite esclarecer o porquê de a região concentrar mais da metade dos ativos logísticos do país.

Embora o segmento não seja novo, o recente ímpeto de produção do parque logístico se dá a partir da crise sanitária global que desencadeou, via fortalecimento do *e-commerce*, uma grande demanda por esse tipo de ativo (MAGNANI; SANFELICI, 2022, p. 183; YASSU, 2022, p. 258). Na esteira dessa dinâmica, o FII surge como “o principal meio de circulação das propriedades de galpões logísticos” (YASSU, 2022, p. 273), uma vez que o segmento possui uma grande representatividade no mercado de fundos imobiliários em geral¹²⁶.

Territorialmente, a localização de galpões logísticos detidos por FIIs não destoam de outras propriedades logísticas detidas por outros agentes em geral¹²⁷. Especificamente, a análise dos dados levantados demonstrou que 48,83% dos fundos imobiliários encontram-se a até 500m de rodovias, ou seja, bastante limítrofes a elas. Observou-se também que, apesar de bem dispersos no território, há uma concentração próxima ao eixo da rodovia Anhanguera, explicada pela forte concentração industrial na região.

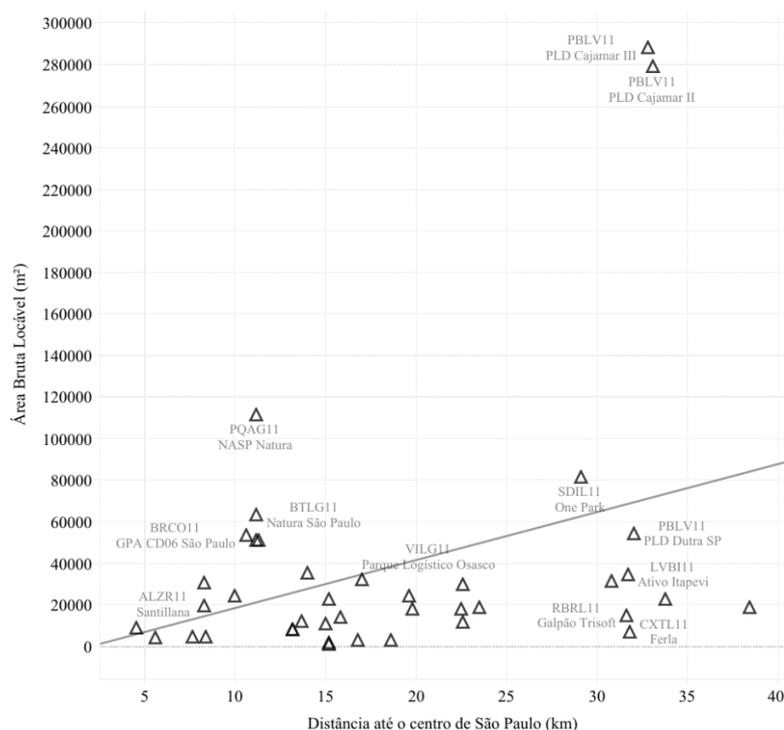
Também se aferiu, vide o gráfico a seguir, uma tendência positiva (mas não necessariamente causal) entre o tamanho dos empreendimentos logísticos e a distância até o centro da cidade de São Paulo. Em outras palavras, há uma inclinação maior à oferta de ABL em regiões mais distantes da região central da capital paulista. Conforme já colocado, apesar desse fato decorrer do menor preço da terra, ele não é a única variável determinante na composição das especificações dos condomínios logísticos¹²⁸.

¹²⁶ Em 2020, o percentual de FIIs logísticos no IFIX era de 19%, a maior participação de um fundo de “tijolo”.

¹²⁷ Cf. Magnani, Sanfelici (2022) se aprofundam no perfil das empresas inquilinas em galpões logísticos detidos por FIIs. Yassu (2022), enumera diversos grupos econômicos (nacionais e internacionais) do varejo digital atuantes em Cajamar (SP).

¹²⁸ Apesar da correlação observada a partir do modelo, o coeficiente de determinação (R^2) entre variáveis é de 0,1223. Ou seja, o modelo explica a dependência de apenas 12,23% entre variáveis (dependente e independente).

Gráfico 13 - Relação entre ABL de FIIs logísticos e distância do centro de São Paulo (2020)



Fonte: Elaboração própria.

Além disso, e de forma bastante similar à lógica dos outros segmentos, a composição das carteiras de fundos logísticos também leva em consideração a classificação (*rating*) dos ativos como forma de minimizar os riscos do investimento. Contudo, o que mais diferencia o setor dos outros é a maior disposição (mas não predominante) de desenvolver os ativos logísticos. O incentivo se dá pelo menor tempo de construção, dadas as características construtivas dos galpões; e a aplicação do modelo *built-to-suit* (BTS), no qual o FII constrói o ativo de modo a satisfazer as necessidades bastante específicas do locatário e arrenda em contrato atípico¹²⁹ por um longo prazo.

Em vista do apresentado até aqui, retoma-se mais uma vez a noção de que a inserção dos FIIs em diversos segmentos, como o caso apresentado, ocorre na esteira de capitalização, por meio da renda imobiliária, das mais variadas atividades econômicas. E, como espaços voltados principalmente para a locação, tais empreendimentos também se inserem de maneira muito aderente à lógica dos fundos imobiliários.

¹²⁹ Contratos atípicos geralmente consideram um longo prazo (dez anos ou mais) e possui cláusulas que protegem o proprietário. No caso de rescisão do contrato, a multa geralmente engloba todos os aluguéis restantes do prazo definido no contrato.

3.2.1.2. Instrumentos de ordenamento e transformação urbana: nexos e dinâmicas

Motivada pela correspondência indicada por Franco (2019, p. 101) entre propriedades detidas por fundos imobiliários e os perímetros de atuação de diferentes instrumentos de ordenamento e transformação urbana – OUCs, EETUs, PIUs –, a presente seção busca iluminar e aprofundar determinados padrões territoriais inicialmente apontados pelo autor. Em vista disso, procura-se esclarecer os nexos entre o processo de transformação produtiva da metrópole com a reestruturação do espaço, tendo na concentração territorial dos FIIs a importante expressão de como novas lógicas e processos relacionados ao capital financeiro se associam às regiões compreendidas por instrumentos urbanísticos.

Trazer esses instrumentos à luz se fez necessário, pois a remodelação urbana por eles engendrada estimula “o permanente processo de reconstrução e criação de novas bases espaciais de produção através da substituição, renovação e ruptura das estruturas preexistentes” (PESSOA; BÓGUS, 2008, p. 126). Apesar do FII não possuir protagonismo na proposição ou viabilização desses dispositivos, ele adentra nesses territórios tão logo as expectativas de valorização dessas regiões se tornam factíveis.

Instituído pela Lei Federal n.º 10.257 de 2001, o Estatuto das Cidades considera a Operação Urbana Consorciada como:

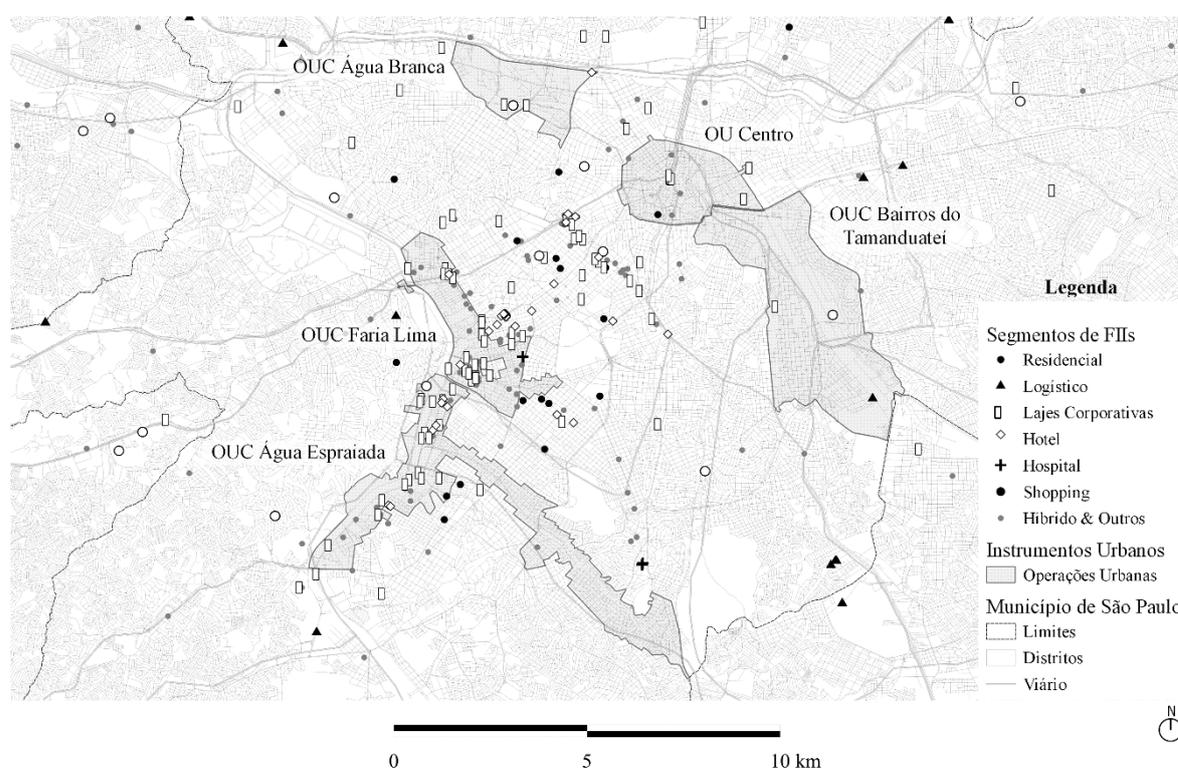
[...] o conjunto de intervenções e medidas coordenadas pelo Poder Público municipal, com a participação dos proprietários, moradores, usuários permanentes e investidores privados, com o objetivo de alcançar em uma área transformações urbanísticas estruturais, melhorias sociais e a valorização ambiental.

Grosso modo, a OUC deve ser aprovada via lei própria e conter especificações mínimas¹³⁰ exigidas pelo Estatuto das Cidades, como a definição da área atingida e as contrapartidas exigidas em troca de benefícios e incentivos sobre os parâmetros de uso e ocupação do solo. A forma mais usual de compensação, por parte do Poder Público, da outorga onerosa do potencial construtivo adicional é por meio da venda dos Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPAC), cujos recursos arrecadados passam a se vincular à operação e são aplicados de acordo com as finalidades previstas na lei.

¹³⁰ Cf. Art. 33 do Estatuto das Cidades.

A partir do cruzamento entre a localização de propriedades sob gestão de FIIs, estratificadas por segmento de atuação, e os perímetros dos instrumentos inquiridos, verificou-se a grande aderência espacial dos fundos imobiliários às OUCs e, em menor grau, às EETUs, como se verá mais adiante. A análise constatou que 113 propriedades, ou 34,76% dos FIIs presentes no município de São Paulo, estão em áreas de Operação Urbana (principalmente Faria Lima e Água Espreiada); tendo, neste universo, maior concentração de imóveis nos segmentos de lajes corporativas (44,24%), seguidos por híbridos & outros (41,92%), hotéis (7,07%), shoppings (3,73%), hospital e logístico (0,9% cada).

Mapa 7 - Relação entre segmentos de FIIs e Operações Urbanas (2020)



Base Cartográfica: Geosampa, Centro de Estudos da Metrópole, Datageo.

Fonte: Elaboração própria a partir da compilação de dados da ANBIMA, CVM e relatórios gerenciais.

Devido ao caráter “flexível” da categoria *híbrido & outros*, considera-se a grande maioria dos FIIs localizados em áreas de OUC como do segmento corporativo. Este fato é bastante correlato à conformação dos já consolidados espaços de serviços, expresso pelo eixo empresarial Faria Lima-Berrini.

Menos comum, outra forma pela qual os FIIs podem se relacionar com as OUCs é através do CEPAC. Ofertado por meio de leilões públicos na Bolsa de Valores, o certificado se caracteriza

como um título mobiliário, sendo regulamentado pela CVM¹³¹. Dessa maneira, desde a ICVM 472/2008 os CEPACs podem ser adquiridos por fundos imobiliários. Na prática, a obtenção de CEPACs ficaria restrita aos interesses dos FIIs de desenvolvimento (para venda e para renda), pois, mesmo que o título possa adquirir um caráter especulativo pelo seu potencial de valorização, ele não porta juros, distanciando-se do perfil de ativo adquirido por fundos de “papel”. Não obstante, os FIIs de ambas as modalidades referidas (desenvolvimento e títulos e valores mobiliários) foram consultados na base da CVM, que não retornou nenhum resultado, ou seja, não foram encontrados fundos imobiliários que possuíssem investimentos em CEPACs no período¹³².

Todavia, se os FIIs não são agentes relevantes no papel de incorporadores (vide análise realizada a partir do Gráfico 11 - Mandato por segmento de FIIs (2020)), eles começaram a ganhar protagonismo na recente evolução do mercado *multifamily* brasileiro. Bastante consolidado nos EUA, o arrendamento de imóveis residenciais neste modelo geralmente está associado a uma gama de infraestrutura e serviços disponíveis ou oferecidos separadamente, como espaço para *coworking*, amenidades, serviço de limpeza, dentre outros.

Nesse sentido, observa-se um movimento, por parte das incorporadoras, construtoras e *startups* do setor, na utilização da estrutura dos FIIs para gerir as suas carteiras de ativos nesse novo nicho de mercado. Apesar de recentes, destacam-se os FIIs: Housi (HOSI) com o conceito de “morar por assinatura” e ligado à Vitacon; Luggo (LUGG) que compra e aluga os imóveis construídos pela MRV; e Yuca (YUFI), cujo modelo de negócios foca em moradia compartilhada. Parte de uma dinâmica mais geral e fora da estrutura dos FIIs, também há a associação entre empresas nacionais e grandes fundos de investimento internacionais, como o norte-americano Greystar Real Estate Partners e o fundo de pensão canadense CPP Investments junto à Cyrela e Skr. Ou mesmo a entrada independente de fundos estrangeiros como o Evergreen, por meio da Vila 11. Entretanto, como uma dinâmica relativamente nova, é difícil interpretar, com o rigor necessário, maiores efeitos desse movimento, mesmo que se verifique um alinhamento, como fração, com a “indústria de propriedades”.

¹³¹ Em 2003, a Prefeitura de São Paulo realizou consulta à CVM sobre a possibilidade de os CEPACs serem caracterizados como valores mobiliários. Este entendimento foi corroborado pela CVM e demais órgãos técnicos consultados nos termos do Art. 2º da Lei 6.385/76 cuja redação foi dada pela Lei 10.303/2001.

¹³² Foram consultados os informes periódicos de novembro de 2020 de FIIs dos mandatos de desenvolvimento para renda, desenvolvimento para venda e títulos e valores mobiliários.

Retomando o foco nos instrumentos urbanos, volta-se a atenção para os Eixos de Estruturação da Transformação Urbana. O instrumento é caracterizado, segundo a § 2º do Art. 22 do Plano Diretor Estratégico (PDE) de 2014 como:

[...] porções do território onde é necessário um processo de transformação do uso do solo, com o adensamento populacional e construtivo articulado a uma qualificação urbanística dos espaços públicos, mudança dos padrões construtivos e ampliação da oferta de serviços e equipamentos públicos.

Ainda segundo o PDE, os EETUs são definidos a partir dos elementos estruturais do sistema de transporte público de média e alta capacidade, compreendendo uma faixa de 300m (150m para cada lado) do eixo das vias que comportam (ou possuem previsão) de corredores de ônibus; e quadras internas que distam 400m de raio das estações do sistema metroferroviário. Excluem-se da área de influência dos eixos alguns zoneamentos específicos¹³³, bem como os perímetros de operação urbana.

De certa forma, a própria caracterização do EETU dá indícios de alguns de seus objetivos, como melhorar o aproveitamento do uso do solo pelo adensamento, qualificar as centralidades, atrair e orientar a produção imobiliária, dentre outros¹³⁴. Para tal, estimula-se a produção por meio do coeficiente de aproveitamento (CA) máximo que passa a ser quatro. Ou seja, nos eixos permite-se construir de até o dobro do permitido fora deles (FUNARI, 2016, p. 91).

Sob esta perspectiva, Funari (2016) traz à luz uma importante contradição. Se, por um lado, o PDE pauta suas ações no conceito de justiça social, com diretrizes que englobam a justa distribuição de benefícios e ônus do processo de urbanização; por outro, o instrumento não parece capaz de quebrar a lógica concentradora ou criadora de desigualdades, encaminhando a manutenção de um cenário no qual as mesmas porções das cidades permanecem privilegiadas: o centro expandido e o quadrante sudoeste (FUNARI, 2016, p. 55; 92–93).

Na prática, aferiu-se que até o ano de 2020, 39,52% das outorgas onerosas concedidas¹³⁵ com base no exercício da lei (PDE) de 2014 estão compreendidas em EETUs, principalmente no

¹³³ Ficam excluídas das áreas de influência dos EETU: Zonas Exclusivamente Residenciais (ZER); Zonas de Ocupação Especial (ZOE); Zonas Especiais de Preservação Ambiental (ZEPAM); Zonas Especiais de Interesse Social (ZEIS); Zonas Especiais de Preservação Cultural (ZEPEC); áreas que integram o Sistema de Áreas Protegidas, Áreas Verdes e Espaços Livres; e áreas contidas na Macroárea de Estruturação Metropolitana (subsetores Arco Tietê, Arco Tamanduateí, Arco Pinheiros e Arco Jurubatuba).

¹³⁴ Cf. Art. 23 do Plano Diretor Estratégico (2014), nove objetivos urbanísticos estratégicos são elencados.

¹³⁵ Entende-se por concedida a outorga onerosa em situação “quitada”. Não foram considerados processos inalienáveis, comprometidos ou que sofreram desistência pelos proponentes.

quadrante sudoeste, como nas Av. Rebouças, Santo Amaro e Ver. José Diniz. Fora da referida região, pode-se destacar, na zona leste, o eixo delineado em torno da linha vermelha do metrô e, na zona norte, um pequeno trecho do corredor norte-sul e arredores. Ademais, o percentual de outorgas destinadas ao uso residencial (R) em EETUs prevalece para todas as regiões.

Tabela 13 – Percentual (%) de outorgas concedidas em EETUs por região de São Paulo (2014¹³⁶-2020)

Região	Centro	Leste	Norte	Oeste	Sul
%	6,39	18,21	11,82	29,07	34,50

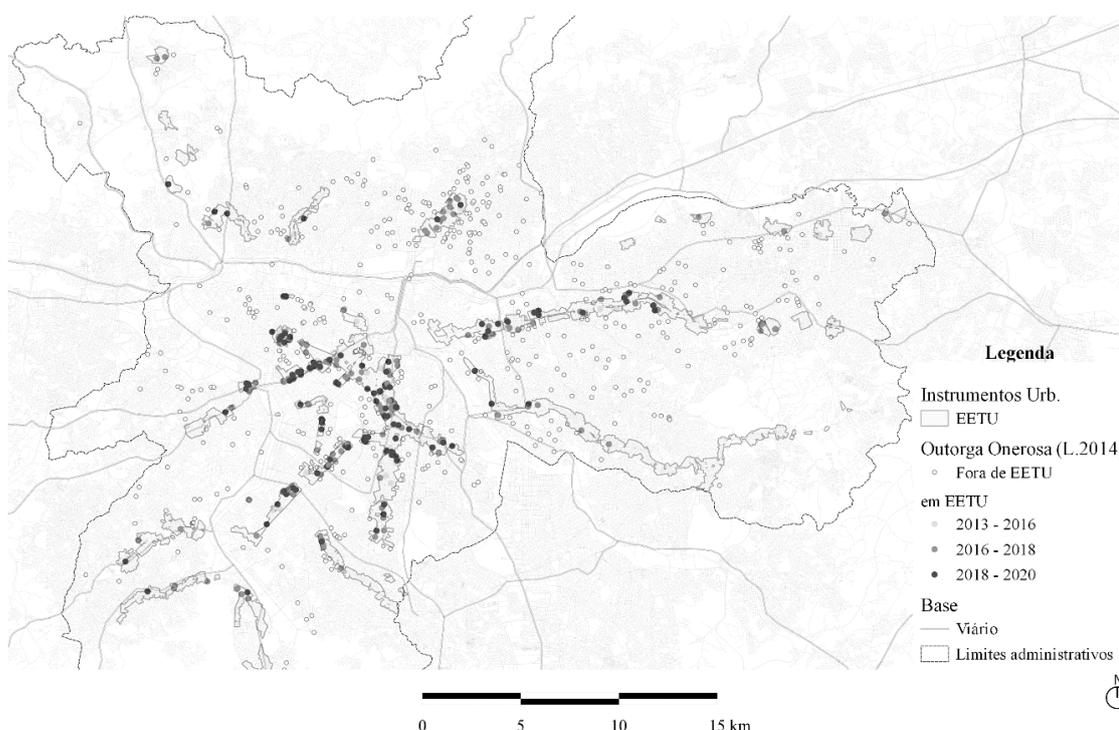
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Geosampa.

Tabela 14 - Percentual (%) de outorgas concedidas em EETUS por uso e região de São Paulo (2014-2020)

Uso/Região	Centro	Leste	Norte	Oeste	Sul
R	45,00	84,21	89,19	68,89	84,26
nR	15,00	5,26	2,70	3,33	3,70
n/a	40,00	10,51	8,11	27,79	12,04

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Geosampa.

Mapa 8 - Outorgas onerosas concedidas em EETUs (2014-2020)



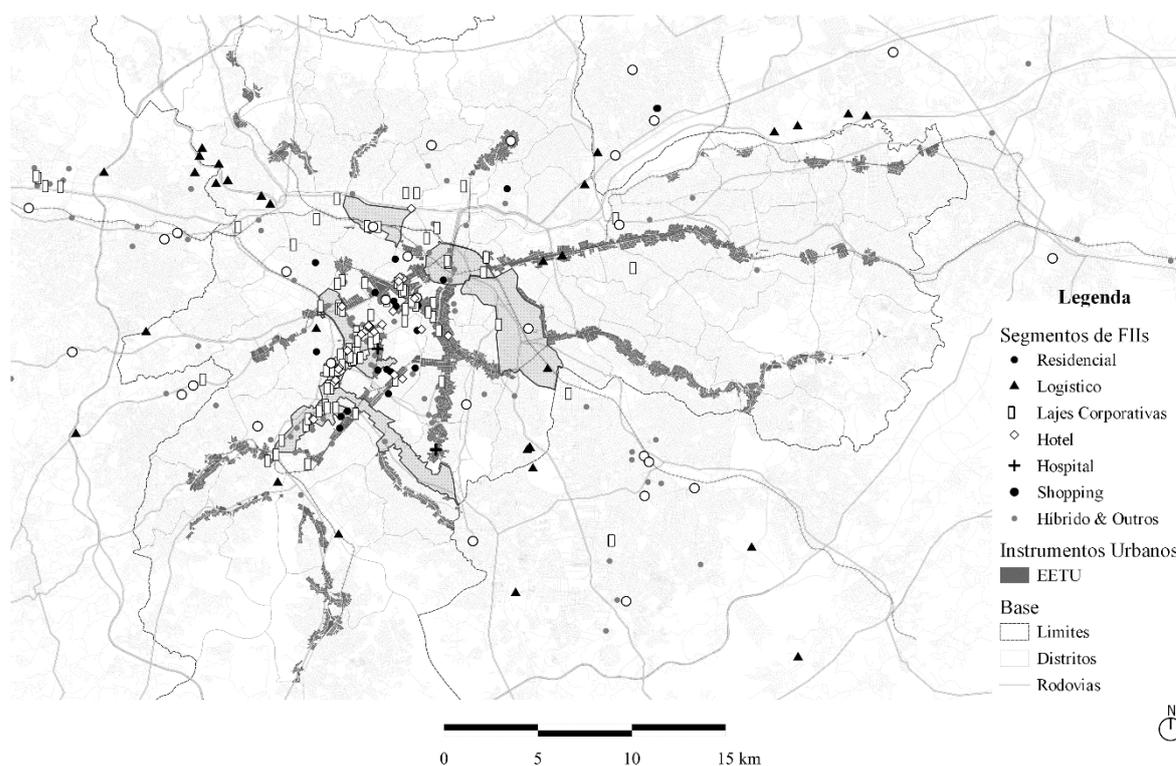
Base Cartográfica: Geosampa, Centro de Estudos da Metrópole, Datageo. Fonte: Elaboração própria.

¹³⁶ Com base nos parâmetros estabelecidos pelo Plano Diretor Estratégico, Lei nº 16.050/2014.

De fato, os dados demonstram que as considerações postas por Funari (2016) parecem se concretizar, ao menos parcialmente, tendo nas áreas mais valorizadas da cidade o maior aproveitamento dos parâmetros previstos nos EETUs. No entanto, também se verifica o avanço imobiliário sobre os eixos da zona leste e, em menor grau, da zona norte; indicando um território em transformação, mas que não apresenta, atualmente, um vínculo forte com o objeto estudado, os fundos imobiliários.

Em relação a presença de FIIs em EETUs, constataram-se 75 propriedades nesses eixos, ou 23,07% dos imóveis sob gestão de FIIs presentes no município de São Paulo. Dessa contagem, 30,66% são do segmento de hotéis, 24% de lajes corporativas, 4% residenciais, 2,66% para shoppings, hospitais e galpões logísticos; enquanto híbridos & outros representam 33,33%.

Mapa 9 - Relação entre segmentos de FIIs e EETUs



Base Cartográfica: Geosampa, Centro de Estudos da Metrópole, Datageo.

Fonte: Elaboração própria a partir da compilação de dados da ANBIMA, CVM e relatórios gerenciais.

Entretanto, um olhar aproximado revela algumas particularidades. Primeiramente, a distribuição de FIIs ao longo das EETUs não é minimamente diversa, centrando-se quase exclusivamente na faixa da Avenida Paulista e arredores. Ademais, a grande parcela de propriedades do segmento de hotéis também chama a atenção. Na realidade, a maior parte desses imóveis são subcondomínios de um único empreendimento imobiliário existente. Assim,

em vista desta distorção nos dados, o mais prudente é desconsiderar o segmento hoteleiro como o predominante, tendo novamente o segmento corporativo como destaque.

Apesar da correlação espacial encontrada, não é possível atribuir a concentração de FIIs exclusivamente aos EETUs. A começar pelo fato de o eixo ser um instrumento relativamente novo, enquanto a Av. Paulista já se estabelecia, desde antes a institucionalização dos FIIs na década de 1990, como um centro financeiro e polo cultural. Logo, a presença de FIIs na avenida, hoje compreendida pelo EETU, justifica-se mais pela sua centralidade – conformada por meio do processo de deslocamento de serviços, investimentos (públicos e privados) e consequente valorização da região – do que através do instrumento urbano em si.

Visto que os FIIs *não possuem um perfil predominantemente desenvolvedor*, como demonstrado anteriormente, a maior parte dos imóveis geridos por fundos imobiliários na região é de edificações mais antigas (que, dentro das possibilidades, não deixam de ser renovadas). Há, contudo, exceções que podem ser citadas como propriedades construídas após 2014, já em faixas de EETUs, e adquiridas por FIIs. Têm-se, por exemplo, o Shopping Cidade São Paulo, inaugurado em 2015, no qual o FII XP Malls (XPML) possui cerca de 150 lojas (16.661 m²) e o Edifício Módulo Rebouças, construído em 2016, cujo FII XP Properties (XPPR) detém aproximadamente 18% de participação.

Figura 6 e Figura 7 - Edifício Módulo e Shopping Cidade São Paulo



Fonte: Google Earth.

De todo o modo, a aderência de FIIs às EETUs ainda é incipiente e, fora do quadrante sudoeste, pouco significativa. A tese que aproximaria os dois instrumentos reside no potencial dos eixos de se tornar “em si vetores da própria desigualdade” (FUNARI, 2016, p. 94). Ou seja, se tal aptidão materializar novas centralidades ou reforçar as existentes valorizando-as de acordo com

os interesses e objetivos mais gerais dos FIIs, é possível que, com a expansão da indústria, esses corredores também sejam “colonizados” por fundos imobiliários.

Antes, contudo, é necessário despertar, primeiramente, o interesse do mercado imobiliário em tais regiões. Nesse sentido, o Projeto de Intervenção Urbana surge como um mecanismo apto em promover essa efetivação. De acordo com o Art. 136 do PDE, os PIUs:

[...] objetivam subsidiar e apresentar as propostas de transformações urbanísticas, econômicas e ambientais nos perímetros onde forem aplicados os instrumentos de ordenamento e reestruturação urbana, como as operações urbanas, as áreas de intervenção urbana, áreas de estruturação local e concessão urbanística.

Posteriormente regulamentado pelo decreto n.º 56.901 de 2016 (Art. 1º), o instrumento tem por finalidade “reunir e articular os estudos técnicos necessários a promover o ordenamento e a reestruturação urbana em áreas subutilizadas e com potencial de transformação no Município de São Paulo”. Geralmente, como projetos urbanísticos, os PIUs se valem dos mecanismos previstos pelo PDE, representando uma camada de planejamento mais próxima e detalhada do território; de modo a intervir categoricamente no processo de transformação e qualificação urbana pretendido (APPARECIDO JUNIOR, 2020, p. 347–348).

Segundo o decreto, o instrumento deve ser aplicado no desenvolvimento dos projetos da Rede de Estruturação e Transformação Urbana, composta por vários elementos estruturadores do território¹³⁷, dentre eles, os EETUs. Assim, a relação entre ambos pode ocorrer “para que os objetivos dos eixos sejam alcançados” cabendo “à prefeitura desenvolver projetos urbanos ao longo destes corredores” (JESUS, 2016, p. 288). Isto é, além dos incentivos previstos no plano diretor, fomentar o ímpeto da atividade imobiliária implica no direcionamento de recursos públicos a fim de promover a valorização dos eixos. No sentido de assumir o ônus, “o poder público é chamado [...] a exercer um papel extremamente ativo na produção da cidade” (SANTOS, 1990, p. 94).

A elaboração dos estudos do PIU pode ser provocada, a qualquer momento, por um requerimento chamado Manifestação de Interesse Privado (MIP), no qual uma pessoa física ou jurídica de direito privado pode submeter propostas de interesse público que, se adequadas à

¹³⁷ Segundo § 1º do artigo 1º, são elementos estruturadores do território: I – Macroárea de Estruturação Metropolitana; II – rede estrutural de transporte coletivo, definidora dos EETUs; III – rede hídrica e ambiental; IV – rede de estruturação local.

política de desenvolvimento urbano do município e às diretrizes do PDE, podem, eventualmente, ser implementadas.

Esta via de mão dupla não foge dos desígnios previstos pelo PDE, nem do desenho do dispositivo que engloba a necessidade de forte articulação entre atores públicos e privados. Como bem apontado por Aparecido Junior (2020, p. 346), a política de desenvolvimento urbano “consustanciada pelo conjunto coordenado de planos e projetos urbanísticos voltados às finalidades gerais previstas no plano diretor, é construída pela atuação conjunta entre o Poder Público e o setor privado”.

Feita a breve caracterização do instrumento, a sua relação com os FIIs não foi analisada de modo similar aos instrumentos anteriores, pois até 2020 não havia PIUs efetivamente implementados em São Paulo. De acordo com a Secretaria Municipal de Urbanismo e Licenciamento (SMUL), das 18 propostas apresentadas, apenas quatro PIUs estavam em fase de implantação: Anhembi, Pacaembu, Terminal Princesa Isabel e NESP. Desses, os três primeiros têm como proponente a própria prefeitura enquanto o último foi apresentado via MIP.

Tabela 15 – Monitoramento das etapas dos PIUs propostos (2020)

Etapas	Projetos de Intervenção Urbana
Em proposição	Nações Unidas; Vila Olímpia*;
Em andamento	Minhocão; Joquey Club; Ginásio Ibirapuera; Arco Tietê; Setor Central; Arco Jurubatuba; Arco Pinheiros; Vila Leopoldina*; Bairros Tamanduateí;
Em implantação	Anhembi; Pacaembu; Terminal Princesa Isabel; NESP*;
Suspensos	Rio Branco; Terminal Capelinha; Terminal Campo Limpo

* PIUs de Iniciativa Privada. Fonte: Secretaria Municipal de Urbanismo e Licenciamento.

O PIU pode ser visto como um dispositivo capaz de atuar na implantação e dar celeridade na efetivação de outros instrumentos¹³⁸ como Operações Urbanas Consorciadas, Concessão Urbanística, Áreas de Intervenção Urbana e Áreas de Estruturação Local; uma vez que, dado a sua “flexibilidade”, pode se concatenar a outros mecanismos. Assim, o PIU não se constitui apenas como uma possibilidade de valorização futura de determinadas regiões, como também abre uma via favorável à cooperação entre o Poder Público e o setor privado.

É nesse sentido que se dá a relevância do PIU, como parte do ferramental de uma dinâmica mais ampla de reestruturação urbana. Em última instância (aqui analisada), os FIIs seriam uma expressão na qual a valorização e orientação produtiva da região se torna relevante o suficiente

¹³⁸ Cf. § 5º do Art. 134 do Plano Diretor Estratégico (2014).

para serem cooptadas pela sua lógica. Enquanto tais instrumentos se *apresentam* pautados nas diretrizes do PDE, de justa distribuição dos benefícios e ônus do processo de urbanização; eles *representam* interesses mais divergentes e escusos. Tal processo, contudo, efetua-se a partir de múltiplas determinações e ainda se encontra limitado pela parca concretização do instrumento.

3.2.2. A centralização e “concentração” financeiro-imobiliária via FIIs na metrópole

A partir da análise empírico-territorial realizada, observa-se que a reestruturação metropolitana engendrada pelos fundos imobiliários se exprime, em grande parte, pelo movimento de centralização financeiro-imobiliária e, de certa forma, de concentração de capitais. A *centralização*, cabe dizer, refere-se a um processo qualitativo no qual a confluência de frações de capitais individuais acarretam em um de maior porte – seja a partir da junção de capitais diversos (em uma Sociedade Anônima ou FII, por exemplo); enquanto a concentração diz respeito a um processo quantitativo, de expansão dos meios de produção e ampliação da base de acumulação (LENCIONI, 2008, p. 11–12).

Embora ambos os processos serem perenes no transcurso histórico do capital, Lencioni (2008, p. 11) pondera que a sua mobilização permite relacionar a dinâmica do capital à dinâmica dos lugares. Todavia, adianta-se que a concentração simples¹³⁹, enquanto expansão dos meios de produção, não é plenamente vislumbrada no caso dos FIIs; muito embora a concentração de segmentos imobiliários em determinadas regiões da metrópole possa ser observada.

Sobre a concentração de capitais a partir da indústria de FIIs, faz-se necessário apontar algumas observações, dado a limitação (ou incompletude) dessa dinâmica no setor. Exposto como um processo que se relaciona à produção da riqueza, a *concentração* implica na ampliação da base de acumulação (expansão dos meios de produção) a partir do contínuo reinvestimento do mais-valor acumulado (LENCIONI, 2008, p. 11; SANFELICI, 2016, p. 09). Na acepção tradicional, o processo de *concentração* do capital promove a ampliação dos equipamentos e trabalhadores (e conseqüente intensificação da produção), expansão dos negócios e ampliação do mercado (LENCIONI, 2014, p. 33). Dessa maneira, dado o rigor do conceito, não se pode atribuir ao FII

¹³⁹ Lencioni (2008, p. 11) ressalta que “Marx usa os termos concentração adjetivado de simples (concentração simples) para se referir ao que vamos conceituar como concentração e o termo concentração, sem adjetivo, para o que vamos conceituar como centralização. Somente a partir da terceira e quarta edição de O Capital é que aparecem os termos concentração e centralização (Marx, 1984, Livro I, Vol. 3: 778).”

um papel efetivamente concentrador, pois ele: i) não tende a produzir valor (apropria-se do mais-valor sob a forma de renda imobiliária); ii) não é capaz de reinvestir parte do mais-valor apropriado na ampliação da sua base de acumulação¹⁴⁰ (pois deve distribuir 95% do lucro auferido aos quotistas) e; iii) tão pouco pode, para este último fim, utilizar o sistema de crédito da maneira mais habitual, via endividamento.

Questiona-se, entretanto, se uma análise mais atenta não iluminaria transformações sobre o processo de concentração no âmbito financeiro-imobiliário, principalmente quando comparadas a concentração de capitais na indústria da construção e a “concentração” nos fundos imobiliários. Conforme a Tabela 16 sintetiza, a barreira ao reinvestimento sobre a base de apropriação dos FIIs pode ser contornada por outros mecanismos. Considerando a ciclicidade e as condições do mercado, os FIIs podem fazer emissões subsequentes ou securitizar os fluxos de renda futuros a fim de reunir e destinar recursos para a expansão da sua base imobiliária. A principal diferença sobre a ampliação da base de acumulação e apropriação do capital, para a indústria da construção e de fundos, respectivamente, reside em como esses capitais serão empregados. No primeiro caso, Lencioni (2014, p. 34, *itálico nosso*) exemplifica que a “expansão do número de guias de uma construtora significa maior concentração de meios de produção sob a forma de *capital fixo*”. Na generalidade da indústria de FIIs (cuja maioria dos mandatos é de renda), a “concentração” ocorre na forma de *capital fixo do tipo ‘autônomo’*, que é emprestado sob base de uma remuneração periódica (HARVEY, 2013, p. 307). Ambos os processos se referem a aspectos quantitativos, muito embora o primeiro produza valor enquanto o segundo se apropria de parte do valor produzido, via aluguel, por outros setores.

Tabela 16 - Concentração de capital na indústria da construção e indústria de FIIs

	Indústria da Construção	Indústria de FIIs ("tijolo")
Captação de Recursos	(i) endividamento; (ii) IPO; (iii) emissões subsequentes; (iv) emissões de títulos de direitos creditórios (LCI, CRI etc.); (v) emissões de títulos de dívida privada (debentures)	(i) IPO; (ii) emissões subsequentes; (iii) emissões de títulos de direitos creditórios (LCI, CRI etc.)
Ampliação da base de acumulação/apropriação	(i) aquisição de equipamentos (capital fixo); (ii) contratação de funcionários (capital variável)	(i) aquisição de imóveis (capital fixo "autônomo"); (ii) desenvolvimento para renda (capital fixo "autônomo")
Reinvestimentos	Sim	Não

Fonte: Elaboração própria.

¹⁴⁰ Mesmo que o FII reinvesta o capital decorrente, por exemplo, da venda de um imóvel que se valorizou, ele ainda deve distribuir 95% do lucro da operação aos quotistas, pois é contabilizado em seu regime de caixa.

Os apontamentos sobre a “concentração” na indústria de fundos imobiliários não pretendem esgotar a discussão, apenas assinalar as semelhanças entre ambos os casos num possível movimento de transformação desse processo. Ponderados os aspectos teóricos dos dois movimentos, volta-se, em especial, para a centralização de capital sobre a metrópole. Em virtude do imobiliário se constituir um potente espaço de centralização (LENCIONI, 2014, p. 38), observa-se que a análise territorial dos FIIs também se rebate na constatação de que o processo “combina-se, historicamente, com uma tendência à aglomeração espacial dos capitais em alguns centros privilegiados de atividade econômica” (SANFELICI, 2016, p. 10).

Sobre o conceito de *centralização*, Lencioni (2008, p. 12) discorre que:

[...] é, portanto, uma reorganização na distribuição da propriedade dos capitais. Altera-se apenas o agrupamento das partes constitutivas do capital social e, nesse sentido, é que concentra a propriedade do capital, mas não se constitui num processo de acumulação, não resultando, portanto, em nenhum aumento do capital social (Marx, 1984, Livro I, Vol. 3: 778).

Também visto como um processo de “expropriação de um capitalista pelo outro” (LENCIONI, 2014, p. 35), destaca-se a figura dos Grupos Econômicos (debatida no Capítulo 2) como importante forma de centralização de capitais (através de fusões e aquisições), uma vez que abarca sob a estrutura de uma *holding* diversos agentes econômicos. Em um âmbito menos circunscrito à definição do conceito, ainda se pode questionar em que medida a forma da *associação de classe* também não representaria, de certo modo, *outro* modo de centralização (de interesses, ações etc.).

A indústria de FIIs têm demonstrado um recente, mas forte processo de centralização via fusões e aquisições (*M&A's*). Em 2021, dentre os vários movimentos do mercado noticiados em veículos de imprensa especializados, pode-se citar a aquisição, pela XP Inc., de ao menos doze instituições financeiras. No que tange a indústria de FIIs, são ao menos duas gestoras focadas no mercado imobiliário (Jive Investments e Capitânia) e três casas de análises (Suno, OHM e Levante) adquiridas pela referida empresa (MIATO, 2022a). Ademais, outros agentes de peso também fizeram movimentos relevantes, como a aquisição da gestora VBI Real Estate, que possui cerca de R\$ 5 bilhões sob gestão, pela Pátria Investimentos (MIATO, 2022b).

Em linhas gerais, considera-se o FII *centralizador* porque a sua principal forma de captação de recursos reúne, por meio do mercado bursátil, frações individuais de capital sob a sua égide. E, uma vez constituída uma grande massa de capitais sob controle do instrumento (administrado

e gerido por GGEs), esta é aplicada no imobiliário. O investimento em novos imóveis amplifica, por sua vez, a base de reprodução do capital, especificamente via apropriação do mais-valor na forma de renda de aluguel imobiliário. Assim sendo, entende-se que a composição diversificada das carteiras dos fundos imobiliários, em uma base ampliada, também centraliza os fluxos de renda provenientes de múltiplos ativos sob a sua estrutura (e indústria de FIIs).

Voltando-se ao território, a centralização do capital social acarretaria, então, em “uma concentração geográfica dos capitais em alguns poucos núcleos privilegiados do território nacional” (SANFELICI, 2016, p. 11). Na dimensão metropolitana estudada, constata-se um duplo movimento de “concentração-desconcentração” da aglomeração das propriedades geridas por FIIs. Embora o quadrante sudoeste paulista se mantenha relevante como um espaço atrativo para os setores corporativo, hoteleiro, hospitalar etc.; há, concomitantemente, um movimento de desconcentração suportado pela emergência de outros segmentos, como o logístico e, em menor intensidade, o de shoppings (rever Mapa 3) (NAKAMA, 2021, p. 206).

O núcleo metropolitano de São Paulo se revela o principal espaço de captura das *rendas imobiliárias*. Diferente de outras formas de renda (fundiária, extrativista etc.), aponta-se que “se a renda resulta de uma atividade que se fixa na terra, que é imóvel, o preço pago pelo uso do espaço (a terra do produto) conforma uma *renda imobiliária* ao proprietário. Uso que pode ser tanto para *produzir* quanto para *consumir* um imóvel” (PETRELLA, 2021, p. 1788, itálico do autor). Logo, a centralização das rendas imobiliárias e aceleração dos processos de capitalização pelos FIIs não só instrumentaliza o espaço construído, como transforma os fluxos de renda em meios atraentes ao investimento financeiro. O amálgama financeiro-imobiliário, viável não só através do FII, mas pela securitização e outros instrumentos, permite contornar as barreiras historicamente presentes no imobiliário (grande massa de capital imobilizado, falta de liquidez, maior tempo de retorno dos investimentos etc.) (NAKAMA, 2021, p. 212), tornando-o, na aparência, líquido como qualquer outro setor produtivo.

A atuação dos fundos imobiliários reforça, com maior intensidade, a lógica de diferenciação espacial e desenvolvimento desigual da metrópole (SANFELICI, 2017, p. 389). Salienta-se que a lógica financeirizada, de um renovado rentismo, não só reorienta a ação dos grupos econômicos, como reestrutura o espaço uma vez que demanda produtos imobiliários específicos (pautados no *rating* e risco-retorno) (NAKAMA, 2021, p. 212). Baseado nos movimentos de centralização e “concentração” de capitais, a análise até então realizada revela o FII como um

importante e célere meio de transferências de capitais para o imobiliário¹⁴¹, com variadas implicações sobre o espaço urbano em suas diferentes dimensões de reprodução social. Essas questões serão, enfim, desenvolvidas na subseção a seguir.

3.3.A radicalização do esquema geral de produção do espaço

Apresentadas as principais implicações urbanas da atuação dos fundos imobiliários sobre a RMSP, discute-se em que grau o instrumento permite vislumbrar a radicalização da tríade H-F-H em seus diferentes níveis de produção, principalmente no *imediato* e *global*, com reverberações no *total*. Apesar de Lefebvre (1980) não abordar sistematicamente a tríade nos diferentes níveis, retomam-se os aspectos homogêneo, fragmentado e hierarquizado, que caracterizam a produção do espaço moderno, de base industrial, para então compreendê-los sob a atual *centralidade* financeira. Em um grau mais elevado, adianta-se que tal discussão permitirá aprofundar a compreensão sobre os movimentos de reestruturação e reprodução do espaço, bem como o seu modo de representação.

A questão da *centralidade* financeira, diferente do processo de centralização, é relevante porque cada sociedade particular, em diferentes momentos históricos, engendrou (e produziu) a sua própria centralidade (econômica, política, cultural, social etc.) (LEFEBVRE, 1991 [1974], p. 332). Como *forma*, conecta os diferentes níveis de produção, pois implica na “simultaneidade de ‘tudo’ que é suscetível de se reunir – e, portanto, de acumular” (LEFEBVRE, 1991 [1974], p. 331–332).

No imediato, dado pela especificidade imobiliária (PETRELLA, 2017, p. 22), verifica-se a reprodução da base material do período anterior, no qual a homogeneização se dá a partir repetição de materiais¹⁴² e da fragmentação pela divisão por uso e funções que, em alguns casos, tornam-se cada vez mais especializados. Ainda, observa-se que a hierarquização ocorre de forma mais acentuada, uma vez que se têm como prática classificar os produtos imobiliários em *rankings*.

¹⁴¹ Embora não se relacionar diretamente com o espaço, um aspecto menos citado é a financeirização da renda familiar a partir dos FIIs, uma vez que grande parte dos recursos por captados provém de investidores de varejo (NAKAMA, RUFINO, 2022).

¹⁴² Lefebvre (1991, p. 105) diferencia o material e o *matériel*. O primeiro se refere à matéria-prima (cimento e concreto, tijolos etc.) enquanto o segundo diz respeito a técnicas e capital fixo (como equipamentos). Segundo o autor, tal diferenciação busca discriminar as relações mais duráveis e efêmeras no processo de produção.

Tal lógica de classificação se estende aos mais diversos usos, como o residencial, comercial, corporativo, varejista, dentre outros. Na incorporação, a produção habitacional, por exemplo, é segmentada de acordo com o perfil socioeconômico dos compradores – “econômico”, “média renda” ou “alto padrão” – em que cada divisão acomoda um conjunto de parâmetros que os hierarquiza (dado a localização, metragem, padrão de acabamento etc.). O caso das lajes corporativas, galpões logísticos e shopping centers é ainda mais expressivo, pois desdobra-se todo um submercado de consultoria especializado na avaliação e certificação dessas propriedades.

Observa-se que a hierarquização das propriedades não se desassocia do próprio processo de homogeneização. Conforme já exposto, imóveis A+ possuem uma relação risco-retorno mais atrativa, pois, além da maior previsibilidade dos fluxos de renda, ainda garantem maiores valores de alugueis (dada a maior qualidade do espaço construído) (SANFELICI, 2018).

No espaço urbano, as manifestações imediatas das características expostas tendem a reforçar a lógica de diferenciação espacial através de um padrão de desenvolvimento desigual do território (SANFELICI, 2017, p. 389). Isso porque há uma dinâmica de “concentração-desconcentração” (NAKAMA, 2021, p. 210) a depender da natureza de cada segmento imobiliário. A razão financeira que se vincula aos processos de produção e urbanização reforçam determinadas centralidades e estabelecem uma hierarquia espacial (CARLOS, 2005, p. 15). Cita-se, nesse sentido, a concentração FIIs de lajes corporativas, hospitais e hotéis no quadrante sudoeste, região já bem servida por infraestrutura e contemplada por diversos instrumentos de transformação territorial, como as OUCs e EETUs. Os shopping centers, por sua vez, encontram-se mais pulverizados no territórios, enquanto o segmento logístico, embora ocupe diversas porções, não deixa de procurar regiões estratégicas (próximas aos entroncamentos viários), logo valorizadas, para o desempenho de suas atividades – vide o caso de Cajamar¹⁴³ (rever Mapa 3) (NAKAMA, 2021, p. 210).

A atuação do Estado por meio de instrumentos urbanos ou pela própria política de desenvolvimento urbano é relevante, pois ele promove e assiste a constituição de regiões mais atrativas ao capital financeiro-imobiliário. Como superestrutura, o Estado visa adequar, em uma

¹⁴³Adentrando na especificidade do segmento logístico, Yassu (2022, p. 276) considera que “Os galpões são parte da emergência da logística dentro da reestruturação produtiva” atual.

escala maior, os fragmentos da totalidade do espaço às condições de produção, reprodução e realização do capital no circuito mundial (CARLOS, 2005, p. 110; MIELE, 2007, p. 37).

Mediante o exposto, constata-se que a indústria de FIIs não radicaliza a tríade H-F-H pela produção concreta do espaço no imediato, pois eles pouco se aventuram na figura de desenvolvedor imobiliário. Ou seja, a expansão da indústria de fundos imobiliários sobre o território se dá principalmente pela aquisição de imóveis com o objetivo de arrendá-los. Entretanto, enfatiza-se que o modo de atuação do FII, pela intensificação de captura da renda imobiliária, molda e reforça as características das propriedades tidas como as mais adequadas ao “padrão de mercado” vigente. Visto que a consistência dos fluxos de renda se relaciona diretamente com a qualidade, localização e gestão dos ativos imobiliários, é plausível que o crescimento da indústria crie uma demanda por propriedades com qualidades bastante específicas (NAKAMA, 2021, p. 211).

Menciona-se, como um breve relato no imediato, o caso do FII XP Properties (XPPR11). Em setembro de 2020, o FII adquiriu 40% do edifício corporativo Faria Lima Plaza (em construção na época), em uma operação cujo custo estimado do metro quadrado foi de aproximadamente R\$ 30 mil¹⁴⁴ (SAMOR, 2020). Ainda que o fundo não tenha preconcebido o empreendimento, comprando uma fração da participação de um dos agentes idealizadores¹⁴⁵, algumas dinâmicas podem ser inferidas. Em especial, edifícios corporativos de alto padrão (A+) mobilizam agentes estrelados (*starchitects*) do circuito global, cuja atuação pode ser primeiramente lida pela chave da homogeneização, uma vez que a sua missão é “criar edifícios e espaços da mais alta qualidade e sensibilidade contextual, provocando um impacto relevante em suas respectivas cidades”¹⁴⁶.

¹⁴⁴ O Edifício FLP foi avaliado, a partir da transação com o XPPR11, em R\$1,2 bilhões de reais.

¹⁴⁵ A Família Szajman detinha 60% do FLP. Nos anos 1990, a família fundou o Grupo VR que foi vendido posteriormente para a francesa Sodexo. Atualmente, a família possui investimentos em setores diversificados, como no imobiliário, tecnologia, etc.

¹⁴⁶ Texto institucional de apresentação do escritório de arquitetura responsável pelo projeto do FLP. Disponível no site do empreendimento: <www.farialimaplaza.com.br>.

Figura 8 - Edifício Faria Lima Plaza



Fonte: Acervo do autor.

Em geral, compreende-se que embora o FII não se apresente como forma *predominante* de produção do espaço, ele sintetiza a atual lógica *dominante* na qual a propriedade imobiliária é crescentemente mobilizada como um mecanismo de captura dos excedentes sociais (NAKAMA, RUFINO, 2022). Lastreados sobre a propriedade do bem imóvel, circulam os títulos mobiliários (cotas) como “formas ilusórias e fictícias de capital” (HARVEY, 2013, p. 355) que possivelmente retornam como valor (renda). Tal associação financeiro-imobiliária, viabiliza a instrumentalização da propriedade pelas finanças e proporciona a abertura de outra janela de análise, a do nível global.

O global, no qual se dá o encontro entre a esfera financeira (jurídica, política etc.) e as manifestações imediatas (PETRELLA, 2017, p. 22) é o principal nível que “mobiliza tríades, conflitos tripartidos ou conexões¹⁴⁷” (LEFEBVRE, 1991 [1974], p. 228, tradução nossa). Nele, o esquema geral se engendra, pois, ao mesmo tempo em que as características H-F-H são expressão do modo de produção imediata, elas também passam a ser necessárias à reprodução global do capital. Conforme a razão financeiro-imobiliária, a “alocação ótima” de recursos pelos FIIs antes da aquisição de um imóvel passa, invariavelmente, pela apreciação das suas qualidades. Uma vez que a rentabilidade do investimento é determinada pelas condições materiais já produzidas, as características (ou atributos) dos imóveis indicam o potencial de retorno daquele ativo, estabelecendo bases ou padrões qualitativos a serem reproduzidos.

¹⁴⁷ Em inglês: “The global level mobilizes triads, tripartite conflicts or connections.”

A lógica tida nos FIIs homogeneiza a produção do espaço por pautá-la em determinadas métricas, como a taxa de retorno, a rentabilidade do investimento, e outros mecanismos de aperfeiçoamento dos processos de capitalização, como o próprio *rating*. Isto é, o global se rebate no imediato e reforça a reprodução de determinadas características no imobiliários. No urbano, os imóveis também poderão ser reproduzidos limítrofes, de acordo com a lógica de ocupação de cada segmento, em uma contínua tendência à homogeneização do espaço.

O homogêneo, por sua vez, se fragmenta sob o domínio financeiro na medida em que a propriedade do imóvel se fraciona e circula sob a forma do capital fictício. Nesse sentido, retoma-se a discussão posta no primeiro capítulo, na qual a natureza dialética da propriedade, absoluta e não-absoluta, coexistem. Na feição absoluta, jurídica, o título de propriedade do imóvel se fragmenta quando o FII adquire apenas uma parcela daquele bem; ou seja, quando há mais de um proprietário¹⁴⁸. Por outro lado, na dimensão financeira, a desabsolutização da propriedade a fragmenta em frações ideias do patrimônio do fundo que são negociadas e circulam como títulos de valores mobiliários (cotas) no mercado de capitais.

A circulação desses títulos como capital fictício também se liga diretamente a forma autônoma do capital fixo por representar duplicatas do capital imobilizado no imobiliário. Pela condição fixa do imóvel, o capital fictício emerge como uma forma particular de circulação capaz de romper com tal inércia e, possivelmente, regressar como valor. Essa condição é determinante para a operação do FII, pois “*o capital fixo só retorna como valor na forma do capital circulante, ele só pode produzir renda nessa forma*” (MARX, 2011, p. 613, itálico do autor).

Embora o imobiliário se fracione na virtualidade das finanças, ressalta-se que a unidade do capital não se perde:

O capital inevitavelmente subdivide e dispersa como “capitais” individuais, mas isso não significa que ele não consiga manter sua unidade ou deixe de constituir um todo – sendo essa uma condição necessária para sua operação (como o mercado de capitais). Frações de capital entram em conflito entre si [...] e ainda assim subsiste a unidade formal do capital (LEFEBVRE, 1991 [1974], p. 306, tradução nossa)¹⁴⁹.

¹⁴⁸ O FII SHPH, por exemplo, possui participação de 25,68% no Shopping Pátio Higienópolis.

¹⁴⁹ Em inglês: “Capital inevitably subdivides and disperses as individual 'capitals', but this does not mean that it fails to retain its unity or ceases to constitute a whole - that being a necessary condition of its operation (as capital market). Fractions of capital enter into conflict with one another [...] yet the formal unity of capital subsists.”

Nesse sentido, o capital financeiro se desdobra em diversas formas, cada qual com a sua especificidade (títulos, certificados etc.) que, por fim, se hierarquizam. Em virtude das formas predominantes da acumulação capitalista serem mais evidentes no nível global (PEREIRA; PETRELLA, 2018, p. 09), verifica-se a sobreposição das relações estabelecidas pela circulação do capital financeiro sobre outras frações do capital, como o comercial e o industrial. Tal domínio, entretanto, não ocorre pelo findar dessas outras frações, mas pela subsunção delas à financeirização.

Exacerbadas pelas relações de renda (BTS, SLB, BL etc.)¹⁵⁰, a instrumentalização do espaço pelos fundos imobiliários tem no instituto da propriedade (absoluta e não-absoluta) a base para a reprodução de uma forma de organização mais patrimonial (sustentada também pela “indústria de propriedades” como um todo). Assim, designa-se o “regime específico de propriedade do capital” dominante, exterior à produção, autonomizado e que expande a velocidade de circulação do capital e a expectativa de apropriação da produção futura (CHESNAIS, 2005, p. 49, 62).

Ao FII, o direito de propriedade sobre o valor de uso incorporado ao solo e arrendado sob a base de uma remuneração por tempo de uso e de serviço provê a renda. Dessa maneira, o fundo imobiliário sintetiza bem a racionalidade do capitalista que enxerga o aluguel como uma forma de desmobilizar (ou não imobilizar) um grande volume de recursos que podem ser reinvestidos na produção (HARVEY, 2013, p. 503). Ao produtor, a renda paga nada mais é do que um custo de produção necessário à reprodução do capital (MARX, 2011).

Em última instância, o aprofundamento da tríade H-F-H pelas finanças repercute na reorganização da força de trabalho. Se a tríade que caracteriza o espaço é produto das relações de produção, reprodução e dominação do trabalho (LEFEBVRE, 1980, p. 151), a relação inversa pode ser vislumbrada. As novas relações de propriedade pautadas na renda reestruturam o trabalho vivo e a racionalidade dos agentes. Entretanto, o *modo de representação* do espaço, necessário à reprodução do capital, obscurece tais encadeamentos, sendo necessário trazê-los à luz. É nesse sentido que a tríade se desdobra sobre o nível *total*.

No *total*, a crescente apropriação sobre a produção através da circulação das formas fictícias de capital resulta na ampliação do “campo cego” (LEFEBVRE, 2002 [1970], p. 47), ou seja, das

¹⁵⁰ Rever Capítulo 1, subseção 1.1.2 – Relações de renda e propriedade no contexto da financeirização.

formas de representação que ocultam a realidade social urbana. A cegueira, complementa Lefebvre:

[...] consiste em não se ver a forma do urbano, os vetores e tensões inerentes ao campo, sua lógica e seu movimento dialético, a exigência imanente; no fato de só se ver coisas, operações, objetos (funcionais e/ou significantes de uma maneira plenamente consumada) (LEFEBVRE, 2002 [1970], p. 27).

Um exame sobre o modo de representação delineado pelo FII permite revelar tal dinâmica. Embora a cota de um fundo imobiliário se *apresente* como uma duplicata do capital real imobilizado, em seu modo de circulação (via mercado de capitais), tal natureza se inverte e passa a *representar* uma abstração real. Ressalva-se, entretanto, que apesar da oposição entre a apresentação e a representação ocorrer pela tensão entre a medida real apresentada e a “ideal”, na qual os preços buscam representar as formas gerais de valor (GRESPLAN, 2019, p. 116–117), a “representação” não se confina apenas a relação aqui abordada¹⁵¹.

Enquanto mercadoria, as cotas adquirem um valor de troca “autônomo” e distinto daquele que “apresenta”, permitindo flutuar segundo os preceitos do próprio mercado (lei da oferta e demanda) e gera um descompasso entre o seu valor nominal e o seu valor de mercado (GRESPLAN, 2019, p. 116). A desconformidade entre esses valores provoca distorções ao possibilitar a incorporação das expectativas sobre a produção futura ao valor de troca (como representação do valor). No caso de as expectativas serem negativas, o valor de mercado de um FII pode, por exemplo, vir a ser menor que o seu próprio valor patrimonial. E, na situação oposta, de expectativas positivas, os preços inflam buscando “capturar” a valorização futura de forma antecipada. Todavia, enquanto tal promessa de valorização não se concretizar, o valor incorporado não passará de uma “representação” ou “ficção” que, eventualmente, pode não se realizar e nem regressar na forma de renda.

Nesse sentido, a renda financeira obscurece as relações sociais que determinam o valor. Uma vez que a cota do FII garante ao seu detentor (quotista) o direito sobre uma parcela dos rendimentos futuros do imóvel ou de um título financeiro com lastro imobiliário, oculta-se toda a relação de produção onde o mais-valor é gerado. Os excedentes socialmente produzidos, capturados, e distribuídos pelos FIIs, designa para os portadores do capital o fetiche da “renda

¹⁵¹ Cf. Gresplan (2019), Capítulo 7 – Motivos de compensação.

passiva”¹⁵², no qual o “dinheiro trabalha por ele”. Assim, a autonomização das formas de representação se *apresenta* como própria fonte do mais-valor, e não o tempo de trabalho socialmente necessário que passa a ser preterido (GRESPLAN, 2019, p. 138).

Este é, conforme Grespan (2019, p. 199), o sentido da representação real como “forma social cuja função concentra e substitui o funcionamento de várias outras formas”, designando o *modo de representação capitalista* como um sistema real de formas em que o capital portador de juros simboliza e canaliza as relações sociais; e se desdobra em um sistema de categorias nas quais as formas se fixam na consciência dos agentes (GRESPLAN, 2019, p. 203). Em outras palavras, ao citar Marx, Grespan (2019, p. 250) destaca que a “‘representação’ diz respeito ao que vai na ‘consciência dos agentes presos’ à ‘superfície aparente da produção capitalista’”.

Neste ponto, é interessante retomar o esquema geral. De certo modo, Lefebvre não deixa de considerar as características inerentes ao trabalho como uma forma de representação (abstração), pois as relações sociais de produção as projetam com diferentes feições; como “castigo e punição do pecado original, ou, ao contrário, o trabalho como libertador”¹⁵³ (LEFEBVRE, 1980, p. 138, tradução nossa). É dessa maneira que, para o autor, a representação do espaço se liga às relações de produção e às determinações que elas compelem (LEFEBVRE, 1991 [1974], p. 41).

No sentido supracitado, “a representação considerada é, portanto, não apenas mental, mas tem importância *social*”¹⁵⁴ (LEFEBVRE, 1980, p. 143, tradução nossa, itálico do autor). Logo, o abstrato corresponde a uma sociedade em que o indivíduo está sujeito ao trabalho, mas pela interposição financeira, a representação mental das formas fictícias o oculta e passa a impressão de que, em última instância, elas se valorizam em si (GRESPLAN, 2019, p. 271; LEFEBVRE, 1980, p. 143).

Se, a princípio, a cegueira consiste em não se ver a forma de apresentação; em um nível mais elevado dado pela autonomização das formas fictícias do capital, as relações se invertem de modo que “os campos cegos instalam-se nas re-presentações” (LEFEBVRE, 2002 [1970], p. 39). Em suma, o modo de representação se desdobra sobre a totalidade do modo de produção e

¹⁵² O termo “renda passiva” é comum no mercado financeiro e bastante utilizado para atrair investidores Pessoa Física.

¹⁵³ Em francês: «[le travail] comme peine et punition du péché originel, ou, au contraire, le travail comme libérateur»

¹⁵⁴ Em francês: «La représentation considérée n’est donc pas seulement *mentale*, mais a une importance *sociale*.»

reprodução capitalista, no qual a centralidade do capital portador de juros complexifica a suas formas que se tornam, dessa maneira, cada vez mais fetichizadas.

O fundo imobiliário, como instrumento que transfere recursos de outros circuitos para a aplicação no imobiliário (*capital switch*), têm como particularidade recente a consolidação de uma grande base de investidores Pessoa Física. De outro modo, imputa-se ao FII um relevante papel de financeirização da renda familiar (NAKAMA, RUFINO, 2022) e, conseqüentemente, de inserção dessa população no circuito de dependência das instituições financeiras (NETO; PINHEIRO; FERRAZ, 2021, p. 370). Desde 2018, o número de investidores de varejo cresceu de maneira expressiva, chegando a 1,4 milhões no primeiro semestre de 2021. No mesmo período, a posição em custódia saltou de R\$29 bilhões para R\$90 bilhões, o que representa 74% do total investido no mercado de FIIs (B3, 2021, p. 11).

Embora muitos estudos tratem a financeirização da renda familiar a partir do endividamento via crédito (NETO; PINHEIRO; FERRAZ, 2021; SANTOS, K., 2014), entende-se que o FII incorpora na consciência da população a subjetividade do *sujeito neoliberal*¹⁵⁵ em busca da sua emancipação. O esvaziamento dos direitos sociais promovido pelo Estado com o apoio das classes dominantes seduz e condena esses sujeitos a buscar alternativas de renda (aposentadoria, por exemplo)¹⁵⁶. Portanto, “os trabalhadores passam a ter um forte interesse na preservação do próprio sistema que os explora porque a destruição desse sistema envolveria a destruição de suas poupanças” (HARVEY, 2013, p. 349). Em linhas gerais, as representações alicerçadas sobre o espaço sustentam a *ideologia* (LEFEBVRE, 1991, p. 311). E, como *práxis* social pautada em um sistema de ideias e representações da realidade (CHAUÍ, 2008, p. 96), tal forma centrada no financeiro determina a sua hegemonia.

À vista da discussão até então realizada, constata-se que o desenvolvimento do fundo imobiliário afeta a produção do espaço e, conseqüentemente, as suas características homogêneas, fragmentadas e hierarquizadas em seus mais diferentes níveis. Em síntese, *reestruturam-se* os produtos imobiliários e o urbano no imediato que, por sua vez, serão as bases e condições materiais necessárias para a *reprodução* do capital no nível global. Por fim, *o modo de representação*, que tange a consciência social dos agentes, torna-se cada vez mais

¹⁵⁵ Cf. Foucault, M. Nascimento da biopolítica. São Paulo: Martins Fontes, 2008.

¹⁵⁶ Segundo a B3 (2021, p. 11), o saldo mediano dos investidores de varejo é de R\$ 6 mil.

financeirizado e sustenta o interesse particular das classes dominantes na formação de um regime patrimonial-financeiro como o interesse geral da sociedade.

Tabela 17 - Níveis e o "esquema geral" de produção do espaço *ex post facto* o aprofundamento do amálgama financeiro-imobiliário

Níveis/ Triáde	Imediato	Global	Total
Homogêneo	Material (matéria-prima), <i>matériel</i> (técnicas e capital fixo) e a reprodução dos mesmos elementos “conhecidos e reconhecidos”;	Lógica, racionalidade, métricas e mecanismos de valorização financeira;	
Fragmentado	Usos, funções, sistemas, parcelas;	Capitais individuais, frações da propriedade, títulos mobiliários;	Modo de representação, ideologia
Hierarquizado	Sistema de classificação (<i>rating</i>) das propriedades imobiliárias	Domínio do capital financeiro e fictício sobre outras frações do capital	

Fonte: Elaboração própria.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Inicialmente circunscrito ao propósito de financiar o setor imobiliário, o Fundo de Investimento Imobiliário se tornou, gradualmente, um mecanismo mais complexo que condensa aspectos basilares do processo da financeirização do espaço metropolitano. Assim, o trabalho procurou constituir o *movimento* de “financiamento à financeirização” a partir da síntese que o instrumento fornece, seja pela forma como opera (sua própria complexificação), ou pela racionalidade que imputa aos agentes que atuam nesse mercado. A discussão realizada ao longo da dissertação reuniu elementos suficientes para estabelecer alguns entendimentos e responder os objetivos propostos.

Interpretada como um *processo geral* do atual regime de acumulação capitalista, a financeirização também pode ser compreendida como um fenômeno profundamente espacial, uma vez que o espaço se torna cada vez mais central e estratégico para a reprodução e acumulação do capital (BOTELHO, 2005, p. 306; FRENCH; LEYSHON; WAINWRIGHT, 2011, p. 799–800). A “indústria de propriedades”, introduzida no trabalho, revela a renovação dos interesses patrimonialistas que se pautam, cada vez mais, na forma da propriedade e da renda financeiro-imobiliária. Na análise proposta, o FII se destaca pela sua natureza essencialmente imobiliária, enquanto outras estruturas (*family offices* e fundos de pensão) investem apenas uma fração do seu capital nesse segmento.

Sobre a constituição do complexo financeiro-imobiliário em torno dos FIIs, destaca-se o papel das associações no desenvolvimento da indústria. Em especial, contrasta a crescente relevância da ANBIMA ao passo que o setor imobiliário se distancia do instrumento, indicando para esse último segmento um percurso diferente de financeirização (NAKAMA, RUFINO, 2022). A atuação da ANBIMA no desenvolvimento do mercado de fundos imobiliários também afasta, embora não exclua, o caso brasileiro das associações mais específicas e dedicadas especificamente para esta finalidade, como o AMEFIBRAS no México e o NAREIT nos EUA.

A análise territorial das propriedades geridas por fundos imobiliários identificou os segmentos logístico, corporativo e de shopping center como aqueles mais relevantes, seja pela importância dos seus valores patrimoniais, como por apresentarem estratégias e lógicas de ocupação territorial bastante distintas. O perfil dos produtos imobiliários adquiridos pelos fundos se pauta em um sistema de *rating* que se mostrou uma constante nessa indústria. Aqui, aponta-se para a insuficiência da região metropolitana para determinar certas hierarquias. O caso logístico, por

exemplo, extrapola uma racionalidade com contornos metropolitanos, mesmo que a maior parcela dos seus ativos esteja localizado na região.

Embora a grande maioria dos fundos imobiliários atuem com “mandato” de renda, não adentrando proeminentemente no desenvolvimento imobiliário, observou-se que uma grande parte dessa indústria financia a produção de forma indireta, via investimentos em títulos creditícios de base imobiliária (principalmente CRIs). Sobre este último aspecto, aponta-se para a necessidade de avançar na sistematização e nos vínculos entre diversos instrumentos financeiros de base imobiliária (FIIs e CRIs, por exemplo), uma vez que aprofundam as dinâmicas já financeirizadas de produção¹⁵⁷.

O papel do Estado, por sua vez, não se restringe apenas a manutenção das relações capitalistas via institutos como o direito de propriedade. No território, observou-se uma forte aderência espacial entre os perímetros de instrumentos urbanos e a localização dos imóveis detidas por FIIs. No caso, as OUCs são consideradas estruturais na valorização das regiões (principalmente Faria Lima e Água Espraiada) que abrigam os principais eixos empresariais da metrópole, concentrando mais de um terço das propriedades geridas por FIIs. Por outro lado, a relação entre os fundos imobiliários e EETUs e PIUs é incipiente, dado a pouca maturidade desses mecanismos. Mesmo que não seja possível relacionar diretamente a presença de fundos imobiliários nos perímetros dos dois últimos instrumentos citados, o desenvolvimento ou reforço de centralidades via tais mecanismos pode despertar ou reforçar o interesse dos agentes financeiros nessas regiões.

A incorporação da análise empírico-territorial ao debate teórico da produção do espaço iluminou o aprofundamento da tríade *homogêneo, fragmentado e hierarquizado* pela soma dos processos engrenados pelos FIIs. Além disso, a sua transversalidade ao “esquema geral” nos diferentes níveis de organização – *imediate, global e total* – permite avançar na compreensão da financeirização sobre a reprodução do espaço social. Aqui, cabe retomar que os níveis admitem “por um lado, dar ênfase a distintos processos de produção e reprodução social no e do espaço, bem como, por outro lado, a compreensão de sua simultaneidade” (PEREIRA; PETRELLA, 2018, p. 07).

¹⁵⁷ Cf. Torres; Tonucci Filho; Almeida, 2022.

Embora o trabalho não esgote o tema abordado, ele avança e renova as interpretações sobre a reestruturação metropolitana via instrumentos financeiros de base imobiliária. A emergência de um capitalismo patrimonialista renovado, que subordina os interesses produtivos aos rentistas pelo amálgama financeiro-imobiliário, evidencia uma vereda possível e potente da instrumentalização do espaço pelas finanças.

REFERÊNCIAS

AALBERS, M. B. The Financialization of Home and the Mortgage Market Crisis. **Competition and Change**, v. 12, n. 2, p. 148–166, 2008.

AALBERS, M. B. The potential for financialization. **Dialogues in Human Geography**, v. 5, n. 2, p. 214–219, 2015a.

AALBERS, M. B. **The real estate/ financial complex**. Palestra, 2015b.

AALBERS, M. B. **Financialization**. Oxford: Wiley, 2019.

AALBERS, M. B.; ROLNIK, R.; KRIJNEN, M. The Financialization of Housing in Capitalism's Peripheries. **Housing Policy Debate**, v. 30, n. 4, p. 481–485, 2020.

ABREU, M. A.; MELAZZO, E. S.; FERREIRA, J. V. DE S. Produzindo casas de papel: As engrenagens da securitização de ativos imobiliários residenciais no Brasil. **Revista Franco-Brasileira de Geografia**, v. 47, 2020.

ALMEIDA, J. G. DE. Como o Brasil superou a crise. **Revista de Economia Política**, v. 31, n. 2, p. 330–332, 2011.

ANBIMA. **Modelo de autorregulação, supervisão e enforcement**, 2018a.

ANBIMA. **Convênio para aproveitamento de autorregulação na indústria de fundos de investimento brasileira, celebrado entre a Comissão de Valores Mobiliários - CVM e ANBIMA** - Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais, 2018b.

ANBIMA. **Congresso de Fundos. Produtos imobiliários: desafios para o crescimento sustentável**, 2019. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=oapWL_Nnj_M&list=WL&index=32>

ANBIMA. **Quem Somos**. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/a-anbima/posicionamento.htm>. Acesso em: 3 nov. 2020a.

ANBIMA. **Gestão de Fundos Estruturados**. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/representar/foruns-de-representacao/gestao-de-fundos-estruturados/gestao-de-fundos-estruturados.htm>. Acesso em: 3 nov. 2020b.

ANDREUCCI, D. et al. “Value Grabbing”: A Political Ecology of Rent. **Capitalism, Nature, Socialism**, v. 28, n. 3, p. 28–47, 2017.

ARBOLEDA, M.; PURCELL, T. F. The Turbulent Circulation of Rent: Towards a Political Economy of Property and Ownership in Supply Chain Capitalism. **Antipode**, v. 53, n. 6, p. 1599–1618, 2021.

AUGUST, M. The financialization of Canadian multi-family rental housing: From trailer to tower. **Journal of Urban Affairs**, v. 42, n. 7, p. 975–997, 2020.

AVELINE-DUBACH, N. The financialization of rental housing in Tokyo. **Land Use Policy**, v. 112, n. January, p. 104463, 2022.

B3. **Boletim do mercado imobiliário nº 91**. São Paulo, 2020.

B3. **Boletim Mensal Fundos Imobiliários (FIIs)** – Maio 2022, São Paulo, 2022a.

B3. **Boletim Mensal Fundos Imobiliários (FIIs)** – Janeiro 2022, São Paulo, 2022b.

BAILEY, E. N. Real Estate Investment Trusts: An Appraisal. **Financial Analysts Journal**, v. 22, n. 3, p. 107–114, 1966.

BALL, M. **Markets & Institutions in Real Estate & Construction Markets & Institutions in Real Estate & Construction**. Blackwell Publishing Ltd, 2006.

BARKHAM, R. J.; PURDY, D. E. Property Company Financial Reporting: Potential Weakness. **Journal of Property Valuation and Investment**, v. 11, n. 2, p. 133–144, 1993.

BEIGUELMAN, P. **A formação do povo no complexo cafeeiro: aspectos políticos**. São Paulo: EDUSP, 1977.

BELLUZZO, L. G. **Sistema de Crédito, Capital Fictício e Crise**. Disponível em: <<https://www.cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia/Sistema-de-Credito-Capital-Ficticio-e-Crise/7/17009>>. Acesso em: 4 out. 2021.

BIAZI, J. P. DE O. DE. As dificuldades acerca da figura do negócio jurídico fiduciário e do trust. **Academia Brasileira de Direito Civil**, v. 3, n. 1, p. 1–22, 2019.

BOTELHO, A. **O financiamento e a financeirização do setor imobiliário**: Uma análise da produção do espaço e da segregação sócio-espacial através do estudo do mercado da moradia na cidade de São Paulo. Tese (Doutorado em Geografia) - Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

BRUNO, M. et al. Finance-led growth regime no Brasil: Estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. **Revista de Economia Política**, v. 31, n. 5, p. 730–750, 2011.

CAMARGO, C. B. DE; SISTI, C. E. P.; FERREIRA, R. C. **Built to Suit, Direito real de superfície e Sale and Leaseback, uma análise comparativa**. 10^a Conferência Internacional da Lares. **Anais**. São Paulo: 2010

CAMINHA, L.; ALVES, A. F. DE A. Construídos (e financiados) para servir: um estudo empírico sobre a estrutura de contratos build-to-suit e sua interpretação jurisprudencial no Brasil. **Revista Electrónica de Direito**, v. 20, n. 3, p. 35–62, 2019.

CANESSA, B. et al. The Family Office. **The Family Office**, p. 1–10, 2018.

CAPELLA, A. C. N.; BRASIL, F. G. Análise de políticas públicas: uma revisão da literatura sobre o papel dos subsistemas, comunidades e redes. **Novos Estudos - CEBRAP**, n. 101, p. 57–76, mar. 2015.

CARLOS, A. F. A. São Paulo del capital industrial al capital financiero. In: MATTOS, C. DE (Org.). **Gobernanza, competitividad y redes: la gestión en las ciudades del siglo XXI**. Santiago do Chile: Instituto de estudios territoriales, 2005. p. 93–126.

CHAUÍ, M. **O que é ideologia**. 2 Ed. São Paulo: Brasiliense, 2008.

CHESNAIS, F. **A mundialização financeira**. São Paulo: Editora Xamã, 1998.

CHESNAIS, F. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, F. (Org.). **A finança mundializada**. São Paulo: Boitempo, 2005. p. 35–68.

CHRISTOPHERS, B. The limits to financialization. **Dialogues in Human Geography**, v. 5, n. 2, p. 183–200, 2015.

COSTA, L. C. DA. O governo FHC e a reforma do Estado Brasileiro. **Pesquisa & Debate. Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política**, v. 11, n. 1(17), p. 49–78, 2000.

DAHER, A. Fondos inmobiliarios y riesgo urbano. **Revista de Urbanismo**, v. 15, n. 29, p. 32–45, 2013a.

DAHER, A. Territorios de la financiarización urbana y de las crisis inmobiliarias. **Revista de geografía Norte Grande**, n. 56, p. 7–30, dez. 2013b.

DOWBOR, L. **A era do capital improdutivo**. São Paulo: Autonomia Literária, 2017.

EHLERS, M. G.; AZEVEDO, A. **Family Office Report Brasil 2020**. Porto Alegre: INEO, 2020.

EISENHOWER. **Eisenhower Farewell Address**. The Gilder Lehrman Institute of American History, 1961.

EPSTEIN, G. **Financialization: There's Something Happening**. Workingpaper Series, n. 394. Massachusetts: PERI, 2015

EY. **Global REIT markets**. Disponível em: <<https://www.reitas.sg/wp-content/uploads/2019/11/ey-global-reit-markets.pdf>>. Acesso em: 3 nov. 2020.

FARIA, C. A. P. Ideias, conhecimento e políticas públicas: Um inventário sucinto das principais vertentes analíticas recentes. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, v. 18, n. 51, p. 21–29, 2003.

FELLI, R. On climate rent. **Historical Materialism**, v. 22, n. 3–4, p. 251–280, 2014.

FERNANDEZ, R.; AALBERS, M. B. Financialization and housing: Between globalization and Varieties of Capitalism. **Competition and Change**, v. 20, n. 2, p. 71–88, 2016.

FERRARA, L. N.; RUFINO, M. B. C.; SHIMBO, L. Z. Imobiliário-Infraestrutura na cidade do século XXI: desafios para uma crítica contra-hegemônica. **Risco Revista de Pesquisa em Arquitetura e Urbanismo (Online)**, v. 16, n. 3, p. 84–101, 2018.

FERREIRA, A. N. Os Fundos de Investimento no Brasil de 2008 a 2013: institucionalidade e interfaces com a política econômica. **Textos para discussão - IPEA**, n. 2153, p. 01–56, 2015.

FIX, M. **Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil**. Tese (Doutorado em Desenvolvimento Econômico) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, São Paulo, 2011.

FOX, J. The circuit of money capital. In: **Understanding Capital Volume II**. Toronto: Progress Books, 1985.

FRANCA, L. **A visão da ABRAINC sobre fundos imobiliários**, 2021. Disponível em: <<https://www.youtube.com/watch?v=YXSK1ZNqsK8&list=WL&index=36>>

FRANCIOZI, L. H. DA S.; PORTO, P. T. **Operações Built to Suit antes e depois da Lei nº 12.744/12** - O estudo de caso do Hospital Infantil Sabará. 13ª Conferência Internacional da LARES. **Anais**. São Paulo: 2013.

FRANCO, F. T. S. R. **Tijolos de papel**: dimensões territoriais da isenção tributária dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil. Dissertação (Mestrado em Gestão e Políticas Públicas) – Escola de Administração de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2019.

FRENCH, S.; LEYSHON, A.; WAINWRIGHT, T. Financializing space, spacing financialization. **Progress in Human Geography**, v. 35, n. 6, p. 798–819, 2011.

GARCÍA, J. G.; LÓPEZ, M. A. M. State-Led Actions Reigniting the Financialization of Housing in Spain. **Housing, Theory and Society**, v. 00, n. 00, p. 1–21, 2021.

GASCA ZAMORA, J.; CASTRO MARTÍNEZ, E. DE J. Financiarización inmobiliaria en México: una mirada desde los Fideicomisos de Inversión en Bienes Raíces (FIBRAS). **Revista INVI**, v. 36, n. 103, p. 112–136, 2021.

GASSEN, V. **A Lei de Terras de 1850 e o direito de propriedade**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Centro de Ciências Jurídicas, Universidade Federal de Santa Catarina, Santa Catarina, 1994.

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

GOTTDIENER, M. **A produção social do espaço urbano**. 2. ed. São Paulo: EDUSP, 2016.

HALBERT, L. Les acteurs des marchés financiers font-ils la ville? Vers un agenda de recherche. **Espaces Temps**, 2013.

HARVEY, D. **A produção capitalista do espaço**. São Paulo: Annablume Editora, 2005a.

HARVEY, D. **O novo imperialismo**. 2. ed. São Paulo: Edições Loyola, 2005b.

HARVEY, D. **Os limites do capital**. 1. ed. São Paulo: Boitempo, 2013.

HARVEY, D. **Cidades Rebeldes: do direito à cidade à revolução urbana**. São Paulo: Martins Fontes, 2014.

HILFERDING, R. **Finance Capital: A study of the latest phase of capitalist development**. London: Routledge & Kegan Paul, 1981.

HOCKLEY, R.; PEREIRA, I.; SCHMIDT, G. **UBS Global Family Office Report**. Zurich: UBS, 2020.

JARDIM, E.; LORRANY, L. Evolução recente do mercado de crédito imobiliário no Brasil. **Radar: tecnologia, produção e comércio exterior**, n. 63, p. 5–10, 2020.

KAY, K.; TAPP, R. Un/Making Assets: The Institutional Limits to Financialization. **Annals of the American Association of Geographers**, 2021.

KLINK, J. **Metropolis, money and markets: Brazilian Urban financialization in times of re-emerging global finance**. New York: Routledge, 2020.

LANGLEY, P. Assets and assetization in financialized capitalism. **Review of International Political Economy**, v. 28, n. 2, p. 382–393, 2020.

LAPAVITSAS, C. The financialization of capitalism: “Profiting without producing”. **City**, v. 17, n. 6, p. 792–805, 2013.

LEFEBVRE, H. **Une pensée devenue monde: faut-il abandonnée Marx?** Paris: Fayard, 1980.

LEFEBVRE, H. **The production of space**. Cambridge: Basil Blackwell, 1991.

LEFEBVRE, H. **A cidade do capital**. Rio de Janeiro: DP&A, 2001.

LEFEBVRE, H. **A revolução urbana**. Belo Horizonte: Editora UFGM, 2002.

LEFEBVRE, H. Prefácio - A produção do espaço. **Estudos Avançados**, v. 27, n. 79, p. 123–132, 2013.

LENCIONI, S. A metamorfose de São Paulo: o anúncio de um novo mundo de aglomerações difusas. **Revista Paranaense de Desenvolvimento - RPD**, n. 120, p. 133–148, 2011.

LENCIONI, S. Reestruturação imobiliária: Uma análise dos processos de concentração e centralização do capital no setor imobiliário. **Eure**, v. 40, n. 120, p. 29–47, 2014.

LENCIONI, S. Condições gerais de produção e espaço-tempo nos processos de valorização e capitalização. In: RUFINO, M. B. C.; FAUSTINO, R.; WEHBA, C. (Orgs.). **Infraestrutura na reestruturação do capital e do espaço: análises em uma perspectiva crítica**. Rio de Janeiro: Letra Capital, 2021. p. 364.

LEOPOLDO, E. Da economia urbano-industrial à economia metropolitano-financeira. **Mercator**, v. 15, n. 4, p. 7–14, 2016.

LORRAIN, D. The Discrete Hand: Global finance and the city. **Revue française de science politique (English)**, v. 61, n. 6, p. 47–71, 2011.

LOURES, W. Fundos começam a financiar apartamentos. **O Estado de S. Paulo**, n. 17 de dezembro de 1995, 1995.

MAGNANI, M.; SANFELICI, D. O e-commerce e os fundos imobiliários logísticos: estratégias de captura de rendas imobiliárias. **Cad. MetrÓpole**, v. 24, n. 53, p. 173–198, 2022.

MAKYIAMA, M. R. Fundo imobiliário pode captar U\$3,6 bilhões. **O Estado de S. Paulo**, n. 11 de maio, p. 49, 1992.

MARTIN, I. *et al.* São Paulo e os territórios do Complexo Imobiliário-Financeiro. In: ROLNIK, R. *et al.* (Orgs.). **Cidade Estado Capital: reestruturação urbana e resistências em Belo Horizonte, Fortaleza e São Paulo**. São Paulo: FAUUSP, 2018. p. 206–221.

MARTINS, J. DE S. **O cativo da terra**. São Paulo, Contexto, 2013.

MARX, K. **Miséria da filosofia**. São Paulo: Global, 1985.

MARX, K. **Grundrisse: manuscritos econômicos de 1857-1858**. São Paulo: Boitempo, 2011.

MIELE, S. A. DE F. **O movimento da economia financeira na dinâmica imobiliária de São Paulo**. Dissertação (Mestrado em Geografia) – Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

MORAES, A. V. DE; SERRA, R. G. **Comparação do risco-retorno fo IFIX com IBOVESPA** , IDIV e IMOB. n. February, 2017.

MORENO, L. The urban process under financialised capitalism. **City**, v. 18, n. 3, p. 244–268, 2014.

NAKAMA, V. K. A instrumentalização financeira do espaço: Fundos de investimento imobiliário como estruturas de capital fixo. **Revista INVI**, v. 36, n. 103, p. 194–214, 2021.

NAKAMA, V. K.; RUFINO. B. Os Fundos de Investimento como movimento do Complexo Financeiro-Imobiliário no Brasil. **Revista Brasileira de Estudos Urbanos e Regionais**, v 24, 2022.

OGUS, A.; CARBONARA, E. Self-regulation. In: PARISI, F. (Org.). **Production of Legal Rules**. Cheltenham: Edward Elgar, p. 228–252, 2011.

PALLUDETO, A. W. A.; FELIPINI, A. R. Panorama da literatura sobre a financeirização (1992-2017): uma abordagem bibliométrica. **Economia e Sociedade**, v. 28, n. 2, p. 313–337, 2019.

PALLUDETO, A. W. A.; ROSSI, P. O capital fictício : revisitando uma categoria controversa. **XLIII Encontro Nacional de Economia**, p. 1–18, 2018.

PALLUDETO, A. W. A.; ROSSI, P. Marx's fictitious capital: A misrepresented category revisited. **Cambridge Journal of Economics**, v. 46, n. 3, p. 545–560, 2022.

PARKER, D. The six success factors for REIT market development: lessons for China? **Journal of Property Investment and Finance**, v. 37, n. 3, p. 238–240, 2019.

PAULANI, L. M. A inserção da economia brasileira no cenário mundial: uma reflexão sobre a situação atual à luz da história. **Boletim de Economia e Política Internacional - IPEA**, v. 10, n. 2005, p. 89–102, 2012.

PEREIRA, P. C. X. **Espaço, técnica e construção**. São Paulo: Nobel, 1988.

PEREIRA, P. C. X. Patrimonialismo no capitalismo contemporâneo. In: OLIVEIRA, F. G. DE *et al.* (Orgs.). **Espaço e economia**: geografia econômica e a economia política. Rio de Janeiro: Consequência Editora, 2019. p. 453–466.

PEREIRA, P. C. X.; PETRELLA, G. M. Introdução: imediato, total e global na produção do espaço. In: PEREIRA, P. C. X. (Ed.). **Imediato, Global e Total na produção do espaço**: a financeirização da cidade de São Paulo no século XXI. São Paulo: FAUUSP, 2018. p. 5–10.

PINEDA, R. A. C. Los fondos de inversión inmobiliaria y la producción privada de vivienda en Santiago de Chile: ¿Un nuevo paso hacia la financiarización de la ciudad? **Eure**, v. 37, n. 112, p. 5–22, 2011.

PINTO, E. G. F. Financiamento Imobiliário No Brasil: Uma Análise Histórica Compreendendo O Período De 1964 a 2013, Norteadada Pelo Arcabouço Teórico Pós-Keynesiano E Evolucionário. **Economia e Desenvolvimento**, v. 27, n. 2, p. 276–296, 2016.

ROCHA, M. A. M. DA. **Grupos Econômicos e Capital Financeiro**: Uma História Recente do Grande Capital Brasileiro. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, São Paulo, 2013.

ROYER, L. **Financeirização da política habitacional: limites e perspectivas**. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo) – Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

RUFINO, B. Financeirização do Imobiliário e transformações na produção do espaço. In: FERREIRA, A.; RUA, J.; MATTOS, R. C. DE (Orgs.). **O espaço e a metropolização**: cotidiano e ação. 1. ed. Rio de Janeiro: Consequência Editora, 2017. p. 213–240.

RUFINO, M. B. C. Reestruturação do setor imobiliário e mudanças no padrão espacial de reprodução do capital: a produção imobiliária como elemento central na reconfiguração das cidades brasileiras. **Anais XV Enanpur**, v. 15, n. 1, p. 16, 2013.

RUFINO, M. B. C. Transformação da periferia e novas formas de desigualdades nas metrópoles brasileiras: um olhar sobre as mudanças na produção habitacional. **Cadernos MetrÓpole**, v. 18, n. 35, p. 217–236, 2016.

SANFELICI, D. **A metrópole sob o ritmo das finanças**: implicações socioespaciais da expansão imobiliária no Brasil. Tese (Doutorado em Geografia) – Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

SANFELICI, D. Centralização do capital no setor imobiliário e reconfiguração das metrópoles. **Mercator**, v. 15, n. 2, p. 7–21, 2016.

SANFELICI, D. La industria financiera y los fondos inmobiliarios en Brasil: lógicas de inversión y dinámicas territoriales. **Economía Sociedad y Territorio**, v. xvii, p. 367–397, 2017.

SANFELICI, D.; HALBERT, L. Financial market actors as urban policy-makers: the case of real estate investment trusts in Brazil. **Urban Geography**, v. 40, n. 1, p. 83–103, 2018.

SANTANA, M. Por uma era de qualidade e transparência. **Revista Getulio**, p. 14–17, 2009.

SECOVI. Entidades criam comissão de estudo para análise dos Fundos de Investimento Imobiliário. **O Estado de S. Paulo**, 1991.

SECOVI. Fundos de pensão e securitização de recebíveis. **O Estado de S. Paulo**, 1997.

SECOVI. Fundos Imobiliários: elo entre mercados financeiro e imobiliário. **O Estado de S. Paulo**, 1998.

SHIMBO, L. An unprecedented alignment: state, finance, construction and housing production in Brazil since the 2000s. **International Journal of Housing Policy**, v. 19, n. 3, p. 337–353, 2019.

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

SOCOLOFF, I. Fondos inmobiliarios cotizados y financiarización de la vivienda en Argentina. **Revista INVI**, v. 36, n. 103, p. 85–111, 2021.

SOUZA JÚNIOR, J. R. DE C.; CORNELIO, F. M. Estoque de capital fixo no Brasil: séries desagregadas anuais, trimestrais e mensais. **Texto para Discussão**. Rio de Janeiro: IPEA, 2020.

STROHER, L. E. M. Operações urbanas consorciadas com Cepac: uma face da constituição do complexo imobiliário-financeiro no Brasil? **Cadernos Metrópole**, v. 19, n. 39, p. 455–477, 2017.

SWEEZY, P. M. **Teoria do Desenvolvimento Capitalista**: Princípios de Economia Política Marxista. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1976.

TAVARES, J. R. **Projeto de Lei N  2.204-C, de 1991**, 1993.

TERPINS, N. H. M. **A natureza jurídica dos Fundos de Investimento Imobiliário**. Disserta o (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

TOPALOV, C. **Les promoteurs immobiliers**: contribution   l’analyse de la production capitaliste du logement en France. Paris: Mouton, 1974.

TORRES, R. DA S.; TONUCCI FILHO, J. B. M.; ALMEIDA, R. P. Financeiriza o do imobiliário no Brasil : uma análise dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (2005-2020). **Cadernos Metrópole**, v. 24, n. 53, 2022.

UQBAR. **Anuário Uqbar 2020** Fundos de Investimento Imobiliário. 13  Edi o. 2020.

VARGAS, J.; FELIPE, E. S. Década de 1980: as crises da economia e do Estado brasileiro, suas ambiguidades institucionais e os movimentos de desconfigura o do mundo do trabalho no país. **Revista de Economia**, v. 41, n. 3, p. 127–148, 2017.

VOLOCHKO, D. **A produ o do espaço urbano e as estratégias reprodutivas do capital**. 1. ed. São Paulo: FFLCH, 2008.

WESSEL, S. et al. One size does not fit all: Entrepreneurial families’ reliance on family offices. **European Management Journal**, v. 32, n. 1, p. 37–45, 2014.

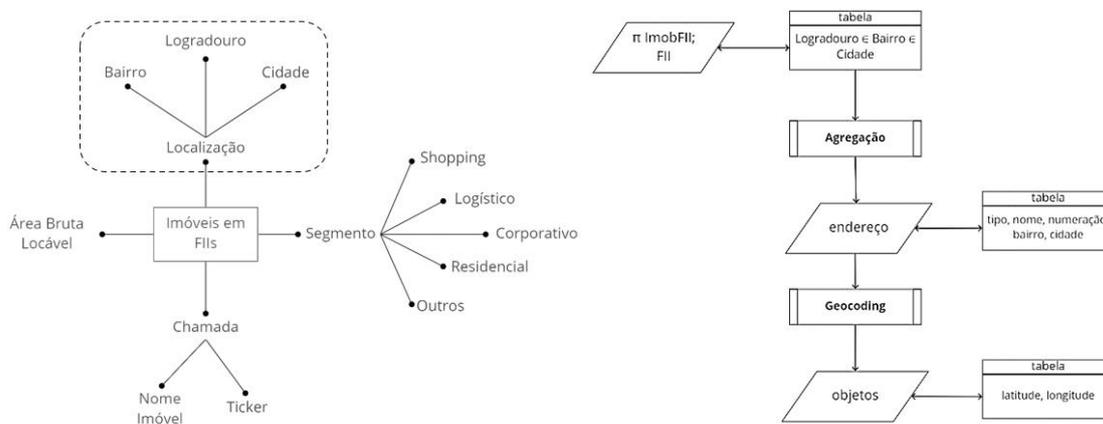
ZACARÉS, J. M. Euphoria of the Rentier? **New Left Review**, v. 129, n. May/June, p. 47–67, 2021.

APÊNDICE A – Notas metodológicas

A construção do banco de dados (BD) dos Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) atuantes na Região Metropolitana de São Paulo (RMSP) foi fundamental para o desenvolvimento dos estudos aqui apresentados. Como requisitos do BD, estabeleceu-se, além do recorte territorial, que o estudo elencaria apenas os FIIs listados na Bolsa de Valores, em vista dos mecanismos de transparência que garantem a acessibilidade dos dados padronizados dos fundos.

O BD foi construído com variáveis provenientes de várias fontes, como a CVM (sistemas.cvm.org.br), ANBIMA e relatórios gerenciais dos fundos imobiliários. Dentre elas: (a) segmento de atuação do FII; (b) nome do FII; (c) área bruta locável e (d) localização. Essa última, como expressão espacial direta, estava dividida em (i) logradouro e número; (ii) bairro; (iii) cidade; (iv) estado. Para que fosse possível georreferenciar os FIIs nos mapas, foi necessário unir as informações [∪] para obter o endereço completo, realizando ajustes quando necessário (na substituição de “av.” por “avenida”, por exemplo). Por fim, utilizou-se uma API do Google Maps para obtenção da latitude e longitude de cada imóvel.

Figura A.1 - Modelo relacional e *geocoding*

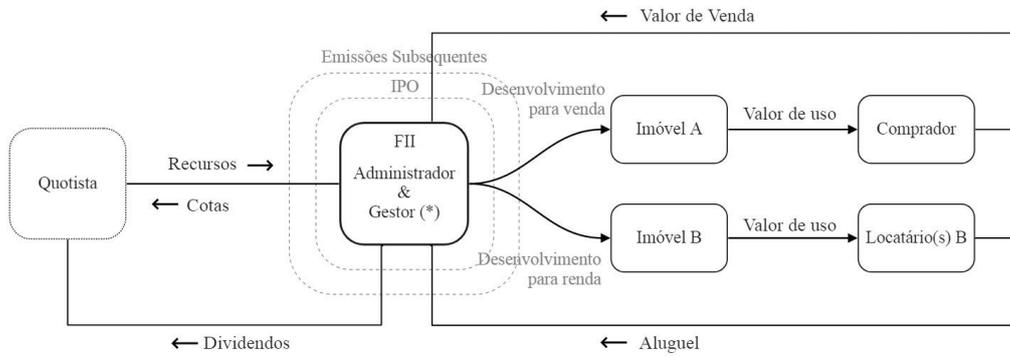


Fonte: Elaboração própria

Os dados foram verificados por meio de uma amostra randômica de 5% do universo total de FIIs elencados. Para esta quantidade (relativamente pequena), realizou-se uma apuração comparativa entre a localização dos imóveis plotados e a sua localização real. Nesse sentido, verificou-se uma possível aderência de 90.47%. Presume-se que coordenadas geradas a partir de endereços com termos como “estrada” e sem número, apenas com indicações de quilometro “km 45”, por exemplo, geraram distorções.

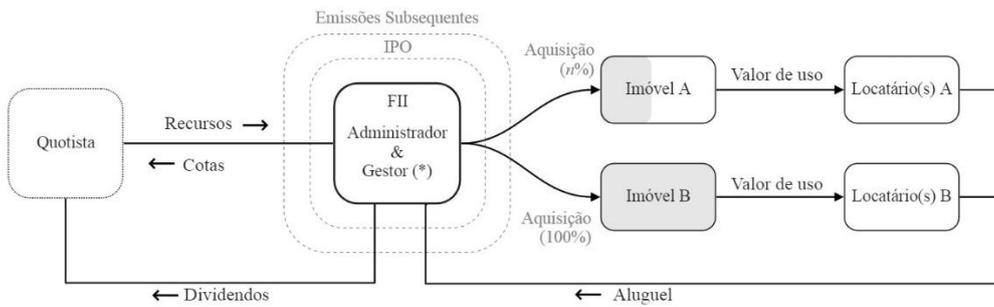
APÊNDICE B – Esquema de operação de diferentes tipologias de FIIs

Figura B.1 - Esquema de operação de um FII de desenvolvimento (para venda e renda)



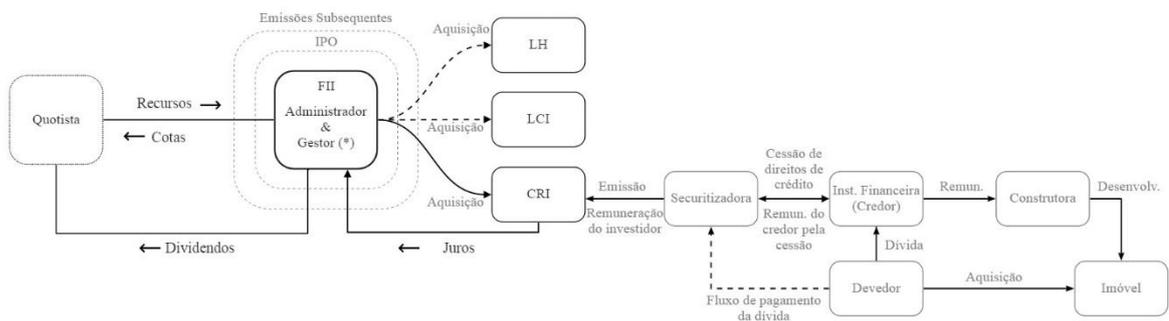
Fonte: Elaboração própria.

Figura B.2 - Esquema de operação de um FII de tijolo



Fonte: Elaboração própria.

Figura B.3 - Esquema de operação de um FII de papel



Fonte: Elaboração própria.

APÊNDICE C – Relação de Leis, Instruções e Resoluções sobre FIIs (1993-2020)

Tabela C.1 – Relação de Leis, Instruções e Resoluções sobre FIIs (1993-2020)

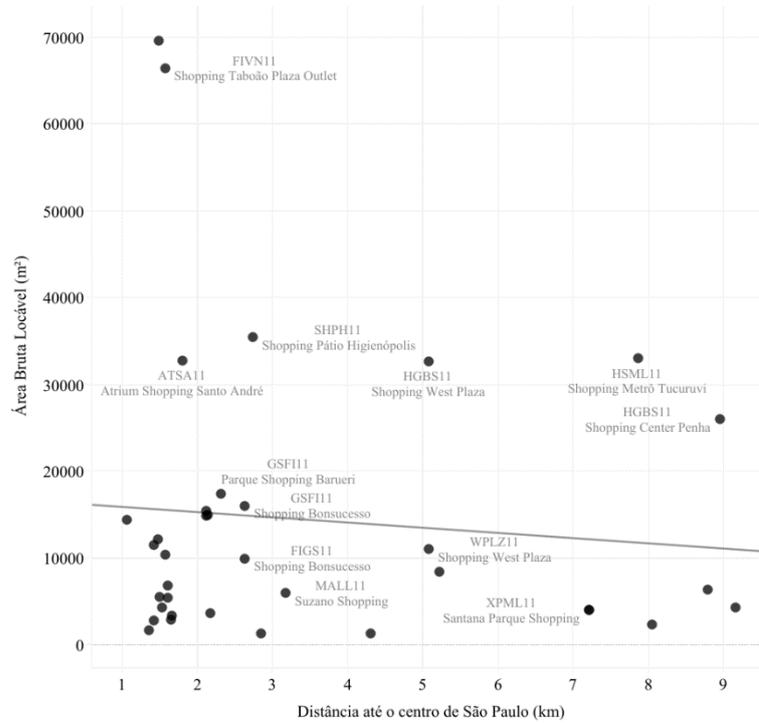
Ano	Lei/ Instrução Normativa/ Regulação	Órgão Responsável	Descrição
1993	Lei nº 8.668	Governo Federal	Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências.
1994	CVM 205	CVM	Regulamentação da constituição, funcionamento e administração dos fundos imobiliários.
	CVM 206	CVM	Regulamentação das normas contábeis aplicáveis aos fundos imobiliários.
1996	CVM 248	CVM	Dispõe sobre a elaboração e a divulgação de demonstrações financeiras e informações trimestrais adaptadas às disposições contidas nos artigos 4º e 5º da Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995.
	Resolução nº 2.324	CMN	Altera e consolida as normas que regulamentam as aplicações dos recursos das entidades fechadas de previdência privada
1997	Lei nº 9.532	Governo Federal	Altera a legislação tributária federal e dá outras providências.
	Lei nº 9.514	Governo Federal	Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências.
1999	Lei nº 9.779	Governo Federal	Altera a legislação do Imposto sobre a Renda, relativamente à tributação dos Fundos de Investimento Imobiliário.
2001	Resolução nº 2.829	CMN	Aprova regulamento estabelecendo as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos das entidades fechadas de previdência privada.
	CVM 389	CVM	Facilita a negociação de cotas em mercado diverso.
2003	CVM 400	CVM	Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988.
	Lei nº 11.033	Governo Federal	Isenção de imposto sobre o rendimento de CRI, LH – Letra Hipotecária – e LCI – Letra de Crédito Imobiliário.
2004	Lei nº 10.931	Governo Federal	Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, LCI, CCI, CCB
	CVM 409	CVM	Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.
2005	Lei 11.196	Governo Federal	Isenção de imposto de renda sobre o rendimento de fundos imobiliários para pessoas físicas.

2007	CVM 450	CVM	Altera instrução CVM 409 de 2004 e outras.
2008	CVM 472	CVM	Atualização da legislação de fundos imobiliários. Ampliação das bases de investimento (CRIs, LH, LCIs e cotas).
2009	Lei nº 12.024	Governo Federal	Isenção de imposto de renda para aplicações de fundos imobiliários em CRI, LH, LCI e cotas de fundos imobiliários.
2011	CVM 516	CVM	Elaboração e divulgação das demonstrações financeiras dos fundos imobiliários.
2012	-	BM&FBOVES PA	Criação do IFIX
2015	Lei nº 13.240	Governo Federal	Dispõe sobre a administração, a alienação, a transferência de gestão de imóveis da União e seu uso para a constituição de fundos.
	CVM 571	CVM	Atualização da Instrução CVM 472, com ampliação e melhoria das informações aos quotistas e quórum de assembleia.
2018	Resolução nº 4.661	BACEN	Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar.
2020	-	B3	Mudanças na metodologia do IFIX
	-	B3	Lançamento do aluguel de cotas de FIIs e FIPs

Fonte: Elaboração própria.

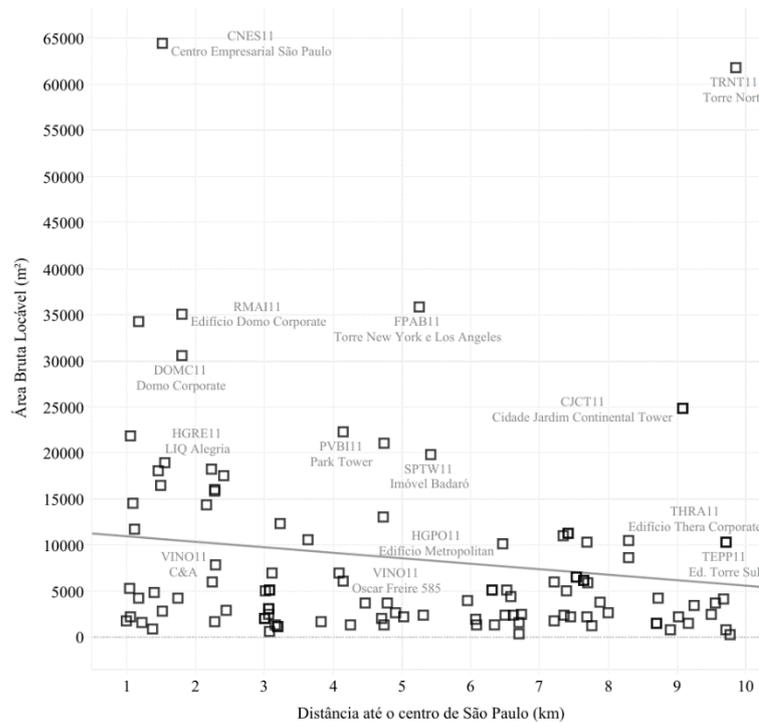
APÊNDICE D – Relação entre ABL e a distância até o centro de São Paulo

Gráfico D.1 - Relação entre ABL do segmento de Shoppings e distância até o centro de São Paulo



Fonte: Elaboração própria.

Gráfico D.2 - Relação entre ABL do segmento corporativo e distância até o centro de São Paulo



Fonte: Elaboração própria.

ANEXO A – Emendas PL nº 2.204/1991

Figura A.3 - Emendas PL nº 2.204/1991



CÂMARA DOS DEPUTADOS
COMISSÃO DE VIAÇÃO E TRANSPORTES, DESENVOLVIMENTO URBANO E INTERIOR

PROJETO DE LEI Nº 2.204/91

E M E N D A S

Nº	A U T O R	D I S P O S I T I V O
001	MUSSA DEMES	parágrafo único do art. 1º
002	MUSSA DEMES	art. 2º
003	ADYLSO MOTA	inciso II do art. 11
004	ADYLSO MOTA	inciso V do art. 8º
005	PAULINO CÍCERO DE VASCONCELOS	art. 4º
006	PAULINO CÍCERO DE VASCONCELOS	inciso II do art. 4º
007	PAULINO CÍCERO DE VASCONCELOS	inciso III do art. 4º
008	PAULINO CÍCERO DE VASCONCELOS	parágrafo único do art. 4º
009	MANOEL CASTRO	§ 4º do art. 14
010	MANOEL CASTRO	art. 6º
011	FRANCISCO DORNELLES	art. 4º
012	FRANCISCO DORNELLES	parágrafo único do art. 4º
013	FRANCISCO DORNELLES	inciso VII do art. 7º
014	FRANCISCO DORNELLES	inciso V do art. 7º
015	CARDOSO ALVES	§ 1º do art. 14
016	CARDOSO ALVES	art. 14
017	CARDOSO ALVES	art. 10
018	CARDOSO ALVES	§ 3º do art. 14
019	PAULO ROMANO	inciso I do art. 8º
020	FRANCISCO DORNELLES	onde couber
021	MANOEL CASTRO	art. 14
022	PAULINO CÍCERO DE VASCONCELOS	§ 2º do art. 3º
023	MUSSA DEMES	art. 3º
024	RICARDO MORAES	onde couber
025	RICARDO MORAES	onde couber
026	RICARDO MORAES	onde couber

GER 20.01.0050.5 – (SET/85)