

**FINANCEIRIZAÇÃO E HABITAÇÃO: explorando o avanço da  
securitização de ativos imobiliários no Brasil<sup>1</sup>**

**FINANCIALIZATION AND HOUSING: exploring the advance of real estate  
asset securitization in Brazil**

**FINANCIARIZACIÓN Y VIVIENDA: explorando el avance de la titulación de  
activos inmobiliarios em Brasil**

**Marlon Altavini de Abreu**

Doutor em Geografia Pela Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho –  
UNESP/Presidente Prudente.

[marlon.altavini@gmail.com](mailto:marlon.altavini@gmail.com) / <http://orcid.org/0000-0003-4066-4736>

**Recebido: 11/07/2022; Aceito: 20/10/2022; Publicado: 17/01/2023.**

**RESUMO**

A securitização de ativos imobiliários tem figurado como uma variável relevante para a compreensão das imbricações contemporâneas entre o ambiente construído urbano e o processo de financeirização da habitação. Todavia, embora uma crescente literatura tenha fornecido importantes considerações associadas à constituição destes mercados de ativos, esses debates trazem, de maneira geral, uma perspectiva construída a partir dos países de capitalismo central. Este trabalho fornece uma contribuição inicial para preencher alguns dos pontos cegos sobre este tema a partir do exemplo brasileiro, explorando a securitização de ativos imobiliários, com ênfase no período entre 2007-2019. Os resultados deste trabalho buscam apresentar duas contribuições analíticas para a literatura da financeirização: 1) fornece um foco específico sobre o fato de que este processo apresenta as principais características de sua regulamentação e difusão no interior do setor imobiliário; 2) argumenta que o avanço efetivamente existente do processo no Brasil não pode ser dissociado do Estado e de suas instituições financeiras, diferentemente das narrativas e imaginários da securitização alicerçada nas finanças corporativas.

**Palavras-chave:** Financeirização; Securitização; Financiamentos Imobiliários; Renda da terra.

**ABSTRACT**

The securitization of real estate assets has figured as a relevant variable for understanding the contemporary imbrications between the urban built environment and the process of financialization of housing. However, although a growing literature has provided important considerations associated with the constitution of these asset markets, these debates bring, in general, a perspective built from the countries with central capitalism. This work contributed an initial contribution to fill some of the blind spots on this topic, starting from the Brazilian example exploring the securitization of real estate assets, with emphasis on the period between 2007-2019. The results of this work seek to present two analytical contributions to the financialization literature: 1) it provides a specific focus on the fact that this process presents the main characteristics of its preference and diffusion within the real estate sector; 2) argues that the existing advance of the process in Brazil

<sup>1</sup> Este texto foi elaborado a partir da palestra intitulada “Casas de papel: o habitar e o morar sob a hegemonia financeira”, oferecida no 1º Seminário nacional sobre os desafios dos territórios do habitar e do morar nas cidades brasileiras.

cannot be dissociated from the State and its financial institutions, unlike the narratives and imaginaries of securitization based on corporate finance.

**Keywords:** Financialization; Securitization; Real Estate Finance; Land Rent.

### RESUMEN

La titulación de activos inmobiliarios ha figurado como una variable relevante para la comprensión de las imbricaciones contemporáneas entre el entorno urbano construido y el proceso de financiarización de la vivienda. Sin embargo, aunque una creciente literatura ha aportado importantes consideraciones asociadas a la constitución de estos mercados de activos, estos debates suelen aportar una perspectiva construida desde los países del capitalismo central. Este documento ofrece una primera contribución para llenar algunos de los puntos ciegos sobre este tema a partir del ejemplo brasileño que explora la titularización de activos inmobiliarios, con énfasis en el período entre 2007-2019. Los resultados de este trabajo buscan presentar dos contribuciones analíticas a la literatura de la financiarización: 1) proporciona un enfoque específico sobre el hecho de que este proceso presenta las principales características de su regulación y difusión dentro del sector inmobiliario; 2) argumenta que el avance efectivamente existente del proceso en Brasil no puede ser dissociado del Estado y sus instituciones financieras, a diferencia de las narrativas e imaginarios de la titularización basados en las finanzas corporativas.

**Palabras clave:** Financiación; Titulación; Financiación Inmobiliaria; Renta del Suelo.

---

### INTRODUÇÃO

A securitização de ativos imobiliários tem integrado um campo temático essencial nas abordagens sobre o avanço da financeirização nos espaços urbanos (AALBERS, 2008; 2015). Estas abordagens têm enfatizado que há no presente um maior entrelaçamento entre os mercados financeiros e o ambiente construído urbano, mobilizando, sob a forma de ativos financeiros, um número cada vez maior de produtos e rendimentos imobiliários, da infraestrutura ao habitacional (COAKLEY, 1994; KAIKA; RUGGIERO, 2013; GUITONNET; ATTUYER; HALBERT, 2015).

De fato, desde a Crise Financeira Global (CFG), é possível perceber que a extensão e importância da esfera financeira na estruturação de mercados especializados, voltados à comercialização de ativos imobiliários, alcançou a escala global (AALBERS, 2008; GOTHAM, 2009), permitindo que os circuitos de crédito e os circuitos imobiliários tornem-se cada vez mais hibridizados com os circuitos financeiros (CHIAPELLO, 2019; WEBER, 2015; 2020). Onde os bancos comerciais passam a desenvolver atividades de gestão de ativos e negociam, no presente, os fluxos monetários de médio e longo prazo (CHESNAIS, 2016; LAPAVITSAS, 2013) e agentes da produção imobiliária passam emitir de títulos de dívida como uma garantia do *funding* necessário para viabilizar os seus empreendimentos (CHRISTOPHERS, 2017; KAIKA; RUGIERRO, 2016; SANFELICI, 2020; VAN LOON; AALBERS, 2017).

Entre algumas das abordagens mais frequentes, este debate traz à tona um conjunto de questões atinentes ao modo como estes ativos financeiros tem permeado a agenda dos governos e empresas. Todavia, embora esta agenda de pesquisa tenha fornecido importantes insights associados à financeirização da produção das cidades e da reestruturação dos sistemas de financiamento da habitação (TULLA, 1992; WAINWRIGHT, 2009; GOTHAM, 2009), esses avanços permanecem relativamente limitados a uma perspectiva construída a partir dos países do capitalismo central, sem considerar um esforço amplo que considere as contingências locais e as condições estruturais de uma economia periférica.

No Brasil, essa questão ganha particularidades frente à realidade de outros países, exigindo que não sejam feitas leituras lineares e apressadas sobre como estas articulações entre terra, habitação e finanças vêm se desenvolvendo. Seja porque a terra urbana no Brasil, para além de um elemento de distinção social, exerce historicamente um papel de reserva de valor crucial numa economia inflacionária, de baixos salários e com mercados de capitais pouco desenvolvidos (SAYAD, 1977), seja porque o acesso ao mercado residencial nunca foi universal, demarcando, com isso, bases distintas daquelas analisadas nos países de capitalismo central, onde a dissolução do estado de bem-estar social em função de uma crescente desregulamentação e a privatização são uma representação precisa das transformações do setor imobiliário desde a década de 1980 (PEREIRA, 2017).

Este artigo fornece uma contribuição para preencher alguns dos pontos cegos na pesquisa sobre financeirização da habitação no Brasil. Explora a trajetória recente da securitização de ativos imobiliários, com ênfase no período entre 2006-2019, e busca situar a recente expansão dos mercados para estes títulos diante das especificidades que historicamente definiram a oferta e constituição dos mercados imobiliários no Brasil.

Após esta introdução, este artigo está organizado em três seções complementares. A primeira apresenta as bases teórico-analíticas do processo de financeirização e suas implicações na produção e no consumo imobiliário. Nessa seção, o foco principal é estabelecer uma discussão produtiva entre o crescente tratamento da propriedade como uma forma de ativo financeiro (HARVEY, 1982; HAILA, 1988) para a formação de novas coerências de caráter econômico e político entorno de um maior entrelaçamento entre os circuitos financeiros e o ambiente construído urbano. A segunda sessão fornece uma cartilha sobre a implementação regulatória do sistema de financiamento imobiliário desde o marco institucional definido pelo Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), contextualizando as condições de avanço e disseminação das operações de securitização. A seção inclui uma visão qualitativa e quantitativa da estrutura, funcionamento, segmentos

específicos, ativos e principais atores envolvidos no mercado brasileiro de securitização. Na conclusão, detalhamos as implicações de nossa análise para pesquisas futuras.

## **COMPREENDENDO A SECURITIZAÇÃO: possíveis caminhos para análise**

A securitização de ativos imobiliários, que ganhou em todo o mundo particular notoriedade após a Crise Financeira Global (CFG) dos anos de 2007/2008, define-se como uma inovação financeira, capaz de converter ativos imóveis, diferenciados entre si e muitas vezes de baixa liquidez em títulos homogêneos e de fácil transação no mercado financeiro (GOTHAM, 2009). Esta inovação tem figurado como uma variável relevante para a compreensão das imbricações contemporâneas entre o ambiente construído urbano e o processo de financeirização da habitação (AALBERS, 2008).

Ainda que mais visível nos países de capitalismo central, as mudanças acarreadas pelos mecanismos de securitização abarcaram nas últimas décadas transformações cruciais que, em todo o mundo, reposicionou a competência das finanças na modelagem dos sistemas de financiamento imobiliário através de formas de captação e acesso de recursos financeiros direcionados tanto para a produção imobiliária quanto para o consumo da habitação (GOTHAM, 2009; AALBERS, 2009; 2012; 2016).

Ao conectar processos macroeconômicos aos indivíduos e famílias, os sistemas de financiamento imobiliário assumem, em sua atualidade, uma posição de destaque na economia política contemporânea (AALBERS; CHRISTOPHERS, 2014), seja porque a casa torna-se um importante ativo financeiro na maioria das economias (AALBERS, 2008), seja, porque os canais de comunicação, construídos através dos mecanismos de financiamento, oferecem uma maior circulação de atores centrais do sistema financeiro global como fundos de pensão e bancos de investimento (HALBERT; ROUANET, 2014).

Diante desta crescente importância convém, mesmo que correndo o risco de simplificar demais o que tem sido uma discussão extensa sobre fenômenos complexos, retomar as lógicas mais gerais que conectam a securitização ao processo de transformação da casa e da propriedade em um ativo financeiro.

Os trabalhos sobre a securitização têm chamado atenção para a influência desta inovação na conversão da propriedade imobiliária em uma nova fronteira para o investimento financeiro ao conectar, progressivamente, a dinâmica do mercado de capitais aos rendimentos imobiliários. Estas abordagens recorrem, de maneira geral, às discussões atinentes ao processo de financeirização da terra e da habitação, no qual os trabalhos de Harvey (1982), Haila (1988; 1989) e Kerr (2015) ocupam um notado destaque ao operar

teoricamente a partir de uma perspectiva que não apenas distancia-se de qualquer interpretação que reduz a propriedade fundiária a uma categoria residual ou com uma importância secundária no conjunto do processo de acumulação, como também propõem uma estrutura teórico-analítica que conecta a teoria da renda com a análise dos mercados imobiliários e as expectativas de valorização futura decorrente da capitalização das rendas fundiárias.

Embora o argumento inicialmente formulado por Harvey (1982), de que a propriedade da terra tenderia a assumir sua verdadeira forma capitalista quando fosse tratada como um ativo financeiro, tenha sido desenvolvido ainda na década de 1980, antes do uso generalizado da noção de financeirização, esta antevista tendência de aproximação entre a propriedade da terra e as finanças têm sido capaz de oferecer importantes insights para uma compreensão do modo como diferentes produtos imobiliários vem sendo, cada vez mais, avaliados por motivos estritamente financeiros (CHRISTOPHERS, 2010).

Frente a este enquadramento teórico-analítico, o que é particularmente importante perceber é que a propriedade imobiliária, quando tomada como “um campo aberto para a circulação do capital portador de juros” (HARVEY, 1982, p. 371), a exemplo dos capitais fictícios, passa a ser cada vez mais comprada e vendida mediante as expectativas de ganhos decorrentes do direito do proprietário ao recebimento periódico de uma renda.

Estas proposições alcançam nossos argumentos em torno do modo como a propriedade imobiliária “se encaixa” nesta crescente dominância dos mercados e da indústria financeira (CHRISTOPHER 2009, p. 94), assumindo um papel particularmente relevante nas formas de organização de um sistema de produção e reprodução econômica que tem na propriedade e nas rendas uma condição central de reprodução (CHRISTOPHERS, 2020).

Ao reiterar a condição fictícia dos ganhos imobiliários, Harvey (1982) enfatiza que a novidade deste processo não é apenas perceber que a renda fundiária no capitalista sustenha uma dinâmica centrada na antecipação dos ganhos futuros com a conversão dos usos do solo e da produção imobiliária (HARVEY, 1973). Trata-se, na verdade, de considerar o fato de que esta antecipação dos ganhos tende a ter no presente um componente dos mercados financeiros. Ou seja, a capitalização das rendas imobiliárias, expressas sob a forma do preço de um bem imobiliário dependem, cada vez mais, da taxa de juros (e as expectativas de remuneração) travadas no âmbito dos mercados financeiros, abstraindo sua especificidade de um ativo real (com um valor de uso efetivo) para uma conformação assemelhada a de um título mobiliário (PAULANI; FIX 2019).

Neste sentido, o que faz a securitização é permitir que o ativo imobiliário não esteja mais restrito às condicionantes locais que o definem, atribuindo aos mercados imobiliários uma mesma lógica de rentabilidade e, por conseguinte, construindo um espaço abstrato de valorização, ao qual todos os investimentos estão potencialmente submetidos às métricas e expectativas de valorização dos ativos financeiros.

A articulação destes traços gerais circunscreve a base de nossa argumentação e dos caminhos possíveis para a análise do processo de securitização ao particularizar a regulação de normas e critérios operacionais para o funcionamento do mercado fundiário urbano. O avanço desta discussão exige, entretanto, a atenção aos traços particulares da institucionalização necessária à estruturação e circulação destes ativos, principalmente considerando-se as especificidades próprias e, complementarmente, a compreensão dos agentes específicos e necessários para que se realize.

Ao tratar a terra como um ativo que rende quantias monetárias ao longo do tempo, demarca-se os nexos que garantem o avanço que a hegemonia das finanças promove, por intermédio dos sistemas de financiamento da habitação, sobre a propriedade, condicionando a produção e o consumo da habitação no espaço e no tempo. Trata-se de um recorte analítico centrado no papel exercido por instrumentos e modelos econômicos na formulação de políticas e instâncias de mediação entre grandes incorporadoras e os governos, na definição do risco financeiro no desenvolvimento de projetos urbano (SAVINI; AALBERS, 2015).

Os fundamentos que se desdobram da difusão destes modelos demarcam o peso e a importância das lógicas financeiras na formação de novas coerências de caráter econômico, político e territorial a partir da inserção de instrumentos, instituições e políticas habitacionais (VAN LOON; AALBERS, 2017), que universalizam um modo de pensar, planejar e produzir as cidades (ou setores das cidades) a partir das expectativas de ganhos futuros e da projeção de pagamentos via endividamento de famílias e empresas (HALBERT, 2018; WEBER, 2015). O processo de securitização operaria como uma espécie de farol para os agentes imobiliários e setores do planejamento, permitindo com que estes possam catalisar ganhos futuros com a propriedade, buscando garantir os retornos futuros para a mobilização do investimento no ambiente construído no presente.

É em atenção a estes traços que a seção subsequente busca contextualizar a formação e evolução do mercado de ativos securitizados através dos ajustes e práticas regulamentares introduzidas no Brasil no final da década de 1997. Como veremos, estas transformações estiveram amparadas em mecanismos criados para promover segurança e garantias à captação e acesso de recursos via mercado de capitais com a finalidade de

promover um permanente movimento de transformações na cadeia produtiva da casa e da cidade, integrando um número cada vez maior de agentes e objetos imobiliários.

## **A EVOLUÇÃO DAS OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO NO BRASIL**

A securitização é o mecanismo pelo qual um fluxo heterogêneo de rendimentos é agrupado e convertido em papéis padronizados segundo parâmetros jurídicos e financeiros, que incidem sob a propriedade destes bens através de preceitos associados à relação de risco, confiabilidade de informações e retornos econômicos (GOTHAM, 2009).

No mercado imobiliário, a securitização reúne contratos de dívida ou fluxos potenciais de rendimentos originados da exploração de um dado empreendimento sob a forma escritural de um ativo financeiro. Estes títulos admitem uma diversidade de originadores, abarcando desde contratos de dívidas referentes a instituições financeiras, tal como bancos comerciais interessados em descarregar suas carteiras de financiamentos residenciais por meio da securitização, até fluxos potenciais de recebíveis futuros, derivados de contratos de aluguel ou da comercialização de imóveis. São emitidos por empresas de construção e incorporação imobiliária, shopping centers, grandes grupos logísticos etc., motivados pela venda destes rendimentos futuros para viabilização de seus empreendimentos no presente.

Desde a formação do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) no ano de 1997 (Lei nº9514/97), que definiu uma nova instrumentalização para o financiamento da habitação no Brasil, o mercado de crédito imobiliário passou por profundas transformações, dentre as quais a securitização de ativos imobiliários comparece entre as de maior destaque. O processo de securitização de ativos imobiliários, representado no Brasil sob a figura dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), sintetiza as expectativas levadas a cabo durante a década de 1990 pelo desenvolvimento de uma agenda política centrada na crescente desburocratização dos mecanismos de concessão do crédito habitacional e na elaboração de um ambiente regulatório capaz de fortalecer o mercado secundário para comercialização de títulos financeiros (KLINK, 2020; ROYER, 2016).

Estas mudanças não apenas situaram o setor imobiliário como uma nova fronteira para o investimento financeiro, ao conectar a dinâmica do mercado de capitais, por meio dos mecanismos de securitização, à propriedade e rendimentos imobiliários, como também alicerçaram uma estratégia de investimento permanente segundo a qual a escala nacional é gradualmente transformada em uma plataforma de valorização, em que diferentes

mercados imobiliários têm sido objeto para a estruturação dos portfólios de ativos (ABREU; MELAZZO; FERREIRA, 2020).

Passadas pouco mais de duas décadas desde a regulamentação do SFI, não são pequenas as mudanças, adaptações e aperfeiçoamentos introduzidos com o objetivo de estabelecer critérios com os quais diferentes mercados imobiliários possam ser equiparados. No centro destas transformações, o reforço das garantias aos credores frente aos riscos de inadimplência, sobretudo, através do instrumento da Alienação Fiduciária (OLIVEIRA, 2021) e, mais recentemente, o aprisionamento completo do devedor ao saldo devedor remanescente, assegurando, com isso, a manutenção dos fluxos de rendimentos futuros da propriedade, destacam-se como um mecanismo central para a viabilização de um *modus operandi* do mundo das finanças (Lei nº 13.746/2017).

À medida que estas garantias foram sendo consolidadas, o mercado para a circulação dos CRI expandiu-se, abarcando um número cada vez maior de investidores e lugares. Se até o final da primeira década dos anos 2000 os principais investidores destes ativos estavam associados a pessoas físicas e bancos comerciais, que representavam juntos cerca de 90% dos títulos adquiridos, a partir de 2010 (UQBAR, 2006; 2007; 2008; 2009; 2010; 2011; 2020), o mercado de CRI vê crescer o número de fundos de investimentos envolvidos na negociação destes títulos. Como apontam os anuários UQBAR, até 2010, os fundos de investimento representavam pouco mais de 6% dos investidores de CRI, todavia, a partir de 2011 amplia-se a participação destes agentes que chegam em 2019 representando cerca de 70% do total de investidores.

Esta maior importância atribuída aos fundos de investimento, quando pensada sob circunstâncias de ordem regulatória e tributária, se deve à regulamentação no ano de 2008 (instrução CVM nº 472) dos princípios e diretrizes para a constituição, administração, oferta e distribuição de cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII), além da concessão dada aos Fundos de Pensão (FP) para que pudessem ampliar suas alíquotas em carteira de investimentos em ativos imobiliários (ROYER, 2016; SANFELICI, 2017).

Paralelamente, a presença dos fundos de investimento entre os principais investidores em ativos securitizados retoma as históricas contradições brasileiras entorno da relação entre fundo público e o desenvolvimento dos mercados, isto porque, a partir do ano de 2008, com a Resolução nº 578/2008, o Conselho Curador do FGTS autorizou a utilização de recursos do fundo em operações imobiliárias feitas diretamente por meio de títulos de base imobiliária (ROYER, 2016). Sob o pretexto da busca de melhores rentabilidades para o fundo, os anos compreendidos entre 2011 e 2016 presenciaram uma significativa ampliação, ocupando a posição de principal investidor em emissões lastreadas

em financiamentos residenciais, sendo, inclusive, responsável no ano de 2016 por mais de 50% dos investimentos efetuados (ABREU, 2019b).

No período destacado, o FI-FGTS direcionou R\$ 18.218.600.000,00 para a aquisição de CRI, montante representativo de 22% do que foi emitido entre estes anos (ABREU, 2019b). Em suma, como argumenta Klink (2020), parte dos recursos mobilizados para a compra de títulos securitizados não representou a introdução de dinheiro adicional, ou seja, diferentemente de outros contextos nacionais, onde o processo de securitização implicou na expansão do crédito pessoal via mercado de capitais, no Brasil, estas relações encontram-se fortemente ancoradas nos marcos de uma relação historicamente “truncada” entre capital financeiro e setor imobiliário no Brasil (SHIMBO, 2012; KLINK, 2020).

Como se sabe, o sistema de financiamento da habitação constituído no pós-1964 estruturou-se a partir do direcionamento de recursos captados da poupança, tanto voluntária quanto compulsória, atrelada ao FGTS (ROYER, 2016). Todavia, a regulamentação em 1997 do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) estabeleceu uma nova relação de forças pelo acesso às fontes de captação de recursos destinados à produção e ao consumo habitacional, até então estruturado fundamentalmente sob bases que garantiam aos bancos comerciais um papel central na captação e direcionamento da poupança privada às linhas de crédito voltadas ao financiamento imobiliário.

Este campo de tensionamento foi gradualmente fomentado pela evolução de uma estrutura institucional capaz de criar uma linha tênue entre o *funding* do “antigo sistema”, o SFH, e as fontes de captação elegíveis ao “novo” circuito de financiamento estruturado pelo SFI. Com explica Klink (2020), entre 2002 e 2010 foi gestado um conjunto de diretrizes que tornou mais flexíveis medidas para a compatibilização de usos entre recursos mobilizados pelo SFH e a estruturação de títulos securitizados e seu consequente emprego como lastro de emissões de securitização. As implicações desta relação reforçam a ideia de que os vínculos construídos entre o SFH e o SFI são mais bem representados por uma relação de complementariedade e articulação do que oposição e sucessão.

Nesta mesma direção, trabalhos recentes, como os Abreu (2019b) e Abreu, Melazzo e Ferreira (2020), analisando a expansão do mercado de CRI no Brasil, condicionaram o crescente alinhamento entre os circuitos de crédito e o circuito imobiliário à capacidade desempenhada pelos CRI em drenar parte dos recursos alocados pelo SFH em financiamentos imobiliários por meio das emissões lastreadas em financiamentos habitacionais originadas por bancos comerciais.

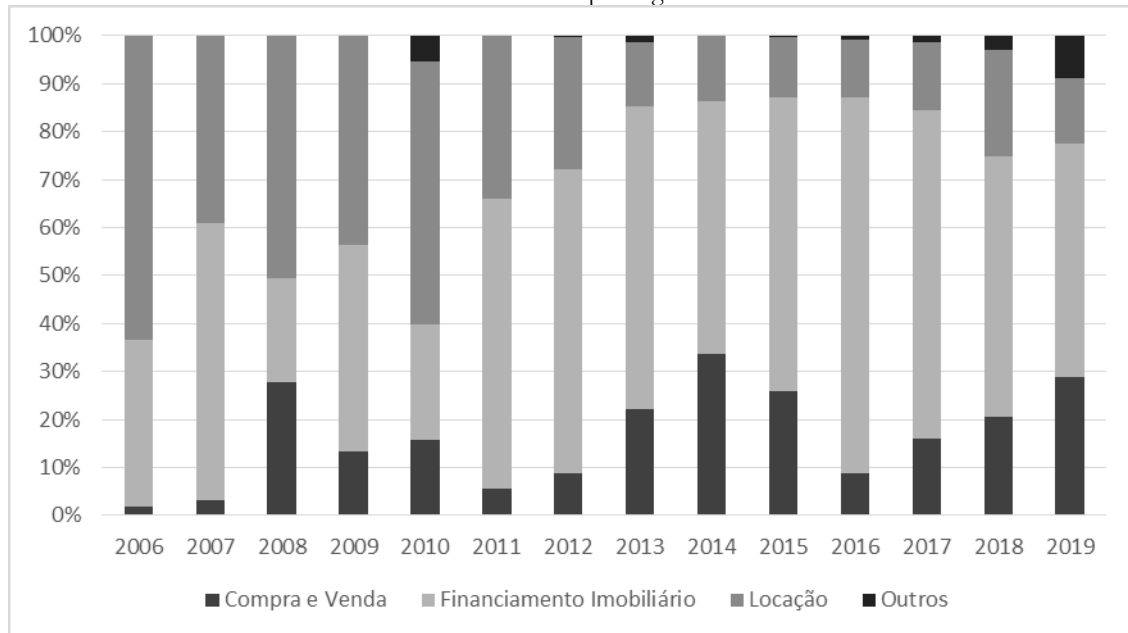
Se ao lado da demanda por estes títulos o FI-FGTS cumpriu um papel destacado na aquisição destes títulos, sob o foco da oferta há que se considerar no mesmo período o papel exercido pela Caixa Econômica Federal (CEF), uma instituição financeira estatal que ocupa posição de destaque no cenário nacional no que se refere à concessão dos financiamentos a partir do Sistema Financeiro Habitacional (SFH), com uma posição no mercado de créditos habitacionais representativa de quase 70% do conjunto do mercado (UQBAR, 2020).

Os CRI lograram, com isso, acomodar as condições necessárias para sua implantação regulatória, preparando o terreno para entrelaçamentos efetivamente estimulados através dos vínculos construídos com o SFH e com a aplicação dos fundos compulsórios de poupança do FGTS no SFI. Mas, não apenas isso, estes ativos têm sido empregados também por grandes grupos de construção e incorporação imobiliária, com a finalidade de reunir *funding* para a realização de seus empreendimentos (MELAZZO et al., 2021). O resultado desta maior integração expressa-se através da elevação do número de operações registradas na última década e do peso com que as operações lastreadas em financiamentos imobiliários residenciais passam a exercer sobre o conjunto do mercado.

Tomando em números absolutos, no ano de 2002, nove emissões de ativos securitizados lastreados em bens de base imobiliária tiveram seu registro e comercialização efetivadas para a captação de recursos no mercado financeiro, totalizando naquele ano R\$141.248.210,00. Dezesete anos depois, em 2019, foram 239 emissões, responsáveis pela obtenção de R\$21.840.000.000,00 (CVM, 2020).

Ainda que quantitativamente estes indicadores sejam inferiores àqueles somados pelas fontes de financiamento tradicionalmente estruturadas pelo SFH, a elevação destes patamares sugere a existência de mudanças em curso, tendências que não apenas são reveladas pelo ganho de importâncias destes volumes no cômputo total de financiamentos imobiliários no Brasil, mas, sobretudo, pela crescente incorporação do segmento residencial através dos contratos de financiamento imobiliário, tal como destacado pelo Gráfico 1.

**Gráfico 1** – Brasil. Contratos securitizados por segmento de mercado. 2009 – 2019.



Fonte: Comissão de Valores Mobiliários. Organizado pelos autores.

Em termos quantitativos, o Gráfico 1 apresenta a variação percentual ocupada por estas diferentes emissões no conjunto total das transações registradas entre os anos de 2006 e 2019. Fica evidente a conformação de períodos distintos, ao qual chamamos atenção anteriormente: um primeiro registrado até o ano de 2010, em que eram majoritárias as emissões com lastro em operações de locação; e um segundo momento compreendido entre os anos 2011 e 2016, quando os financiamentos imobiliários passam a ser predominantes; e, um terceiro momento, registrado entre os anos de 2017 e 2019, que apresenta indícios de recrudescimento da tendência que elevou os financiamentos imobiliários entre as formas de lastro mais significativos.

A análise dos dados permite uma interpretação de sua variação através de três momentos: O primeiro é este do qual fizemos referência e no Gráfico representado pelos anos de 2006 e 2010. Nestes anos há uma ampla participação dos imóveis com lastro em rendimentos baseados em fluxos de aluguel, ocupando mais de 50% das emissões. Essa maior importância deste tipo de lastro, em detrimento dos financiamentos imobiliários, definiu um traço estrutural destes mercados associado aos negócios envolvendo empreendimentos corporativos, ou seja, contratos firmados a partir da exploração comercial de empreendimentos.

Um segundo momento seria aquele compreendido entre os anos de 2011 e 2016. Durante estes seis anos é perceptível tanto a elevação quanto o ganho de importância dos financiamentos imobiliários no conjunto das emissões apresentadas, ocupando posições majoritárias entre os títulos transacionados, sempre representando mais de 50% das

emissões registradas. Esta importância, além disso, representa uma ruptura na tendência até então vigente com o predomínio de vinculação destes ativos à exploração comercial de imóveis na composição majoritária das operações de CRI, deslocando os ativos lastreados em fluxos de aluguéis para uma posição de menor importância no período.

No terceiro momento analisado, mantém-se a tendência que garante aos financiamentos imobiliários uma posição majoritária no conjunto dos títulos registrados. Todavia, a partir do ano de 2017 observa-se tanto uma queda tendencial deste tipo de lastro em relação às demais fontes, quanto, e mais importante, há um movimento de reacomodação dos tipos e usos de imóveis selecionados para estas operações.

O ganho de importância dos financiamentos imobiliários representou não apenas uma mudança nas formas de captação de recursos para o desenvolvimento de projetos, esta importância define uma ruptura fundamental na trajetória destes ativos ao integrar um período em que o lastro estruturado a partir de empreendimentos residenciais passa a ser predominante. Ao retomar os resultados de pesquisas já publicados (MELAZZO et al., 2021; ABREU, 2019) poderíamos circunscrever estas transformações ao menos sob duas características fundamentais: 1) a securitização deixa de ser instrumento exclusivamente voltado para imóveis comerciais ou de serviços, em grandes empreendimentos concentrados nas metrópoles (notadamente São Paulo) e passam não apenas a ser utilizados para imóveis residenciais, mas também se disseminam por diferentes cidades da rede urbana, de diferentes portes demográficos e funções; 2) mesmo com a presença marcante das chamadas instituições financeiras como aquelas que antes das demais e de maneira mais volumosa lançam mão do instrumento da securitização imobiliária, e nesse contexto o papel relevante exercido pela CEF, a entrada neste mercado por parte das empresas produtoras da habitação, particularmente as de capital aberto na bolsa de valores, indicam claramente que não se trata mais de instrumento restrito ou de uso pontual.

Poderíamos por isso falar, para usar o termo de Santos (1993), de um ganho de espessura dos mercados de securitização nas últimas décadas, isto é, um outro patamar de difusão das variáveis financeiras no interior do setor imobiliário. Estas variáveis estão tanto presentes nas estratégias econômicas de diferentes agentes, bancos e empresas de construção e incorporação imobiliária, quanto em uma mais ampla difusão no território das normas que organizam os mercados imobiliários em função da equiparação da propriedade imobiliária a um ativo financeiro e da vinculação de rendas ao mercado de capitais.

Ficam assim demarcados os desafios de pesquisa associados à identificação das formas como a securitização incorpora ao território novas possibilidades de criação e extração das rendas fundiárias urbanas a partir da produção imobiliária. Cabe, por isso,

situar como um horizonte necessário de pesquisa a construção de uma agenda capaz de identificar a estrutura destes mercados, considerando os tipos de imóveis, os agentes envolvidos nessas operações, como também, verificar a lógica espacial de distribuição destes ativos.

## CONCLUSÕES

O presente artigo pretendeu destacar as especificidades que demarcaram a trajetória recente do processo de securitização no Brasil. Como argumentado, diferentemente do que se defendia com a regulamentação do SFI, o mercado residencial não constitui um núcleo prioritário das operações de securitização durante a primeira década dos anos 2000. Esta tendência explicitou, em bases inequívocas, a predileção e emprego dos mecanismos de securitização aos negócios potencialmente integrados às porções mais dinâmicas do setor imobiliário (ROLNIK, 2015).

Os trabalhos de Botelho (2007), Fix (2007) e Sanfelici (2013), por exemplo, foram enfáticos ao reconhecer que a introdução e adaptação de preceitos e métricas financeiras, entre as décadas de 1990 e início dos anos 2000, privilegiou produtos imobiliários vinculados ao desenvolvimento de projetos urbanos, comumente associados à produção de importantes avenidas de negócios, onde ganharam forma empreendimentos comerciais, tais como edifícios corporativos ou shopping centers (SANFELICI, 2013; FIX, 2011), ou, quando associados ao residencial, ficaram restritos a complexos residenciais de elevado padrão, situados nos eixos de expansão metropolitana e valorização imobiliária (BOTELHO, 2007).

Foi somente a partir do ano de 2011 que a habitação passou a, de fato, compor uma posição de maior destaque diante do volume de emissões registradas e negociadas. Este deslocamento foi tanto produto da complexidade incorporada gradualmente ao mercado de securitização, quanto codependente de uma trajetória geral de ampliação do mercado privado da habitação, via expansão do crédito habitacional conduzida por instituições financeiras e a reestruturação dos grandes grupos de construção e incorporação imobiliária.

Diante destes elementos resta reconhecer que à medida que nos concentramos na análise da trajetória com que estes mecanismos vêm sendo envolvidos na produção residencial, maiores são os desafios para a interpretação dos sentidos e dinâmicas que se desdobram destes novos arranjos. Desse modo, a compreensão deste processo parece exigir, cada vez mais, um entendimento particular das interações espaciais existentes entre a escala local e a escala nacional, entre as formas materiais produzidas localmente e os fluxos

de investimento que recobrem, cada vez com mais facilidade, um número maior de lugares. Permitindo com isso o questionamento se (e como) o avanço da securitização e a espacialidade das finanças tem sido capaz de unificar diferentes mercados imobiliários sob a estrutura destas emissões, tornando a escala nacional potencialmente produtiva para os capitais financeiros.

## AGRADECIMENTOS

A elaboração deste trabalho contou com financiamento da Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (Processo 2019/10959-0), a quem agradeço por todo o apoio.

## REFERÊNCIAS

AALBERS, Manuel B. **Subprime Cities: the political economy of mortgage markets**. New York: Wiley-Blackwell, 2012.

AALBERS, Manuel B. The variegated financialization of housing. **International Journal of Urban and Regional Research**, v. 41, n. 04, p. 542-554, sept. 2017. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/1468-2427.12522>>. Acesso em: 20 jun. 2021.

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

ABREU, Marlon A. O mercado habitacional confiscado pelas fianças: uma análise a partir dos Certificados de Recebíveis Imobiliários. In: SHIMBO, L.; RUFINO, B. (Org.). **Financeirização e estudos urbanos na América Latina**. Rio de Janeiro: Letra Capital, 2019b.

ABREU, Marlon A.; MELAZZO, Everaldo S.; FERREIRA, João V. S. Produzindo casas de papel: As engrenagens da securitização de ativos imobiliários residenciais no Brasil. **Confin**, n. 47, p. 1-16, 2020. Disponível em: <<https://doi.org/10.4000/confin.33013>>. Acesso em: 20 jun. 2021.

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

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

CHIAPELLO, Eve; KNOLL, Lisa. The welfare conventions approach: a comparative perspective on social impact bonds. **Journal of Comparative Policy Analysis: Research**

and Practice, v. 22, n. 2, p. 100-115, 2019. Disponível em: <<https://doi.org/10.1080/13876988.2019.1695965>>. Acesso em: 20 jun. 2021.

COAKLEY, John. Introduction: The Territorial Management of Ethnic Conflict. In: \_\_\_\_\_ (Ed.). **The Territorial Management of Ethnic Conflict**. London: Frank Cass, 1993. p. 01-22.

CHRISTOPHERS, Brett. **Rentier Capitalism**: who owns the economy, and who pays for it?. London: Verso, 2020.

GONÇALVES, Reinaldo. Grupos econômicos: uma análise conceitual e teórica. **Revista Brasileira de Economia**, v. 45, n. 4, p. 491-518, 1991.

GOTHAM, Kevin F. Creating liquidity out of spatial fixity: The secondary circuit of capital and the subprime mortgage crisis. **International Journal of Urban and Regional Research**, v. 33, n. 2, p. 355-371, 2009. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/j.1468-2427.2009.00874.x>>. Acesso em: 20 jun. 2021.

KLINK, Jeroen; DENALDI, Rosana. On financialization and state spatial fixes in Brazil. A geographical and historical interpretation of the Housing Program My House My Life. **Habitat International**, v. 44, p. 220-226, 2014. Disponível em: <<https://doi.org/10.1016/j.habitatint.2014.06.001>>. Acesso em: 20 jun. 2021.

MELAZZO, Everaldo S. Estratégias fundiárias e dinâmicas imobiliárias do capital financeirizado no Brasil. **Mercator**, Fortaleza, v. 12, n. esp. (2), p. 29-40, set. 2013. Disponível em: <<http://www.mercator.ufc.br/mercator/article/view/1118>>. Acesso em: 20 jun. 2021.

MELAZZO, Everaldo S.; ABREU, Marlon. A. A expansão da securitização imobiliária. Uma prospecção a partir da cidade de Ribeirão Preto/SP. **GEOUSP: espaço e tempo**, v. 23, p. 22-39, 2019. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/geousp/article/view/141943>>. Acesso em: 20 jun. 2021.

MELAZZO, Everaldo Santos [et al.]. Securitization of housing and financialization of the city in Brazil. **Mercator**, Fortaleza, v. 20, e20029, oct. 2021. Available at: <<http://www.mercator.ufc.br/mercator/article/view/e20029>>. Date accessed: 25 nov. 2021.

ROLNIK, Raquel. **A guerra dos lugares**. A colonização da terra e da moradia na era das finanças. São Paulo: Boitempo, 2015.

ROYER, Luciana de O. **Financeirização da política habitacional**: Limites e perspectivas. 2009. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo) – Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

ROYER, Luciana de O. O FGTS e o mercado de títulos de base imobiliária: relações e tendências. **Cadernos Metrópole**, São Paulo, v. 18, n. 35, p. 33-51, abr. 2016. Disponível em: <<https://doi.org/10.1590/2236-9996.2016-3502>>. Acesso em: 20 jun. 2021.

SANFELICI, Daniel. Contextos, instituições e atores na pesquisa urbana: um olhar a partir da infraestrutura financeira para a produção da cidade. In: LIMONAD, E.; BARBOSA, J.

L. (Org.). **Geografias: reflexões conceituais, leituras da ciência geográfica, estudos geográficos**. São Paulo: Editora Max Limonad, 2020. p. 121-142.

SAYAD, J. **Preço da terra e mercados financeiros**. Rio de Janeiro: IPEA, 1977.

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

UQBAR. (2011). **Anuário UQBAR**. Available at: <<https://www.uqbar.com.br/wp-content/uploads/2020/03/UqbarAnuarioImobiliario2011.pdf>>. Accessed: 25 nov. 2021.

UQBAR. (2012). **Anuário UQBAR**. Available at: <<https://www.uqbar.com.br/wp-content/uploads/2020/03/UqbarAnuarioImobiliario2012.pdf>>. Accessed: 25 nov. 2021.

UQBAR. (2013). **Anuário UQBAR**. Available at: <<https://www.uqbar.com.br/wp-content/uploads/2020/03/UqbarAnuarioImobiliario2013.pdf>>. Accessed: 25 nov. 2021.

UQBAR. (2014). **Anuário UQBAR**. Available at: <<https://www.uqbar.com.br/wp-content/uploads/2020/03/UqbarAnuarioImobiliario2014.pdf>>. Accessed: 25 nov. 2021.

UQBAR. (2015). **Anuário UQBAR**. Available at: <<https://www.uqbar.com.br/wp-content/uploads/2020/03/UqbarAnuarioImobiliario2015.pdf>>. Accessed: 25 nov. 2021.

UQBAR. (2016). **Anuário UQBAR**. Available at: <<https://www.uqbar.com.br/wp-content/uploads/2020/03/UqbarAnuarioImobiliario2016.pdf>>. Accessed: 25 nov. 2021.

UQBAR. (2017). **Anuário UQBAR**. Available at: <<https://www.uqbar.com.br/wp-content/uploads/2020/03/UqbarAnuarioImobiliario2017.pdf>>. Accessed: 25 nov. 2021.

UQBAR. (2018). **Anuário UQBAR**. Available at: <<https://www.uqbar.com.br/wp-content/uploads/2020/03/UqbarAnuarioImobiliario2018.pdf>>. Accessed: 25 nov. 2021.

UQBAR. (2019). **Anuário UQBAR**. Available at: <<https://www.uqbar.com.br/wp-content/uploads/2020/03/UqbarAnuarioImobiliario2019.pdf>>. Accessed: 25 nov. 2021.

#### Como citar:

#### ABNT

ABREU, M. A. Financeirização e habitação: explorando o avanço da securitização de ativos imobiliários no Brasil. **InterEspaço: Revista de Geografia e Interdisciplinaridade**, v. 9, n. esp., e2023.07, 2023. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.18764/2446-6549.e2023.07>>. Acesso em: 18 jan. 2023.

#### APA

Abreu, M. A. Financeirização e habitação: explorando o avanço da securitização de ativos imobiliários no Brasil. *InterEspaço: Revista de Geografia e Interdisciplinaridade*, v. 9, n. esp., e2023.07, 2023. Recuperado em 18 janeiro, 2023, de <http://dx.doi.org/10.18764/2446-6549.e2023.07>



This is an open access article under the CC BY Creative Commons 4.0 license.  
Copyright © 2023, Universidade Federal do Maranhão.

