

**Universidade Federal do Rio de Janeiro Instituto de Pesquisa e
Planejamento Urbano e Regional (IPPUR)**

**O CAPITAL FINANCEIRO IMOBILIÁRIO NO BRASIL:
o caso da Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha**

THIAGO ARAUJO DO PINHO

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado do Programa de Pós-Graduação em Planejamento Urbano e Regional da Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, como parte dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Planejamento Urbano e Regional.

Orientador: Fabricio Leal de Oliveira

Rio de Janeiro

2016

THIAGO ARAUJO DO PINHO

**O CAPITAL FINANCEIRO IMOBILIÁRIO NO BRASIL:
o caso da Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha**

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado do Programa de Pós-Graduação em Planejamento Urbano e Regional da Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, como parte dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Planejamento Urbano e Regional.

Orientador: Fabricio Leal de Oliveira

Rio de Janeiro

2016

CIP - Catalogação na Publicação

P654c	<p>Pinho, Thiago Araujo do O capital financeiro imobiliário no brasil: o caso da Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha / Thiago Araujo do Pinho. -- Rio de Janeiro, 2016. 240 f.</p> <p>Orientador: Fabricio Leal de Oliveira. Dissertação (mestrado) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional, Programa de Pós Graduação em Planejamento Urbano e Regional, 2016.</p> <p>1. Financeirização. 2. Capital (Economia). 3. Planejamento urbano. 4. Mercado imobiliário. 5. Porto Maravilha. I. Oliveira, Fabricio Leal de, orient. II. Título.</p>
-------	---

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os dados fornecidos pelo(a) autor(a), sob a responsabilidade de Miguel Romeu Amorim Neto - CRB-7/6283.

THIAGO ARAUJO DO PINHO

O CAPITAL FINANCEIRO IMOBILIÁRIO NO BRASIL:

O caso da Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado do Programa de Pós-Graduação em Planejamento Urbano e Regional da Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, como parte dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Planejamento Urbano e Regional.

Aprovado em:

Banca Examinadora



Prof. Dr. Fabricio Leal de Oliveira – Orientador
Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional – UFRJ



Prof. Dr. Carlos Antonio Brandão
Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional – UFRJ



Prof. Dr. Glauco Bienenstein
Escola de Arquitetura e Urbanismo – UFF



Profa. Dra. Mariana de Azevedo Barretto Fix
Instituto de Economia – Unicamp

AGRADECIMENTOS

Certa vez, nas primeiras conversas de orientação para a monografia da graduação, me encorajando a escrever logo minhas ideias para o projeto, o professor Cândido Guerra Ferreira me disse que o papel seria meu primeiro crítico, e superá-lo seria o primeiro e mais necessário passo. Nunca me esqueci. Passar pelo crivo de uma página em branco pode ser bem difícil. Não acredito na máxima que diz o papel aceita qualquer coisa. Pelo menos não, quando não se quer escrever qualquer coisa. Espero que as páginas dessa dissertação causem alguma reflexão e seja útil a quem por ventura as leia.

O que está escrito aqui é de minha inteira responsabilidade, mas para esta dissertação contei com o apoio de muitas pessoas e agradeço enormemente a quem contribuiu e tornou possível esse trabalho.

Agradeço ao meu orientador, professor e amigo Fabricio Leal de Oliveira, sempre presente, assertivo e compreensivo. As reuniões para orientação foram momentos de clarear os estudos e tranquilizar o espírito. Em nossas conversas, entre tantas outras coisas, aprendi muito sobre teoria e prática do planejamento urbano. Professor brilhante e dedicado, suas aulas foram sempre instigantes e contribuíram muito para essa dissertação. Muito obrigado pela confiança!

Agradeço também à banca examinadora pela leitura desse trabalho e pelo debate franco e enriquecedor: ao prof. Glauco Bienenstein pela contribuição minuciosa desde a qualificação e pelos comentários sempre muito pertinentes; à prof. Mariana de Azevedo Barretto Fix, referência para essa dissertação, pelo debate e atenção dedicada; e ao prof. Carlos Antônio Brandão pelo diálogo constante e comentários inspiradores.

O agradecimento ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq), que financiou meu curso de mestrado, é na verdade um agradecimento à sociedade brasileira, à UFRJ e à universidade pública de uma maneira geral. É sempre importante lembrar o papel transformador de uma universidade pública, gratuita e de qualidade. Em uma sociedade tão desigual como a brasileira, é urgente que a universidade, cada vez mais, deixe de ser uma oportunidade apenas para privilegiados como eu.

O ambiente no IPPUR foi de grande importância para que esse período se tornasse um tempo de muito aprendizado e muito prazeroso. Muito obrigado aos funcionários da secretaria, biblioteca, limpeza e demais, todos sempre muito solícitos e dispostos a ajudar; aos professores pelos ensinamentos e diálogo fácil; e aos amigos que fiz por lá, uma turma de mestrado incrível, cuja companhia e parceria foram fundamentais no ambiente acadêmico e principalmente fora dele, nos momentos de descontração.

Minha gratidão aos meus amados pais, Rosaura e Romerus, pelas palavras de confiança e motivação, pelo suporte, pelo carinho e amor inestimáveis. Aos meus irmãos, André e Daniel, sempre fonte de inspiração para mim. Ao Daniel e à Cris, em especial, pela acolhida e apoio fundamentais aqui no Rio. Aos meus sobrinhos João e Laurinha, refúgios de amor e alegria em todos os momentos.

Agradeço por demais aos irmãos do 247, amigos de todas as horas, Borel, Fernando, Pato, que construíram juntos nosso lar e todos que passaram por lá, Chico Bento, Pedrão e Brenda. Obrigado pelo apoio sempre, pelas infindáveis e adoráveis conversas, pelos debates acadêmicos e sérios, e principalmente pelos não tão sérios assim. Vocês foram fundamentais para que eu pudesse fazer do Rio também minha casa.

Muito obrigado a todos os maravilhosos amigos de Minas no Rio, em especial ao Faustinho, Cabula, Leopoldo e Gabi. A Gabi, pelo carinho, amor, paciência e compreensão, principalmente na fase de conclusão dessa dissertação. Agradeço muito também a todos os grandes amigos que fiz aqui no Rio, Diogo, Max e Matheus e às amizades que tomei emprestado da turma do IESP, presenças cativantes e frequentes no 247, as quais agradeço nos nomes da Nara e da Talita. Muito obrigado aos bons e velhos amigos de Ipatinga e de BH, sempre conto com vocês. Obrigado pelo carinho de sempre.

O Operário e o Agregado

Sou matuto do Nordeste,
Criado dentro da mata.
Caboclo cabra da peste,
Poeta cabeça-chata.
Por ser poeta roceiro,
Eu sempre fui companheiro
Da dor, da mágoa e do pranto.
Por isso, por minha vez,
Vou falar para vocês
O que é que eu sou e o que eu canto:

Sou poeta agricultor,
Do interior do Ceará.
A desdita, o pranto e a dor,
Canto aqui e canto acolá.
Sou amigo do operário
Que ganha um pobre salário,
E do mendigo indigente.
E canto com emoção
O meu querido sertão
E a vida de sua gente.

Procurando resolver
Um espinhoso problema,
Eu procuro defender,
No meu modesto poema,
Que a santa verdade encerra,
Os camponeses sem terã
Que os céus desse Brasil cobre,
E as famílias da cidade
Que sofrem necessidade,
Morando no bairro pobre.

Vão no mesmo itinerário,
Sofrendo a mesma opressão.
Na cidade, o operário;
E o camponês, no sertão.
Embora, um do outro ausente,
O que um sente, o outro sente.
Se queimam na mesma brasa
E vivem na mesma guerra:
Os agregados, sem terra;
E os operários, sem casa.

Operário da cidade,
Se você sofre bastante,
A mesma necessidade
Sofre o seu irmão distante.
Sem direito de carteira,
Levando vida grosseira,
Seu fracasso continua.
É grande martírio aquele
A sua sorte é a dele
E a sorte dele é a sua!

Disso, eu já vivo ciente:
Se, na cidade, o operário
Trabalha constantemente
Por um pequeno salário,
Lá no campo, o agregado
Se encontra subordinado
Sob o jugo do patrão,
Padecendo vida amarga,
Tal qual o burro de carga,
Debaixo da sujeição.

Camponeses, meus irmãos,
E operários da cidade,
É preciso dar as mãos
E gritar por liberdade.
Em favor de cada um,
Formar um corpo comum,
Operário e camponês!
Pois, só com essa aliança,
A estrela da bonança
Brilhará para vocês!

Uns com os outros se entendendo,
Esclarecendo as razões.
E todos, juntos, fazendo
Suas reivindicações!
Por uma Democracia
De direito e garantia
Lutando, de mais a mais!
São estes os belos planos,
Pois, nos Direitos Humanos,
Nós todos somos iguais!

Patativa do Assaré

Resumo

Esta dissertação parte do debate sobre a emergência do regime de acumulação financeirizado para compreender sua relação com a construção do espaço urbano contemporâneo, tendo como objeto de estudo a dinâmica do mercado imobiliário brasileiro e o caso da Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha (OUCPM), realizada na área portuária do município do Rio de Janeiro. A partir da análise da evolução histórica do mercado imobiliário no Brasil, aponta-se para uma guinada, a partir dos anos 1990, da política de financiamento e crédito em direção à racionalidade das finanças e para o surgimento de inovações financeiras de base imobiliária, que irão possibilitar a formação e consolidação no país da fração do capital que aqui se denomina *capital financeiro imobiliário*. O surgimento de um novo padrão de planejamento urbano alicerçado em uma lógica empresarial e de competitividade urbana globalizada é corolário da consolidação do regime de acumulação financeirizado. A figura da Parceria Público-Privada (PPP), da qual a Operação Urbana Consorciada é uma modalidade, e sua aplicação como instrumento de política urbana, emerge como solução paradigmática adotada por esse novo padrão de planejamento. Neste cenário, projetos de “revitalização” de áreas ditas “degradadas”, como a experiência da OUCPM, passam a representar um espaço privilegiado da atuação do capital financeiro imobiliário e se constituem como uma nova fronteira de valorização deste capital. Vários aspectos do arranjo econômico-financeiro adotado pela OUCPM e o exame dos principais agentes envolvidos no projeto apontam para um processo de assimilação da lógica financeira pelos agentes que operam no mercado imobiliário no âmbito da OUCPM, bem como dos próprios órgãos públicos envolvidos. Além disso, a OUCPM se revelou um caso emblemático do uso do fundo público nestes projetos e de sua apropriação privada.

Palavras-chave: Financeirização. Capital (Economia). Planejamento Urbano. Mercado Imobiliário. Porto Maravilha.

Abstract

This dissertation starts from the debate about the emergence of the finance-led regime of accumulation to understand its relationship with the construction of the contemporary urban space, having as object of study the dynamics of the Brazilian real estate market and the case of the Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha (OUCPM) in the port area of the city of Rio de Janeiro. Based on the analysis of the historical evolution of the real estate market in Brazil, it is pointed out from the 1990s on the financing and credit policy towards the rationality of finance and the emergence of real estate financial innovations, which will enable the formation and consolidation in the country of the fraction of the capital here denominated as real estate financial capital. The emergence of a new pattern of urban planning based on a business logic and globalized urban competitiveness is a corollary of the consolidation of the finance-led regime of accumulation. The Public-Private Partnership (PPP) which the Operação Urbana Consorciada is a modality and its application as an urban policy instrument emerges as a paradigmatic solution adopted by this new planning standard. In this scenario, "revitalization" projects in so-called "degraded" areas, such as the OUCPM experience, represent a privileged space for real estate finance capital and constitute a new frontier for the valorization of this capital. Several aspects of the economic-financial arrangement adopted by the OUCPM and the examination of the main agents involved in the project point to a process of assimilation of the financial logic by agents that operate in the real estate market within the scope of the OUCPM, as well as of the public agencies involved. In addition, the OUCPM has proved to be an emblematic case of the use of the public fund in these projects and their private appropriation.

Key words: Financialization. Capital (Economics). Urban planning. Real estate. Porto Maravilha.

Lista de Figuras

Figura 1 - Cartaz da campanha do JK com o Binômio “energia e transporte”	74
Figura 2 - Financiamentos imobiliários com recursos do SBPE: unidades e valor total anual	97
Figura 3 - Financiamentos imobiliários com recursos do SBPE: unidades e valor total mensal	98
Figura 4 - Saldo e captação líquida do SBPE	98
Figura 5 - Financiamentos imobiliários com recursos do FGTS	102
Figura 6 - Arrecadação líquida do FGTS.....	102
Figura 7 - Aplicação de Recursos do FGTS em Certificados de Recebíveis Imobiliários ...	103
Figura 8 - Aplicação de recursos do FGTS: contratação por área.....	104
Figura 9 - Saldo nas operações de crédito ao setor imobiliário – Percentual do PIB.....	105
Figura 10 - Arranjo financeiro da OUCPM.....	134
Figura 11 - Perímetro municipal do Rio de Janeiro e localização da AEIU portuária	139
Figura 12 - AEIU portuária sobre imagem de satélite.....	139
Figura 13 - Área de intervenção da primeira fase	141
Figura 14 - Bairros na AEIU portuária	151
Figura 15 - Setores da AEIU da Região do Porto.....	152
Figura 16 – AEIU portuária: setores e subsetores.....	153
Figura 17 - Densidade demográfica na AEIU Região do Porto do Rio de Janeiro.....	154
Figura 18 - Distribuição do estoque de área adicional por setor.....	159
Figura 19 - Mapa da distribuição do estoque de área adicional por setor.....	159
Figura 20 - Localização dos terrenos adquiridos pela CDURP.....	164
Figura 21 - Empreendimentos que consomem CEPACs.....	174
Figura 22 - Port Corporate	177
Figura 23 - Pátio da Marítima (renderização).....	178
Figura 24 - Pátio da Marítima (fotos).....	178
Figura 25 – Lumina Residence	180
Figura 26 - Porto Vida.....	184
Figura 27 - Holiday Inn Porto Maravilha	185
Figura 28 - Porto Atlântico Business Square (renderização)	187
Figura 29 - Edifício Odebrecht	189
Figura 30 - Porto Atlântico Leste.....	190
Figura 31 - Vista Guanabara.....	194
Figura 32 - AC Hotel Porto Maravilha	196
Figura 33 - Terreno Porto Vista.....	198

Figura 34 - Terreno Partifib	199
Figura 35 - BTS L'Oreal	200
Figura 36 - Trump Towers	201
Figura 37 - Terreno do Gasômetro.....	205
Figura 38 - Distribuição da área potencial adicional já vinculada por setor	208
Figura 39 - Mapa da distribuição da área potencial adicional já vinculada por setor	208
Figura 40 - CEPACs Vinculados x estoque de CEPACs por setor	209
Figura 41 - Mapa do percentual do estoque de CEPACs do setor já vinculados.....	210
Figura 42 - CEPACs negociados x estoque de CEPACs por setor	211
Figura 43 - Mapa da distribuição dos CEPACs negociados por setor	212
Figura 44 - Mapa do percentual do estoque de CEPACs do setor já negociados	213
Figura 45 - Variação CEPAC, taxa SELIC, IPCA e Índices FIPE-ZAP – Número índice	221
Figura 46 - Índice FIPE-ZAP vendas.....	224
Figura 47 - Índice FIPE-ZAP aluguéis.....	224

Lista de tabelas

Tabela 1 - Parâmetros urbanísticos por subsetor da OUCPM.....	157
Tabela 2 - Fatores de conversão dos CEPAC em m ² por uso.....	158
Tabela 3 - Terrenos adquiridos pela CDURP.....	160
Tabela 4 - Planilha de CEPACs vinculados	171
Tabela 5 - CEPACs negociados registrados no patrimônio do FIIPM	171
Tabela 6 - Total de empreendimentos analisados.....	173
Tabela 7 - Composição do ativo do FIIPM	216
Tabela 8 - Tamanho da amostra do Índice FIPE-ZAP para os bairros Saúde, Gamboa e Santo Cristo.....	219
Tabela 9 - Valor do CEPAC, taxa SELIC, IPCA e Índices FIPE-ZAP	220
Tabela 10 - Variação percentual no Valor do CEPAC, taxa SELIC, IPCA e Índices FIPE-ZAP	220
Tabela 11 - Variação CEPAC, taxa SELIC, IPCA e Índices FIPE-ZAP – Número Índice....	221

Sumário

1 INTRODUÇÃO	14
2 DO REGIME DE ACUMULAÇÃO FINANCEIRIZADO	20
2.1 Do capital financeiro	40
2.2 Apontamentos históricos da emergência do regime de acumulação financeirizado	53
3 DO CAPITAL FINANCEIRO IMOBILIÁRIO NO BRASIL	62
3.1 Da financeirização do mercado imobiliário	62
3.2 Formação e consolidação do capital financeiro imobiliário no Brasil	69
3.3 Considerações finais.....	108
4 REGIME DE ACUMULAÇÃO FINANCEIRIZADO E POLÍTICA URBANA: A OPERAÇÃO URBANA CONSORCIADA PORTO MARAVILHA	111
4.1 Introdução: política urbana, operações urbanas consorciadas e capital financeiro imobiliário	111
4.1.1 O CEPAC.....	123
4.2 A Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha.....	128
4.2.1 Apresentação.....	130
4.2.2 Dimensão político-institucional.....	134
4.2.3 Dimensão urbanístico-fundiária.....	149
4.2.4 Dimensão econômico-financeira	168
4.2.4.1 Análise da distribuição espacial dos CEPACs negociados.....	207
4.2.4.2 Uma fotografia atual do patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário Porto Maravilha	213
4.2.4.3 Valorização fundiária e a valorização dos CEPACs	218
4.3 Considerações finais.....	225
5 CONCLUSÃO	229
REFERÊNCIAS	233

1 INTRODUÇÃO

Vários autores apontam para a emergência de um padrão de acumulação de capital em que os ganhos advindos da esfera financeira passam progressivamente a se sobrepor aos originados na esfera produtiva e, mais do que isso, a comandar o próprio processo de acumulação. Assim, estaríamos diante de um quadro de dominação da lógica do modelo de acumulação do capital financeiro sobre o produtivo, ao qual tem-se chamado de financeirização, regime de acumulação financeirizado, regime de acumulação com dominação financeira, regime de acumulação sob dominância financeira, ou ainda, regime de acumulação liderado pelas finanças (*finance-led regime of accumulation*)¹. Sob esta perspectiva, a financeirização seria um movimento sistêmico que permearia os diversos segmentos econômicos e regiões, claro, com singularidades e especificidades pertinentes a cada caso.

O trabalho aqui apresentado tem como objetivo geral compreender a relação entre o regime de acumulação sob dominância financeira vigente e a construção do espaço urbano contemporâneo. Pretendemos analisar como as transformações no padrão de acumulação capitalista, gestadas nos anos 1970, impactam a dinâmica do mercado imobiliário e qual o papel da política urbana neste processo, tendo como foco a realidade brasileira.

Para transitarmos dos níveis mais gerais de abstração aos mais concretos da realidade analisada devemos estar atentos às necessárias mediações analíticas e teóricas exigidas, como as que se impõem à análise dos impactos na produção do espaço urbano sob a atuação de um mercado imobiliário supostamente financeirizado.

Para isso, colocamos como objetivo específico desta pesquisa investigar a evolução do mercado imobiliário no Brasil, suas conexões com o capital financeiro e como a política urbana e os instrumentos de planejamento têm propiciado tal conexão. Nossa hipótese é que, dado o contexto do regime de acumulação financeirizado, é possível afirmar que há no Brasil a presença do *capital financeiro imobiliário*, que será caracterizado ao longo do trabalho, com nuances próprias do nosso país e próprias ao setor.

Temos observado contemporaneamente a imbricação entre capital financeiro e capital imobiliário, que vai muito além da simples associação entre estes capitais, como já ocorreu em outros momentos históricos. O processo de acumulação do capital financeiro imobiliário tem como *locus* a cidade e seu movimento de autovalorização causa impactos relevantes sobre a produção e apropriação social do espaço urbano. O surgimento de novos

¹ Nossas principais referências são: Chesnais (2005; 2002; 2001; 1998), Arrigh (2008; 1996), Paulani (2013; 2008), Paiva (2007), Fix (2011), Braga (2000) e Harvey (2013; 2008; 2005).

instrumentos e títulos financeiros associados à política urbana e ao mercado imobiliário tem sido essencial à consolidação deste processo.

A própria definição de financeirização tem como ponto central a dinâmica do capital financeiro. Assim, se não podemos afirmar que o surgimento do capital financeiro é circunstância dos nossos tempos, as transformações em sua dinâmica e na própria concepção que damos à ele no século XXI traz implicações importantes. Tais transformações nos mostram também a atualidade da advertência, já secular, de Hilferding, que ao tratar da dinâmica do capital financeiro diz:

[...] tudo isso são fenômenos que requerem uma análise tanto mais urgente quanto mais rapidamente cresce o capital financeiro e quanto maior se torna a influência que ele exerce na fase atual do capitalismo. Nenhuma compreensão das tendências econômicas atuais, nenhuma espécie de ciência econômica ou política é possível sem o conhecimento das leis e da função do capital financeiro (HILFERDING, 1985, p. 27).

Não há dúvidas de que a magnitude do capital financeiro e sua influência na conformação do capitalismo contemporâneo é infinitamente maior do que em 1910, ano da publicação de *O capital financeiro* de Hilferding. Esse movimento por si só já indica a importância das pesquisas que o investigam.

Em um contexto de transformações no modelo de acumulação mundial vigente, em que a lógica financeira passa a ser a condutora deste processo, torna-se ainda mais clara a importância do estudo da emergência do capital financeiro imobiliário e sua atuação no Brasil. Para o entendimento de sua dinâmica econômica contemporânea e de seus impactos quando seu caráter especulativo toma a frente do processo de acumulação, é preciso se lançar luz sobre a relação existente entre essa fração do capital e o Estado. A apropriação do fundo público e os instrumentos que a possibilitam devem ser evidenciados nessa relação. É neste sentido que a política urbana e os instrumentos de planejamento ganham relevo na análise e nos estudos empíricos desta dissertação.

Para se alcançar os objetivos específicos propostos para este trabalho, sugerimos a necessidade de se examinar a trajetória de formação do arcabouço institucional e normativo do financiamento habitacional e imobiliário e a criação de novos títulos financeiros relacionados ao mercado imobiliário no Brasil.

Entendemos que as Operações Urbanas Consorciadas (OUC) podem se constituir como um campo profícuo de pesquisa, e mais ainda se considerarmos aquelas que fizeram uso dos Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPAC), já que estes tornam mais evidentes as possibilidades de ganhos eminentemente financeiros com reflexos imediatos na forma urbana.

A estrutura proposta para a dissertação é formada por três capítulos, além desta introdução e da conclusão ao final do trabalho.

O Capítulo 2, traz, de maneira geral, o marco teórico da dissertação. Nos propomos ao debate, teórico e histórico, da emergência do regime de acumulação financeirizado, para o qual é necessário um estudo da própria noção de capital financeiro, bem como da inserção da economia brasileira neste regime. Partimos de uma caracterização dos conceitos de regime de acumulação e modo de regulação, próprios da Escola da Regulação. Buscamos definir os aspectos mais relevantes do regime de acumulação financeirizado, abordando as proposições dos principais autores sobre o tema e mostrando os diversos impactos deste novo regime sobre a dinâmica econômica e social. Em seguida, passamos ao debate sobre o próprio conceito de capital financeiro, uma vez que este está, por pressuposto, na base da definição de um regime de acumulação que se caracteriza pela dominância desta fração do capital. Posteriormente, narramos brevemente os principais marcos históricos da emergência do regime de acumulação aqui debatido, tendo como ponto de partida o fim do acordo de Bretton Woods e suas consequências para a economia global. Seguem a essa discussão, os apontamentos sobre a inserção da economia brasileira no regime de acumulação financeirizado.

O Capítulo 3 tem como objetivo discutir a formação do capital financeiro imobiliário em termos teóricos e históricos, para o que focamos na trajetória desta fração do capital no Brasil. O argumento geral é que se em um grau maior de abstração o que fundamenta o conceito de financeirização é a imbricação e dominação do capital financeiro sobre o produtivo, essa relação também será observada ao nível do capital imobiliário. Pretendemos evidenciar como esta fração do capital imprime sua dinâmica na produção do espaço urbano avaliando as alterações nas formas de financiamento, nas composições da propriedade das empresas, nas estratégias adotadas, nos tipos de investimentos, atentando aos próprios tipos de produtos ofertados, entre outros aspectos que passam a caracterizar um setor imobiliário financeirizado.

Na primeira seção, pretendemos mostrar como se dá a formação desta fração do capital em linhas teóricas mais gerais, ou seja, mostrar como se possibilita o surgimento do capital financeiro imobiliário, distinto em sua essência e funcionamento do capital mercantil imobiliário – ainda que coexistam essas duas frações –, sob vigência de um regime de acumulação financeirizado. Sob essa perspectiva, pretendemos compreender como a dinâmica deste novo regime impacta o espaço urbano, ou como se dá a formação do capital financeiro imobiliário, que incorpora a lógica intrínseca ao capital financeiro. Neste aspecto, as inovações financeiras são essenciais neste processo e funcionam como o amálgama entre o capital financeiro e o imobiliário na constituição do que passamos a chamar de capital financeiro imobiliário. Pretendemos, ainda nessa seção, destacar que essas inovações financeiras de base imobiliária permitem que se transforme um ativo fixo, de baixa liquidez e de longo prazo de maturação (o empreendimento imobiliário) em títulos de

maior liquidez, negociável na bolsa de valores, com objetivos de aferir ganhos de curto prazo. Buscaremos argumentar também que este processo tem se constituído em um condutor endógeno de instabilidade econômica.

Na seção 3.2, o objetivo central é mostrar como se consolida o setor imobiliário no Brasil sob uma perspectiva histórica, passando rapidamente pelos seus primórdios, para compreendermos a configuração atual do setor. Pretendemos realizar uma abordagem fundada na evolução institucional – leis, normas e padrões de atuação e financiamento – do setor imobiliário até os nossos dias, traçando um panorama de como surgem as condições de emergência do capital financeiro imobiliário no Brasil.

Outro ponto relevante que guia as observações desta seção é a participação do fundo público e a estruturação de um sistema de financiamento para o setor. Apontaremos, neste sentido, a importância da estruturação do Sistema Financeiro de Habitação (SFH) e suas fontes de financiamento – o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS).

No tratamento desta evolução institucional do setor, destacamos como se inicia a construção de modo sistemático de um aparato legal que acolhe mecanismos financeiros que propiciam a maior conexão entre o sistema financeiro e o mercado imobiliário, consubstanciado na criação do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), já no fim dos anos 1990. O discurso que acompanha a implementação deste novo sistema advoga pela criação de novos canais de financiamento, centrados na captação de recursos privados no mercado de capitais. Buscaremos argumentar que há neste momento uma guinada da política de crédito em direção à racionalidade das finanças, em um cenário de consolidação do regime de acumulação financeirizado que marca o avanço do processo de financeirização do mercado imobiliário. Para isso, são fundamentais a criação dos Fundos de Investimento Imobiliários (FII) e dos títulos financeiros de base imobiliária, como o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), a Letra de Crédito Imobiliário (LCI), a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI) e os Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPAC). Apontaremos, também, que, ao contrário do discurso adotado, a instituição destes títulos financeiros imobiliários e do SFI têm propiciado a captura das principais fontes de financiamento da habitação, destacando a permanência do FGTS e do SBPE – e, portanto, do fundo público – como as fontes mais relevantes de financiamento do setor.

Acreditamos ser possível afirmar que as alterações nos padrões da política habitacional e de financiamento imobiliário são corolários das transformações no modelo de acumulação capitalista em direção à financeirização.

A criação deste novo aparato institucional permite a crescente participação de mecanismos próprios da esfera financeira no setor imobiliário, que são parte constitutiva da emergência do capital financeiro imobiliário. Assim, apontaremos a evolução da participação

de fundos de investimento e do capital internacional na composição acionária e controle das grandes empresas do mercado imobiliário, o que afeta as estratégias destas empresas.

Deste modo, pretendemos, já ao fim deste capítulo, sermos capazes de fazer inferências no sentido comprovar a presença do capital financeiro imobiliário no Brasil.

O Capítulo 4 se propõe a investigar mais de perto quais são as relações entre os padrões de planejamento urbano, as políticas urbanas e os instrumentos de planejamento urbano e a promoção do capital financeiro imobiliário, tal qual este será definido neste trabalho. Para isso, propomos neste capítulo o estudo das Operações Urbanas Consorciadas (OUC) e, em especial, da Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha. Pensamos, assim, ser possível compreender em que medida a ação estatal e, especificamente, a participação do fundo público tem sido funcional ao capital financeiro imobiliário.

Na primeira seção, propomos um debate inicial do contexto em que surgem as OUC relacionando aos movimentos dos padrões de planejamento urbano que se constituem historicamente no Brasil. Buscamos salientar que, em certa medida, há uma virada a partir de um padrão dominante de planejamento urbano entre os anos 1950 e 1980 na direção de um novo padrão que incorpora a emergência do ideário neoliberal. Com grande influência de práticas de planejamento internacionais, que já nos anos 1970 atuam sob a lógica da “cidade como máquina de crescimento” (LOGAN; MOLOTCH, 1987) ou da “cidade mercadoria” (VAINER, 2000), este novo padrão ganha relevo no Brasil sobretudo nos anos 1990, e assume formas próprias no contato com a realidade brasileira. Assim, é neste contexto, sob as práticas do que pode ser chamado de urbanismo corporativo (FERNANDES, 2013) ou do planejamento estratégico urbano (VAINER, 2000), que tem início a trajetória da OUC em nosso país. Portanto, a discussão que propomos buscará evidenciar as relações entre a OUC, o capital financeiro imobiliário e a apropriação do fundo público nestes projetos.

Dessa forma, na primeira seção nos propomos à apresentação do instrumento de política urbana em debate e sua trajetória, que tem suas origens nas Operações Interligadas realizadas na cidade de São Paulo ainda no fim dos anos 1980 e passa a ter sua forma contemporânea regida pelo Estatuto das Cidades (Lei no 10.257, de 10 de julho de 2001).

Outro ponto de inflexão no debate das OUC, e central nesta dissertação, é a incorporação da possibilidade de se fazer uso do CEPAC, que só se viabiliza após a aprovação da lei supracitada, mas tem as primeiras formulações do uso de títulos financeiros como pagamento de outorga do direito de construir em 1995, no âmbito da Operação Urbana Faria Lima, também em São Paulo. Destinamos uma subseção ao debate da natureza econômica do CEPAC.

Na segunda seção do Capítulo 4, nos dedicamos ao estudo de caso da dissertação, a Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha no Rio de Janeiro. Este estudo tem como objetivo uma análise atualizada das características do capital financeiro imobiliário a partir dessa experiência. Esta seção está dividida em quatro subseções.

Na primeira subseção, fazemos uma apresentação desta Operação Urbana, abordando as linhas gerais do arranjo institucional e econômico-financeiro do projeto e destacando os agentes envolvidos na venda em leilão dos CEPAC realizado pela municipalidade do Rio de Janeiro e o contrato realizado para execução das obras de “revitalização” da área da Operação.

Na segunda, repassamos a trajetória de sua criação e destacamos o arranjo político que a viabilizou. Comentamos as principais leis promulgadas, os órgãos institucionais e agentes envolvidos em sua execução. Tratamos dos principais agentes públicos e privados envolvidos na elaboração e implementação da OUC com o objetivo de observar qual o papel desempenhado pelo poder político local e qual a participação do fundo público neste arranjo. Abordamos as formas de negociação do CEPAC que têm sido utilizadas. Reunimos este debate sob o que chamamos de *dimensão político-institucional*.

Na terceira subseção, o debate está centrado na *dimensão urbanístico-fundiária* do projeto. Destacamos as características fundiárias da área da Operação Urbana e também a distribuição interna do estoque de CEPAC previsto pela lei da OUCPM. Tratamos das principais negociações que envolveram terrenos originalmente públicos situados na área e da relação destes com o arranjo institucional e financeiro da Operação. Apontamos que a “privatização” destes terrenos ocupa um papel central no arranjo institucional e financeiro.

Por fim, na quarta subseção, nos ocupamos da análise da *dimensão econômico-financeira* da Operação Urbana aqui debatida. Partimos das negociações de CEPAC realizadas até o momento, buscando identificar a forma das negociações, os principais compradores deste título e os arranjos financeiros envolvidos. Fazemos uma análise da distribuição espacial dos títulos já negociados e nos propomos, também, ao exame do patrimônio atual do fundo de investimentos que adquiriu a totalidade dos CEPAC junto à municipalidade, além do exercício de avaliar a valorização deste título frente à valorização fundiária da área da Operação.

Com isso, acreditamos ser possível compreender melhor as articulações entre o capital financeiro imobiliário, a construção do espaço urbano, os instrumentos de planejamento urbano e a participação do fundo público – no que se resumem os objetivos da dissertação.

2 DO REGIME DE ACUMULAÇÃO FINANCEIRIZADO

Desde os anos 1970, tem-se observado transformações significativas no âmago da sociedade capitalista e de seu modo de produção, revelando a posição de proeminência que vem adquirindo a esfera financeira e sua relação com a “produção e reprodução da vida real”², em todas suas dimensões, social, política, econômica e espacial.

O modelo de acumulação capitalista contemporâneo é resultado de um processo histórico, perene, de metamorfoses que têm sido descritas e analisadas por vários autores, e, mesmo sob a ampla matriz do pensamento marxista, apresentam-se com distinções e nuances teóricas por vezes significativas.

Até o início dos anos 2000, poucos autores haviam explorado a noção de financeirização afora aqueles da tradição marxista (como por exemplo Giovanni Arrighi e os autores da Escola da Regulação, ou Teoria da Regulação³) e alguns outros teóricos anglo-saxões de economia industrial. O conceito de financeirização passa a ser mais difundido e, sobretudo a partir da crise financeira de 2008, esse debate ganha atenção e se torna mais frequente (CHESNAIS, 2014, p. 106).

De forma geral, o movimento em debate é a transição a um padrão em que o processo de acumulação de capital passa a ser dominado pela lógica financeira, em que o capital financeiro passa a ter “condição de comandar as formas e o ritmo da acumulação” (CHESNAIS, 2002, p.2).

Assim, sobretudo a partir dos anos 1970, “começa a se constituir aí aquilo que viria a ser chamado de “financeirização”, indicando um processo em que a acumulação se dá sob os imperativos e a lógica da valorização financeira”⁴ (PAULANI, 2013, p.241).

Para Braga (2000, p. 270), a financeirização é justamente a expressão deste novo padrão sistêmico de riqueza com dominância financeira.

A financeirização como padrão sistêmico de riqueza é uma **forma** específica pela qual há décadas se faz a definição (moeda - crédito - patrimônio), gestão (macroestrutura financeira) e realização de riqueza (dinheiro e ativos financeiros predominantes sobre os operacionais) num número crescente de países. É um **modo de ser** do sistema, historicamente determinado, sustentável em prazos longos. (BRAGA, 2000, p. 327-8).

Trata-se de um padrão de acumulação em que os ganhos advindos da esfera financeira passam progressivamente a se sobrepor aos originados na esfera produtiva, e

² Referência à carta de Engels a Bloch. “Segundo a concepção materialista da história, o fator que, em última instância, determina a história é a produção e a reprodução da vida real. Nem Marx nem eu afirmamos, uma vez se quer, algo mais do que isso. Se alguém o modifica, afirmando que o fator econômico é o único fato determinante, converte aquela tese numa frase vazia, abstrata e absurda.” (Engels, 1890).

³ Nos referimos à Escola Francesa da Regulação, surgida nos anos 1970, apontando como texto basilar Aglietta (1976). Para uma apresentação e análise crítica desta corrente, ver: Boyer (1990) e Boyer; Saillard (eds.). *Régulation theory: the state of the art*. London and New York: Routledge, 2002.

⁴ Há que se problematizar a expressão “valorização financeira” ou “acumulação financeira” utilizada aqui, o que será feito adiante.

não só isso como também a impor sua lógica de valorização. O capital financeiro passa, então, a dominar o processo de acumulação, e, por conseguinte, a impor sua lógica essencialmente especulativa, rentista e ‘curtoprazista’ (PAULANI, 2013, p. 255) ao capital produtivo.

O que há de essencial não é somente o fato de que os ganhos financeiros se avultam frente aos produtivos, o que tem ocorrido em patamares inéditos historicamente⁵, mas que o processo de acumulação passe a operar dominado pela lógica daquela fração do capital. Mais essencial ainda, é observar que há uma imbricação – fusão, amálgama – destas frações, sendo o capital financeiro dominante.

Assim, Chesnais (2014) define a financeirização nos seguintes termos:

Em filiação a Marx e Hilferding, minha própria definição de financeirização é a de uma configuração econômica e política ou mesmo uma época, na qual a centralização e concentração extremamente alta tanto do capital dinheiro e capital industrial, juntamente com um entrelaçamento cada vez mais denso entre eles, colocou a acumulação e reprodução ampliada sob domínio das organizações que corporificam aquilo que Marx chamou de capital portador de juros⁶ (CHESNAIS, 2014, p. 108, tradução nossa).

Arrighi (1996; 2008) tem uma visão particular do fenômeno da financeirização. Sua definição, que segue uma perspectiva braudeliana, também está centrada na dominação do capital financeiro, sendo descrita como a capacidade do capital financeiro de “tomar posse e dominar, ao menos por algum tempo, todas as atividades do mundo dos negócios” (BRAUDEL *apud* ARRIGHI, 2008, p.239). Porém, Arrighi segue também a Braudel para dizer que não se trata de uma especificidade inteiramente nova na história econômica. A financeirização seria uma fase de expansão financeira ligada aos ciclos longos de hegemonia de potências econômicas, observados ao longo da história. Enquanto para Chesnais estaríamos diante de um inédito padrão de acumulação financeirizado, para Arrighi estamos ante a um novo momento e expansão financeira, como em outras recorrências históricas identificadas por Braudel, diretamente ligadas à correlação de forças entre as potências globais e a busca por hegemonia. Em sua análise dos ciclos de longa duração, o autor estabelece como fases destes ciclos uma expansão financeira, seguida por uma fase de expansão material e novamente por outra de expansão financeira, marcando o ocaso de um Estado hegemônico e ascensão de outro. Seria algo como uma versão histórica de longo prazo da fórmula geral de reprodução do capital marxiana (D-M-D’), em

⁵ Paulani (2013, p.255), em defesa da tese da financeirização, aponta como evidência empírica, entre outras, o fato de se observar a “multiplicação por três da relação entre ativos financeiros e PIB mundial, a qual salta de 1,12, em 1980, para 3,37 em 2010 (dados da McKinseys Global Institute para a riqueza financeira e do FMI para o PIB Mundial)”.

⁶ “In a filiation with Marx and Hilferding, my own definition of financialization is that of an economic and political configuration or indeed as an epoch, in which the extremely high centralization and concentration both of money capital and industrial capital, along with an increasingly dense intermeshing between the two, have placed accumulation and extended reproduction under the sway of the organizations that embody what Marx names interest-bearing capital”.

que uma fase histórica que se caracteriza por uma expansão material, com predominância do investimento produtivo, é sucedida, em reação à superacumulação de capital e à liquidez gerada, por uma nova fase de expansão financeira, buscando na esfera financeira outras possibilidades de inversão desse capital.

Nas fases de expansão material, o capital monetário 'coloca em movimento' uma massa crescente de produtos [...] nas fases de expansão financeira, uma massa crescente de capital monetário 'liberta-se' de sua forma mercadoria, e a acumulação prossegue através de acordos financeiros (como na fórmula abreviada de Marx, DD') (ARRIGHI, 1996, p. 6)

Ainda que com distinções importantes, este esquema de longo prazo de reprodução cíclica do capital estaria presente em todas as trocas de hegemonia observadas, ao menos, desde o ciclo da hegemonia ibero-genovês entre os séculos XV e XVII (ARRIGHI, 2008, p. 240). A cada fase de financeirização, o capital "móvel" se desloca a outro centro que passará a ser o hegemônico e mais poderoso que o anterior. Arrighi busca nesta fundamentação teórica e histórica os elementos para dizer que estaríamos contemporaneamente diante da crise terminal da hegemonia estadunidense⁷, com a ascensão econômica da Ásia Oriental, da China em especial, mas também da Índia.

As análises de Arrighi, em grande parte tributárias à Braudel, enriquecem profundamente o debate sobre a financeirização contemporânea, pois que incorpora importantes resultados da produção de impressionante alcance histórico do último autor à estrutura teórica de cunho marxista. Entretanto, embora inegável a extraordinária ascensão econômica asiática, sobretudo Chinesa, entendemos que os apontamentos de Arrighi sobre a crise terminal e passagem da hegemonia estadunidense são ao menos prematuros. Infelizmente esse debate foge ao alcance desta dissertação.

Sob os termos adotados pelos teóricos alinhados à Escola da Regulação, estaríamos frente à consolidação de um "regime de acumulação financeirizado" ou "regime de acumulação com dominação financeira". Chesnais (2002) reclama para si o pioneirismo no uso da última expressão e embora reafirme distinções em relação à abordagem regulacionista se declara tributário a ela.

O substrato da investigação regulacionista, em oposição à teoria econômica neoclássica e à noção de equilíbrio geral, está fundado na busca pela compreensão de modo totalizante da capacidade da reprodução do sistema capitalista, intrinsecamente contraditório e instável, ao longo de determinados períodos históricos, alterando sua forma mas não sua essência. Assim, ainda que permeado pela luta de classes e ainda que carregue endogenamente uma instabilidade sistêmica, o capitalismo tem registrado também períodos de relativa estabilidade e crescimento. Noutras palavras, tem-se observado fases

⁷ "O renascimento econômico da Ásia oriental é o primeiro sinal claro de que essa transferência de poder já começou" (ARRIGHI, 2008 p. 17).

de estabilidade na reprodução ampliada do capital. Por isso, em linhas gerais, o objetivo da Escola da Regulação consiste em “explicar como se dá a reprodução regular de relações sociais que são contraditórias, ou seja, como explicar de que modo, sendo constituídas socialmente por conflitos imanentes, as economias capitalistas são capazes de manter a acumulação” (PAULANI, 2009 p. 25). Ou, de maneira mais simples, os regulacionistas buscam responder como um sistema tão contraditório obtém “sucesso” no longo prazo, o que implica em uma análise do papel das crises no sistema capitalista (BOYER, 1990, p. 70), isso sem adotar o pressuposto de que o desenvolvimento das forças produtivas implique necessariamente em derrocada e superação deste sistema. Neste último ponto, tal escola distingue-se também da ortodoxia marxista.

A história do capitalismo é composta por fases de crises alternadas com fases de relativa estabilidade do sistema de acumulação. Se as crises são os momentos em que se avivam e exacerbam as contradições imanentes do capital, na estabilidade estas estão contidas.

Em suas análises, a Escola lança mão de dois conceitos centrais: *regime de acumulação* e *modo de regulação*. Estes conceitos têm por objetivo propiciar uma maior aproximação da realidade mais concreta e, assim, auxiliar sua análise. São estes conceitos de grau de abstração intermediário, pois se colocam entre as noções mais abstratas de Marx, das leis gerais da economia capitalista, e os processos concretos a serem analisados, ou, de forma geral, estão postos entre os dois polos – abstração e empiria – sem a dominância excessiva de nenhum deles (BOYER, 1990, p. 55-7, 67).

Deste modo, por regime de acumulação entende-se:

o conjunto das regularidades que asseguram uma progressão geral e relativamente coerente da acumulação de capital, ou seja, que permitam absorver ou repartir no tempo as distorções e desequilíbrios que surgem permanentemente ao longo do próprio processo (BOYER, 1990, p. 71-2).

O conceito de regime de acumulação remete ao âmbito macroeconômico em que são constituídas aquelas regularidades capazes de garantir a acumulação de capital de longo prazo em um dado momento histórico. Assim, um regime de acumulação deve ser caracterizado por suas especificidades quanto: ao tipo de composição técnica da organização da produção, portanto da relação entre trabalhadores e os meios de produção; do horizonte temporal de valorização, que implica nos princípios de gestão praticados; na forma de reprodução dinâmica das classes sociais determinada pela divisão do valor adotada; na determinação da composição da demanda social; e pela modalidade de articulação com outros modos não capitalistas de produção quando determinantes na formação econômica (BOYER, 1990, p. 71).

Já o modo de regulação consiste em “todo conjunto de procedimentos e comportamentos, individuais ou coletivos”, que possibilita certa coerência dinâmica ao sistema como um todo por sua capacidade de compatibilizar um conjunto de decisões descentralizadas, reproduzindo as relações sociais fundamentais institucionalizadas numa certa formação social, garantindo e sustentando, assim, a viabilidade do regime de acumulação em vigor (BOYER, 1990, p. 80).

Segundo Lipietz:

uma materialização do regime de acumulação, que toma a forma de normas, hábitos, leis, redes de regulamentação etc. que garantam a unidade do processo, isto é, a consistência apropriada entre comportamentos e o esquema de reprodução. Esse corpo de regras e processos sociais interiorizados tem o nome de modo de regulamentação (LIPIETZ *apud* HARVEY, 1992, p.117).

Assim, Boyer (1990) define cinco formas sociais fundamentais institucionais, ou de regulação, a serem identificadas em um modo de regulação: *forma monetária*, ou *forma da restrição monetária*; *configurações da relação salarial*; *formas da concorrência*; *modalidades de adesão ao regime internacional*; *formas de Estado*.

A *forma monetária*, ou *forma da restrição monetária*, estabelece em um dado espaço e tempo a “forma de relação entre os centros de acumulação, os assalariados e outros atores da economia mercantil”, sendo definida pelo caráter desmaterializado ou não da moeda, como também pelo grau de desenvolvimento das funções da moeda, ou pela dominação de uma lógica privada ou pública, internacional ou nacional desta, por exemplo (BOYER, 1990, p. 74). As *configurações da relação salarial* são definidas pelas relações entre os distintos “tipos de organização do trabalho, o modo de vida e as modalidades de reprodução dos assalariados” (BOYER, 1990, p. 75). As *formas da concorrência* buscam responder como se dão as relações entre os centros de acumulação fracionados, ou seja, como se dá a concorrência intercapitalista, se monopolizadas ou concorrenciais de mercado. As *modalidades de adesão ao regime internacional* dizem respeito à relação entre um Estado-Nação e o resto do mundo, quanto às trocas de mercadorias, fluxos de financiamento e saldos comerciais. Por fim, quanto as *formas de Estado*, segundo Boyer (1990, p. 78), as abordagens regulacionistas se ocupam em analisar a atuação das diversas formas de Estado sobre a dinâmica econômica, ou, de maneira sintética, a relação entre Estado, o capital e a acumulação.

Nestes termos, Chesnais afirma utilizar a noção de “regime”, tomada de empréstimo da Escola da Regulação, próxima da noção marxiana de “superação momentânea dos limites imanentes do modo de produção capitalista” (CHESNAIS, 2002, p.1), assim pois:

De um ponto de vista marxista, a “superação dos limites imanentes” que se materializam sob a forma particular de “construção social” que é um regime de acumulação, jamais poderá levar a outra coisa senão alguma estabilização temporária das condições de acumulação, bem como da reprodução social

dominante baseada na propriedade privada. As contradições fundamentais e os limites imanentes da produção capitalista serão reafirmados mais cedo ou mais tarde, e a eles se adicionarão as contradições próprias de um dado regime de acumulação (CHESNAIS, 2002, p.14).

Ou seja, é reconhecida a centralidade das relações sociais, da luta de classes, dos compromissos sociais entre capital e trabalho, na superação dos limites imanentes da produção capitalista, e esta levará a um novo período de estabilização das condições institucionais e sociais deste novo tipo de acumulação.

Ante à vigência de um regime de acumulação com dominação financeira, Chesnais (2002, p. 4), destaca a capacidade de uma fração de capital, que atinge um alto grau de concentração, em moldar o “movimento de acumulação e seu conteúdo econômico e social concreto”. O capital dominante seria, então, aquele que Marx identificou no “livro III de O capital sob a expressão “capital portador de juros” ou, ainda, “forma moderna do capital dinheiro”” (CHESNAIS, 2002, p.4).

A propósito das transformações pós-1970 no sistema capitalista, o enfoque dos autores regulacionistas passa ser a caracterização deste novo regime que sucederia o “regime de acumulação fordista”⁸, estando sempre atentos ao papel central desempenhado pela esfera financeira, conforme ressalta Chesnais:

Em 1998, Michel Aglietta deu o primeiro passo de suma importância nesse caminho ao propor, com o título O capitalismo de amanhã, uma teoria muito desenvolvida daquilo que chama “o regime de crescimento patrimonial”. O termo refere-se ao papel desempenhado pelos “mercados de ativos”, bem como à “importância dos investidores institucionais nas finanças e à governança das empresas como instância primordial de regulação” (Aglietta, 1998). Por sua vez, também em 1998, Frédéric Lordon passou a empregar, ainda que com cautela, a expressão “regime de acumulação financeirizado” e formulou a hipótese segundo a qual o regime eventualmente sucessor do fordista não traria, em seu seio, uma nova forma de organização tecno-industrial – o “toyotismo”, por exemplo –, mas sim a privilegiada posição econômica conquistada pelas finanças. No ano seguinte, André Orléan retomou a expressão regime de acumulação financeirizado. A caracterização baseava-se numa teoria muito desenvolvida da “liquidez” e dos mercados de títulos de empresas. O emprego do termo por Orléan referia-se a um regime que se constitui “em substituição à regulação fordista” e cujo “núcleo duro é formado pela governança corporativa” (CHESNAIS, 2002, p.5).

Ainda que identifique, no desenvolvimento recente do capital financeiro, transformações sistêmicas que indicam um novo padrão de acumulação, dotado de “encadeamentos macroeconômicos e macrosociais inéditos” e que colocam os mercados financeiros no núcleo destas transformações, o autor ora debatido afirma que:

Tal constatação não permite afirmar, no entanto, que se tenha chegado a algum regime de acumulação no pleno sentido da palavra, vale dizer, instituições e relações sociais com capacidade de conter os conflitos e as contradições inerentes ao capitalismo durante um certo período [...] Esse ceticismo quanto à viabilidade e, portanto, à legitimidade de **um uso forte da noção de regime de acumulação**

⁸ “De acordo com Boyer (2009), há um consenso entre os economistas sobre o fim do processo de acumulação fordista, mas não sobre qual é seu sucessor. Para os regulacionistas franceses, o novo processo de acumulação é aquele dominado pelas finanças, onde o sistema financeiro molda o padrão de acumulação da economia capitalista” (MIRANDA, 2013, p.8).

baseia-se tanto na teoria da regulação em sua versão clássica (Boyer, 1987) quanto na Teoria Marxista da acumulação e das crises (CHESNAIS, 2002, p. 2-3, grifo nosso)

A financeirização não teria sido capaz de conter, até o momento, as contradições imanentes e os conflitos do capitalismo, colocando em questão a possibilidade de se reconhecer um regime de acumulação viável quanto à capacidade de gerar certa estabilidade de longo prazo, podendo ser considerada no máximo uma “fuga para frente” neste sentido. Para Chesnais, a financeirização, essencialmente interligada à sua concepção de mundialização do capital e das finanças, embora já dure algumas décadas, provê apenas “condições momentâneas de crescimento” e em um número muito limitado de países. Desta forma, este autor não corrobora com a visão regulacionista que qualifica as bolhas financeiras como mecanismo permanente de crescimento no regime com dominação financeira.

Chesnais (2001) ressalta dois motivos em sua defesa do termo “regime de acumulação” em detrimento de “regime de crescimento”, desenvolvido por Aglietta: porque o primeiro conceito “remete explicitamente à noção de ‘capital’”, e também porque a proeminência da valorização financeira (ilustrado pela fórmula D-D’) pode não significar crescimento real, mas antes um obstáculo a este. A condição de crescimento econômico desta tal formação do sistema capitalista não teria sido observada, à época, fora do país onde se origina o regime, os EUA (CHESNAIS, 2001, p. 57).

O regime financeirizado apresenta circuitos e processos cumulativos específicos que exibem traços sistêmicos totalmente originais. Nem por isso se tem certeza que esse conjunto de elementos constitui um regime de acumulação viável, provido de certa estabilidade e suscetível de se enraizar fora do(s) país(es) onde surgiu esse regime (CHESNAIS, 2002, p.42).

Assim, o ceticismo quanto ao “uso forte da noção de regime de acumulação” parece advir de um mesmo argumento utilizado para a crítica a Aglietta⁹, qual seja, a incerteza quanto à capacidade deste novo padrão de acumulação em “assegurar a acumulação *real*, no longo prazo, no sentido ricardiano-marxiano, como a Escola da Regulação tradicionalmente empregou o termo” (Chesnais, 2001, p. 57).

Ainda assim, o autor decide trabalhar com o termo “regime de acumulação”, embora questione o “modo de regulação” correspondente ao regime de acumulação financeirizado.

Para além da reverência às contribuições da Escola da Regulação no avivamento do debate marxista ao final dos anos 1970, o uso do termo “regime de acumulação” assume o papel de recolocar questões teóricas importantes postas ao debate do desenvolvimento do

⁹ Para Chesnais (2001, p. 57), a escolha do termo “regime de crescimento” e não “regime de acumulação” por Aglietta pode ser entendida como *hesitação* deste autor em afirmar que este novo padrão de crescimento garanta a acumulação de longo prazo.

capitalismo desde então, e que, segundo o autor, reaproxima a discussão da teoria marxiana.

Mas há também fortes razões de cunho teórico para que os marxistas queiram pegar carona com os regulacionistas. Estão em jogo precisamente o prolongamento e o aprofundamento de algo contido nos trabalhos do início do século XX a respeito do imperialismo e que não vinha sendo metodologicamente explicitado com a clareza necessária: isto é, a inscrição do movimento da acumulação na História – a das classes sociais e de suas lutas como a das relações entre Estados.

O movimento da acumulação do capital não contém nele próprio e por si só, de modo autônomo ou endógeno, o conjunto dos elementos que desenham concretamente a curva do investimento, da produção e da troca e que determinam a capacidade efetiva do capital de garantir sua reprodução. Deixado por sua própria conta, o movimento da acumulação gera contradições cujos fundamentos e intensidade parecem impedir que haja outra coisa senão breves remissões entre uma crise e a próxima e que, portanto, são de natureza a provocar a explosão do sistema. No entanto, o que claramente marcou a história do capitalismo são os períodos de crise (dos quais as guerras no século XX foram uma das formas), mas também fases de estabilização relativa do movimento de reprodução ampliada, algumas das quais são bastante longas; portanto, também períodos ao longo dos quais as contradições permaneceram contidas (CHESNAIS, 2002, p.13).

Chesnais (2002, p. 7) busca em Marx, e nos autores da teoria do imperialismo (ele cita Hilferding, Lenin e Rosa Luxemburgo), os fundamentos que o motivaria ao uso da noção de acumulação junto à de um regime financerizado, já anunciando o debate sobre a relação entre o capital financeiro e o processo produtivo e esse como *locus* da produção de mais-valia. Assim, ressalta três mecanismos de acumulação destacados por Marx, que se confundem e podem se sobrepor no movimento real de acumulação, mas que se distinguem no plano teórico: acumulação como resultado do investimento de capital na produção de mercadorias, ou seja, aumento dos meios e capacidade de produção; acumulação como extensão das relações sociais de produção capitalista para “sociedades” não capitalistas, tanto geograficamente (expansão para novos países, novas regiões) quanto para novos setores da economia, com a mercantilização de novas atividades; e, por fim, acumulação sem novo investimento, sem ampliação dos meios e capacidade de produção, que se dá por meio da “centralização pela captação e predação”, “pela apropriação, punção e centralização em direção a centros de acumulação mais fortes que outros no plano financeiro, organizacional ou institucional, de frações do valor e da mais-valia gerados no âmbito de outras formas de organização social” (CHESNAIS, 2002, p.8). Aqui, a acumulação seria garantida em certas partes do sistema em detrimento de outras, pela punção de mais-valia.

As duas últimas formas ganham destaque em um regime financerizado, o que de maneira alguma significa que a primeira forma de acumulação perde importância, ou que as demais formas prescindam desta, como será melhor debatido adiante. Além disso, essas três formas de acumulação não podem ser vistas como hermeticamente separadas, estanques ou bem delimitadas, mas, antes, devemos ter em mente que se confundem no

movimento real, e só assim poderia ser, também, em um regime de acumulação em que as finanças assumem o comando.

Feitos estes apontamentos, a dúvida que permanece em Chesnais quanto à viabilidade de um regime de acumulação financeirizado se relaciona, na verdade, ao estabelecimento de um “modo de regulação” próprio a este regime. Desse modo, questiona o autor:

O “regime patrimonial” ou “financeirizado” atende aos critérios postos pela teoria da regulação, em particular no que diz respeito à necessária solidez dos compromissos sociais? (CHESNAIS, 2002, p.15)

Chesnais conclui que não parece ser possível aplicar o conceito de modo de regulação (ou poderia se dizer, “um uso forte da noção” de modo de regulação) à configuração da acumulação financeirizada contemporânea, uma vez entendido que “o modo de regulação figura como a materialização do regime de acumulação em vigor” (PAULANI, 2009, p. 25).

A resposta [de Chesnais ao questionamento supracitado] seria que, embora já dure algumas décadas, o atual regime de acumulação não adquiriu no mundo uma estabilidade suficiente para assegurar sua viabilidade a longo prazo, e mesmo nos EUA o crescimento só foi possível por causa de bolhas financeiras (Lapyda, 2011, p. 94).

Chesnais não acredita na viabilidade de uma transição da regulação, com capacidade de gerar ciclos virtuosos de acumulação, aos mercados financeiros, sendo estes movidos pela rentabilidade dos ativos financeiros e essencialmente especulativo.

A configuração do regime financeirizado supõe que os mercados financeiros substituam-se às políticas econômicas e às negociações coletivas salariais fordistas e que ocupem seu lugar na determinação do nível da demanda e, portanto, da atividade econômica. Serão os mercados financeiros capazes disto? Lendo André Orléan, entende-se uma parte importante dos motivos pelos quais essa crença é ilusória (CHESNAIS, 2002, p.28).

O autor refuta, portanto, a tese de Aglietta de “encadeamentos virtuosos”:

Para mim, as coerências sistêmicas, colocadas de chofre no âmbito da mundialização do capital, levam ao surgimento de um tipo de “regime macroeconômico” da economia mundial “globalizada”, dominado pela presença de encadeamentos “viciosos” orientados no sentido de um crescimento lento ou muito lento e também cada vez mais desigual (CHESNAIS, 2002, p.21-22).

Em resumo da sua apreciação dos teóricos regulacionistas, Chesnais (2002) avança na caracterização do “regime de acumulação com dominância financeira” retomando aqueles elementos destacados por Boyer (1990) por meios dos quais deve-se buscar a definição de um dado regime.

um tipo de evolução da organização da produção e das relações dos assalariados com os meios de produção; um horizonte temporal de valorização do capital na base do qual possam ser evidenciados alguns princípios de administração; uma partilha do valor permitindo a reprodução dinâmica das diferentes classes e grupos sociais; e

uma composição da demanda social que valide a evolução tendencial das capacidades de produção (BOYER *apud* CHESNAIS 2002, p. 29)

Então, em um regime de acumulação financeirizado, num contexto de desregulamentação e mundialização, sob os princípios da governança corporativa¹⁰ e do processo de liberalização, observou-se transformações desfavoráveis aos assalariados, pois a maior flexibilização das relações de trabalho e maior mobilidade de capitais (o capital variável, força de trabalho, passa figurar apenas como mais uma variável de ajuste no sistema) juntamente com a precarização do trabalho leva a uma perda ainda maior de controle dos trabalhadores sobre os meios de produção. No que incide sobre o horizonte temporal de valorização do capital, este passa a ser controlado pelos mercados financeiros e investidores institucionais, postulando princípios de administração que estão centrados na maximização dos valores das ações, do “valor acionário” (CHESNAIS, 2005, p. 36). Quanto ao padrão distributivo relacionado à reprodução dinâmica das diversas classes e grupos sociais, um padrão financeirizado não permite a reprodução conjunta destas classes e grupos, ao contrário, gera ainda mais marginalização e exclusão, agora com especificidades deste regime de acumulação. Em relação à composição da demanda social, esta é transferida ao mercado, que passa a determinar seu nível e conteúdo. Por fim, quanto ao posicionamento e arquitetura do regime financeirizado globalmente, ressalta-se que a financeirização não é necessariamente mundializada e sim seu funcionamento, hierarquizando os países em três níveis a partir dos EUA no topo¹¹, com a submissão forçada das demais nações à mundialização financeira, o que agrava a instabilidade do regime, mas destacando que esta instabilidade é endógena ao seu próprio funcionamento (CHESNAIS, 2002, p.29-30).

¹⁰ Formalmente a governança corporativa pode ser definida como “o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle” (IBGC *apud* CVM, 2014). Contudo, chamamos atenção aqui para o fato que a difusão de padrões internacionais de governança corporativa é parte constitutiva da mundialização financeira, em que as empresas passam a se orientar pela geração de “valor acionário”, especulativo e rentista. Assim, a “difusão internacional dos princípios do *corporate governance* impulsionada pelos investidores institucionais anglo-saxônicos contribui para a internacionalização de uma regulação rentista mundializada” (FARNETTI *apud* SANFELICI, 2013p. 198).

¹¹ Chesnais destaca, então três casos típicos desta diferenciação e hierarquização: “O primeiro é aquele de países como a França, onde a burguesia financeira e os governos (tanto de esquerda como de direita, em “alternância”) mostraram o projeto de implantar o novo regime em domicílio mas onde principalmente preparam, consciente ou inconscientemente e com diversos níveis de entusiasmo, de resignação e de reticência, sua integração a um conjunto transatlântico do qual as peças mestras seriam os mercados financeiros americanos e a OTAN o braço armado. O segundo caso é aquele desses países muito numerosos para os quais o sonho de uma implantação autônoma do regime de acumulação não pode ser mantido e a escolha se dá entre procurar resistir, instalando limites para a liberalização financeira, ou participar sem falsa vergonha, como “província do Império”, das benfeitorias permitidas pelo livre acesso aos mercados com bolsas mais atraentes. Finalmente, há o caso particular ou, melhor, o caso único dos Estados Unidos que podem, notadamente, tirar vantagem do fluxo permanente de investimentos de portfólio oriundo do resto do mundo” (CHESNAIS, 2002, p. 40-39). Cabe ressaltar que os EUA permanecem como potência dominante (entre outros fatores, pela manutenção da hegemonia de seu poderio militar e ideológico, pela preeminência de seus mercados financeiros e pelo poder de senhoriação, já que o dólar permanece como moeda mundial). Contudo, é possível notar alterações recentes neste panorama, de modo que na obra de Chesnais “uma relativização da situação estadunidense só aparece em 2004, e baseia-se no florescimento econômico da China” (LAPYDA, 2011, p.94-93).

Seu enraizamento sistêmico completo num número muito pequeno ou, até, apenas em um só país, os Estados Unidos, não o impede de ser mundializado, no sentido de que seu bom funcionamento exige que esse(s) país(es) disponha(m) de um grau muito elevado de liberalização e de desregulamentação não apenas das finanças como também do investimento direto e dos intercâmbios comerciais, a ponto de condicionar a existência daquele regime (CHESNAIS, 2002, p.38).

Ou seja, ainda que a financeirização não esteja plenamente estabelecida em todos seus atributos globalmente “no sentido de abranger o conjunto da economia mundial numa totalidade sistêmica verdadeira” (CHESNAIS, 2002, p.38), é preciso que aqueles elementos – liberalização e desregulamentação – se expandam por todo o mundo e não apenas no país em que se estabelece o regime de acumulação com dominação financeira. Deve-se estar atento ao fato de que a exigida desregulamentação e liberalização não significa ausência de normas ou de uma política econômica deliberada, mas, ao contrário, implica no estabelecimento de um arcabouço político e normativo favorável ao bom funcionamento de um regime de acumulação financeirizado.

A crescente *desregulamentação* e liberalização financeira, associada ao que Chesnais (2005, p. 46) se refere como *descompartimentalização* dos mercados financeiros nacionais, abrem caminho para o surgimento das inovações financeiras. Estes movimentos estão intimamente relacionados ao progressivo avanço da *desintermediação*, sendo a última entendido como o acesso a operações de empréstimo e investimentos financeiros por instituições financeiras não-bancárias. Abre-se espaço para atuação de “todo tipo de investidor institucional”, que passam a crescer espetacularmente, em esferas antes restritas aos bancos. Estes processos tomados em conjunto são os elementos constitutivos da mundialização financeira (CHESNAIS, 2005, p. 46).

Assim, a ascensão do poderio dos grandes investidores institucionais propiciada pela desintermediação é questão fundamental para Chesnais, como em regra para todas as formulações sobre a financeirização.

[Chesnais] adiante afirma, pela primeira vez, que as instituições bancárias, mas, sobretudo, as não bancárias, são constituídas “de um capital com traços específicos, que busca fazer dinheiro sem sair da esfera financeira, sob a forma de juros de empréstimos, de dividendos e outros pagamentos recebidos a título de posse de ações e, enfim, de lucros nascidos de especulação bem-sucedida (CHESNAIS *apud* NAKATANI; MARQUES, 2009, p.7-8).

A centralização de uma grande massa de poupança sob a administração destes grandes investidores institucionais provoca uma mudança em sua própria natureza econômica. Poupança torna-se, assim, capital. A centralização financeira parece ser capaz promover uma “alquimia” sobre essas massas de poupança, e, assim, “nas mãos dos gestores, a poupança acumulada se transforma em capital” (CHESNAIS, 2005, p. 51). Esse processo provoca transformações relevantes na relação entre capital e trabalho, e diante

desta nova configuração abrem-se possibilidades inéditas para a formação de capital fictício especulativo.

Correntemente designado pelo nome de “investidores institucionais”, esses organismos (fundos de pensão, fundos coletivos de aplicação, sociedades de seguros, bancos que administram sociedades de investimento) fizeram da centralização de lucros não reinvestidos das empresas e das rendas não consumidas das famílias, especialmente planos de previdência privados e a poupança salarial, o trampolim de uma acumulação financeira de grande dimensão (CHESNAIS, 2005, p. 36)

Neste ponto se afirma uma distinção importante entre o atual momento histórico e aquele do início do século XX estudado por Hilferding (1985), que será debatido mais à frente. Este autor identifica no cerne da conformação do capital financeiro a dominância do capital bancário sobre o industrial. O autor não trata das instituições financeiras não bancárias, que por certo não possuíam a relevância de hoje à época, porém as análises se conectam no essencial ao evidenciar o processo de criação de capital fictício. Em verdade, a própria formulação teórica de Chesnais tem suas bases em Hilferding, como demonstra a citação que traz o conceito de financeirização de Chesnais no início desta seção.

Acumulada no polo constituído pelas instituições não bancárias e pelos mercados de títulos, ela [a poupança centralizada, que torna-se capital] contribui para a modificação das relações econômicas e políticas entre o trabalho e o capital em favor do segundo, da mesma forma que fortalece a “financeirização”, ou melhor, o peso do capital de aplicação financeira e dos mercados financeiros com tudo aquilo que implica em termos de especulação e de formação de capital fictício [...] a administração da poupança constitui uma poderosa alavanca para a acumulação e a centralização financeiras; por esse viés e pelo da governança das empresas, ela torna os assalariados aposentados ou beneficiários de planos de acionistas, quer o entendam ou não, participantes indiretos do processo de exploração no sentido definido por Marx (CHESNAIS, 2002, p.18).

É preciso observar que os fundos de pensão (poupanças voluntárias e compulsórias), muitos deles associados a grandes empresas estatais no caso brasileiro, assumem posições importantes, administrando montantes cada vez mais vultuosos e figurando na lista dos maiores investidores do mercado financeiro. Ressalta-se, pois, uma vez mais, a centralidade da abordagem que parte da investigação da dinâmica do capital portador de juros, em termos marxianos, para compreender a acumulação capitalista contemporânea e a predominância do capital financeiro.

a importância assumida pela centralização e valorização de uma poupança ou de somas de dinheiro que devem simultaneamente vir com a partilha do valor e da mais-valia, permanecer “líquida” e servir de forma fictícia de “capital”, significa que a teoria atualizada do “capital portador de juros” não pode mais ser excluída da análise do movimento contemporâneo da acumulação e da reprodução do capital (CHESNAIS *apud* NAKATANI; MARQUES, 2009, p. 10).

Aqui, destaca-se aquilo que Chesnais (1998) chama de hipertrofia das finanças, ou a hipertrofia do sistema de crédito, que se expressa na multiplicação dos meios de pagamento secundários e da formação de capital fictício. O sentido desta proposição, é o mesmo

daquela que se considera uma das leis da dialética, na qual as mutações de caráter quantitativo levam às de caráter qualitativo¹².

A financeirização é descrita como um processo histórico em que o capital portador de juros passa a dominar o capital produtivo. Passa a se impor a lógica financeira sobre a produtiva com impactos em diversos aspectos econômicos, sociais e políticos.

o mundo contemporâneo apresenta uma configuração específica do capitalismo, na qual o capital portador de juros está localizado no centro das relações econômicas e sociais (CHESNAIS, 2005, p.35).

Numa economia financeirizada a liquidez se torna um paradigma. Um paradigma no qual está ancorada a garantia de mobilidade do capital que concede a ele a propriedade de reversibilidade. Neste regime, este paradigma estende-se virtualmente sobre toda a economia, inclusive na relação salarial. Neste sentido, Chesnais (2002) parece endossar o argumento de Frédéric Lordon, exposto abaixo, afirmando que não devemos ignorá-lo.

a liquidez tornou-se, portanto, um paradigma. Constitui a representação mais madura de uma propriedade de reversibilidade julgada tão altamente desejável que se sonha com sua generalização para todos os compartimentos da economia [...]. a liquidez é um paradigma do *exit*. A flexibilização salarial não é outra coisa senão a aplicação no fator trabalho desta busca obsessiva da reversibilidade, do momento mais baixo possível de inércia (LORDON apud CHESNAIS, 2002, p.26).

O fator trabalho se torna uma variável de ajuste no sistema econômico, baseado na flexibilização e desregulamentação do trabalho como consequência da prática da governança corporativa.

Uma outra dimensão dos efeitos no médio prazo da financeirização e da governança corporativa diz respeito às consequências da nova configuração da “relação salarial”. Essa configuração caracteriza-se pela erosão do emprego estável e pelo advento concomitante da insegurança do emprego e daquela de uma força de trabalho “contingente” (trabalhadores em tempo parcial ou temporário, etc.) [...] Comandado não apenas pelo lucro no sentido mais amplo, como também pela busca do “valor acionista”, o regime de acumulação financeirizado é marcado por um posicionamento estruturalmente antagônico do capital em relação ao trabalho (CHESNAIS, 2002, p.25-6).

A governança corporativa tem como função impor à relação salarial o paradigma da liquidez, imputando ao salário o caráter “de grandeza residual que era outrora própria do lucro”, do que decorre “uma gigantesca redistribuição do risco que se opera entre capitalistas e assalariados” (Lordon *apud* Chesnais, 2002, p.28)

Os efeitos de tal redistribuição não são apenas políticos e sociais. A partir do momento em que os salários tornam-se a variável de ajuste do regime financeirizado, o montante dos rendimentos financeiros (efetivos ou antecipados) e, portanto, o nível das bolsas, tornam-se variáveis críticas para a determinação dos equilíbrios macroeconômicos (CHESNAIS, 2002, p.28).

¹² “Aqui, como nas ciências naturais, evidencia-se a justeza da lei descoberta por Hegel, em sua Lógica: modificações quantitativas, além de certo ponto, se transformam em modificações qualitativas” (Marx, 2002, p. 355).

As bolsas de valores desempenham um importante papel para que o regime opere sob aquele paradigma, pois permitem reunir as atividades financeiras, com o intuito de propiciar a liquidez desejada.

A dominação financeira se manifesta sobre todos os agentes da economia, que têm suas expectativas alteradas pelos níveis das bolsas de valores. O efeito renda influencia as decisões das famílias, assim como os comportamentos das empresas e do governo passam a ser moldados pelas alterações no mercado bursátil.

Chega-se na situação ora cada vez mais reconhecida pelos especialistas da conjuntura em que o consumo das famílias e, portanto, as projeções de crescimento dependem da evolução das cotações” (CHESNAIS, 2002, p.28).

Também sobre este aspecto Belluzzo destaca que:

as empresas, bancos e também as famílias abastadas passaram a subordinar suas decisões de gasto, investimento e poupança às expectativas quanto ao ritmo do seu respectivo ‘enriquecimento’ financeiro” (BELLUZZO, 1999, p.105).

É neste mesmo sentido que Braga (2000) afirma ter a financeirização um caráter sistêmico.

Trata-se de um padrão sistêmico porque a financeirização está constituída por componentes fundamentais da organização capitalista, entrelaçados de maneira a estabelecer uma dinâmica estrutural segundo princípios de uma lógica financeira geral. Neste sentido, ela não decorre apenas da práxis de segmentos ou setores – o capital bancário, os rentistas tradicionais – mas, ao contrário, tem marcado as estratégias de todos os agentes privados relevantes, condicionado a operação das finanças e dispêndios públicos, modificado a dinâmica macroeconômica. Enfim, tem sido intrínseca ao sistema tal como ele está atualmente configurado (BRAGA, 2000, p. 270).

Portanto, a sua constituição sistêmica se traduz na materialização dos fundamentos da financeirização no comportamento dos agentes econômicos, e, claro, nas decisões de investimento produtivo, no que se expressa seu caráter de dominação.

Nesta perspectiva, as estratégias e decisões sobre o investimento produtivo ficam condicionadas ao cálculo capitalista e a concorrência financeira impulsionada pelos “conglomerados financeiros”, pela interconexão dos diferentes tipos de mercados internacionalizados e pela participação das corporações na circulação financeira. Dessa forma, a dinâmica do tripé **moeda-crédito-patrimônio** tende a contrapor-se ao produtivismo (PAIVA, 2007, p.45).

Numa tentativa de atualizar a teoria marxiana, Chesnais se apropria do conceito de capitalização de Marx para desenvolver sua noção de exterioridade e insaciabilidade das finanças.

É na forma do capital a juros que o capital se mostra mais explicitamente como “fonte misteriosa” de autovalorização, como valor que se valoriza. Sendo o capital entendido como processo, como valor em movimento, revela-se sua natureza como contraditória e antagonica, na medida em que na sua busca por se valorizar progressivamente, em seu

movimento real e concreto, tende a negar as bases de sua própria valorização. É no capital portador de juros que essa relação se explicita de maneira mais forte.

A partir da análise do sistema de crédito em Marx, podemos observar a distinção entre o capital enquanto propriedade e enquanto função. Ao último cabe o lucro da exploração efetiva do trabalho no processo produtivo e ao primeiro os juros, como direito sobre exploração do trabalho. Os juros não são senão uma parte do lucro paga ao capital portador de juros, este enquanto propriedade, obtida da mesma massa de mais-valia gerada no processo de produção efetivo potencializado pelo crédito.

No estudo do processo de valorização do capital portador de juros, categoria em que “a relação-capital atinge sua forma mais alienada e mais fetichista” (Marx, 1986, p.293), apreciando a relação de subsunção da forma lucro pela forma juro e o fetiche que incide sobre esta última, Marx chega ao princípio da capitalização, que está no cerne da formação de capital fictício. Em verdade, a própria “formação de capital fictício chama-se capitalização (Marx, 1986b, p.11)¹³.

O capital fictício pode ser descrito, sucintamente, como o capital portador de juros que não passa pela valorização no processo produtivo, ou seja, é o capital portador de juros sem base real de valorização, e por isso fictício.

Então, da ilusão social gerada pelo capital portador de juros e como consequência da sua existência generalizada na sociedade capitalista (CARCANHOLO; SABADINI, 2009), é que emerge o princípio da capitalização, que consiste na possibilidade de aferir a toda determinada quantia monetária a propriedade de capital, de gerar um rendimento, e, no sentido oposto, de perceber qualquer renda recebida regularmente como juros originado de um capital.

Pelo princípio da capitalização, qualquer valor monetário parece ter o atributo natural de gerar juros, como se capital fosse. Assim também, qualquer renda recebida periodicamente é capitalizada, e passa a ser percebida como se fosse juros gerado por um capital a uma dada taxa média de juros. Parte-se da conversão ilusória da renda monetária em juros e deste chega-se ao montante de capital, fictício, que lhe dá origem, sem qualquer relação com o movimento real de expansão do capital.

Temos aqui um ponto crucial para esta dissertação. É interessante notar que, neste sentido, no sistema capitalista a propriedade da terra pode ser tratada como o capital portador de juros, como uma forma de capital fictício. O capitalista possuidor do capital portador de juros se assemelha, por isso, ao proprietário de terras, já que toda terra é vista

¹³“A formação do capital fictício chama-se capitalização. Cada receita que se repete regularmente é capitalizada em se a calculando na base da taxa média de juros, como importância que um capital, emprestado a essa taxa de juros, proporcionaria; [...] Toda a conexão com o processo real de valorização do capital se perde assim até o último vestígio, e a concepção do capital como autômato que se valoriza por si mesmo se consolida” (Marx, 1986b, p. 11).

como passível de gerar renda, assim como todo montante de dinheiro é visto como capital e passível de gerar juros, pela mera propriedade, sem conexão com o processo real de produção de valor. É pelo princípio da capitalização que a propriedade da terra parece ter a virtude de gerar renda da terra, assim como a propriedade do capital monetário teria a propriedade de gerar juro.

Ao preconizar, assim como Marx, a “análise científica da renda fundiária - isto é, a forma autônoma, especificamente econômica, da propriedade fundiária na base do modo de produção capitalista” e “examiná-la pura e livre de todos os acréscimos que a falsificam e obnubilam” (Marx, 1986b, p.130), podemos dizer que o princípio da capitalização desnuda, assim, noções fetichistas em “um mundo de aparências que faz parecer que vários fatores de produção – a terra, o trabalho e o capital – são dotados de poderes mágicos que os transformam em fonte de valor” (Harvey 2013, p. 430).

A teoria da renda fundiária resolve o problema de como a terra, que não é um produto do trabalho humano, pode ter um preço e ser trocada como uma mercadoria. A renda fundiária, capitalizada como o juro sobre algum capital imaginário, constitui o “valor” da terra. O que é comprado e vendido não é a terra, mas o direito à renda fundiária produzido por ela. O dinheiro exposto é equivalente a um investimento que rende juros. O comprador adquire um direito sobre as receitas futuras antecipadas, um direito sobre os frutos futuros do trabalho. O direito à terra se torna, em resumo, uma forma de *capital fictício* [...] A terra deve se tornar uma forma de capital fictício e ser tratada como um campo aberto para a circulação de capital que rende juros. Somente nessas condições a aparente contradição entre a lei do valor e a existência da renda sobre a terra desaparece. Até que ponto as formas sociais capitalistas avançaram nesse caminho é uma questão para investigação histórica (Harvey, 2013, p. 471-6).

Assim, compreendemos que, uma vez generalizada a propriedade capitalista da terra, esta é tratada como mercadoria, embora não seja fruto do trabalho humano, possui um preço que se trata na verdade da renda fundiária capitalizada. Como capital fictício, a terra passa a ser tratada como capital portador de juros. Em um regime de acumulação financeirizado, regime dominado pelas formas de valorização do capital portador de juros, este processo é potencializado.

Segundo Mollo (2011), Marx vai distinguir *capital de empréstimo portador de juros* e *capital fictício*¹⁴. O primeiro, em oposição ao segundo, é aquele que de fato é utilizado no processo de produção, sendo o valor emprestado utilizado como capital produtivo – sendo este seu valor de uso, funciona como capital de fato, ao menos em potencial, “está prenhe

¹⁴ “Esse tipo de raciocínio é que leva Marx a distinguir o capital de empréstimo portador de juros do capital fictício (Mollo, 1989). O primeiro, diz ele, tem como valor de uso “o de funcionar como capital” (Marx 1974, p. 392) e, “na qualidade de capital potencial, de meio de produzir lucro, torna-se mercadoria, mas mercadoria de gênero peculiar” e “está prenhe de mais-valia” (Marx 1974, p. 396), porque o “empréstimo do dinheiro como capital – a cessão condicionada à restituição após determinado prazo – supõe que o dinheiro seja realmente aplicado como capital, volte efetivamente ao ponto de partida” (Marx 1974, p. 404), e “o capital produtor de juros só se sustém como tal na medida em que o dinheiro emprestado se converte efetivamente em capital, produzindo um excedente de que o juro é fração” (Marx 1974, p. 439).

Com o capital fictício a coisa é diferente, porque “primeiro se converte a renda monetária em juro, e com o juro se acha então o capital de onde provém” (Marx 1974, p. 534). Ou seja, a avaliação do capital perde relação com o processo de produção real, de geração de mais-valia” (Mollo, 2011, 483).

de mais-valia”, pois que seu caráter produtivo só se verifica *a posteriori* – gerando lucro, e deste o juro. Essa diferenciação entre capital de empréstimo portador de juros e capital fictício não é pacífica na literatura marxista, como mostra a autora (MOLLO, 2011, p.483).

Com a generalização do capital portador de juros, e do capital fictício, todas as demais formas de valorização capital se dão como se subordinadas à valorização do capital fictício, os juros aparecem como forma de remuneração do capital total e todas as formas de renda capitalizadas, inclusive o salário (BELLUZZO, 2011). Observa-se, assim, a inversão entre lucro e juro: este aparece como a forma de remuneração do capital total, não mais como parte daquele. Assim, o juro aparece como forma independente de mais-valia, como mais-valia obtida pela mera propriedade do capital, proporcionado pelo capital fora de seu processo¹⁵.

O capital fictício, ao impor sua forma de valorização frente às demais, introduz outros critérios de valorização – essencialmente especulativos – que não os do capital produtivo.

O capital fictício introduz critérios de valorização do capital, distintos do capital efetivo. Esses critérios são necessariamente especulativos, no sentido de que se apoiam na avaliação do curso esperado do preço dos ativos. É o fluxo de rendimentos esperados descontados pela taxa de juros do mercado (BELLUZZO, 2011).

Cabe ressaltar que nem sempre e nem todo movimento especulativo é danoso (Harvey, 2014. p.235) e pode até contribuir para um momento de expansão produtiva. É em sentido próximo ao destacado acima que Mollo (2011) critica aqueles que entendem todo crédito como capital fictício, sem considerar a função deste na potencialização da produção “seja ampliando o ritmo, ao antecipar investimentos e sincronizar as várias etapas de produção e circulação, seja ampliando a escala dos processos produtivos, ou seja, estimulando, de fato, a produção real” (MOLLO, 2011, p. 483).

A ideia de exterioridade do capital portador de juros em relação à produção de Marx é o alicerce para o debate da exterioridade das finanças em sua forma contemporânea. Vai além da inclusão da valorização financeira nos cálculos capitalista das possibilidades de auferir ganhos, em que essa possibilidade passa a ser vista como um custo de oportunidade do investimento produtivo, derivada da inversão aparente da relação entre juro e lucro, na qual o juro parece figurar como elemento originário e não o contrário. O fetichismo da forma juro implica, neste sentido, que para o capitalista proprietário do capital portador de juros sua valorização se dá aparentemente fora da esfera da produção – na forma $D-D'$ –, escamoteando o movimento real do capital – $D[D-M-...P...-M'-D']D'$ –, ou seja, com o capital mantido apenas na esfera da circulação. Desta perspectiva parece ser possível dispensar a esfera produtiva para extrair e realizar mais-valia, ou ainda, não importa ao capital portador

¹⁵ “Considerando qualitativamente, o juro é mais-valia que a mera propriedade do capital proporciona, que o capital em si proporciona, embora seu proprietário fique fora do processo de reprodução, que portanto o capital proporciona separado de seu processo” (Marx, 1986, p. 282).

de juros a esfera da produção, não lhe preocupa a mercadoria a ser produzida, ou a organização das forças produtivas e seu resultado, desde que sejam pagos os juros devidos. Daí a noção de exterioridade à produção.

É justamente porque a forma-dinheiro do valor constitui sua forma de manifestação independente e palpável que a forma de circulação D...D', cujo ponto de partida e de chegada é o dinheiro efetivo, o ato de fazer dinheiro, expressa do modo mais palpável a mola propulsora da produção capitalista. O processo de produção aparece apenas como inevitável elo intermediário, um mal necessário ao ato de fazer dinheiro (Marx, 2014, p.135).

Do ponto de vista da competição intercapitalista, a exterioridade à produção pode ser averiguada do confronto entre capitalistas passivos (monetários/capital portador de juros) e capitalistas ativos (produtivos) pelo *quantum* da mais-valia apropriado pela forma juro ou pela forma lucro, indicado pela taxa de juros¹⁶. Em um regime de acumulação financeirizado, como vem sendo argumentado, o capitalista passivo e a forma juros se sobressaem.

No plano mais estrutural, trata-se, portanto, fundamentalmente da oposição entre capital-propriedade e capital-função. Tanto emprestadores de dinheiro como acionistas concebem a valorização de seus respectivos capitais a partir da forma simplificada D-D', ou seja, concebem o capital de forma abstrata, como um "valor em processo" fora do circuito real D-M-D'.

Nesse sentido, para o capitalista passivo individual, a produção está fora do ciclo de valorização de seu capital. Este parece não sair da esfera da circulação, donde o "mistério" e seu incremento quantitativo, que figura como ilimitado e natural. Em última instância, pouco lhe importa o emprego efetivo do capital (em qual processo produtivo, em que circunstâncias, etc.) desde que o juro devido seja pago. A idéia da exterioridade da finança em relação à produção não significa, portanto, que aquela prescindia desta, mas que seu "olhar" sobre ela é externo. O rol de suas atividades e preocupações não passa diretamente pela questão da produção. (LAPYDA, 2011, p. 60).

Ao trazer o debate à contemporaneidade, onde vigora a dominância do capital portador de juros, ou no regime acumulação financeirizado, a exterioridade se expressa na gestão das empresas que passam a ser controladas pela lógica do capital financeiro, que se guia pelo paradigma da liquidez, por interesses e objetivos exteriores ao capital produtivo. Assim se impõe a lógica do ganho de curto prazo, da flexibilização das movimentações de capital, da reversibilidade dos capitais, do rentismo, da especulação. Posta essa dominação, sua influência recai sobre toda economia, na repartição das rendas, também influenciando nos salários e lucros, todos submetidos ao rendimento financeiro.

A liberalização e a mundialização financeira deram aos mais importantes proprietários de ações e obrigações – as grandes fortunas de família, cujos nomes são publicados uma ou duas vezes por ano nas revistas de economia especializadas, mas sobretudo os investidores institucionais (e os administradores que neles existem em abundância) – os meios de influir sobre a repartição da renda em duas dimensões essenciais: a da distribuição da riqueza produzida entre

¹⁶ Ainda que um mesmo capitalista exerça as duas funções, não se altera a natureza do fenômeno. "Lembremos que com a dominância da forma juro, mesmo o capitalista que trabalha com capital próprio estabelece para si essa divisão qualitativa. O juro é o que remunera a propriedade do seu capital e o lucro a sua implicação no processo produtivo. Nesse caso, não há muitas consequências, pois juro e lucro são pagos à mesma pessoa, contudo é muito ilustrativo de como a forma juro se impõe à consciência das pessoas" (LAPYDA, 2011, p. 63).

salários, lucros e rendas financeiras, e a da repartição entre a parte atribuída ao investimento e a parte distribuída como dividendos e juros. Como as duas determinações da repartição afetam o nível do investimento e comandam o emprego e o crescimento, é difícil imaginar um poder mais forte da finança (CHESNAIS, 2005, p. 27).

Este ponto se conecta à ideia de insaciabilidade das finanças. O intuito de se apropriar de cada vez mais valor é inerente ao capital em todas as suas formas, mas a proeminência das finanças – e exterioridade à produção – o potencializa. Para satisfazer essa insaciabilidade, são colocadas estratégias que ampliam as possibilidades de valorização do capital financeiro, que incluem a desregulamentação do trabalho (e o aumento da punção de mais-valia pelas finanças), fortalecimento dos fundos de pensão e mesmo as privatizações.

Essa impetuosidade da finança passa a moldar a sociedade e a tendência capitalista de a economia se sobrepor às demais esferas reforça-se qualitativamente. Todos parecem ter que se adaptar às suas exigências recorrendo a todos os meios, inclusive aos mecanismos bárbaros da acumulação primitiva (LAPYDA, 2011, p. 63).

Antes de prosseguir, é preciso que se esclareça o sentido adotado aqui das expressões “valorização financeira” e “acumulação financeira”. Em consonância à teoria do valor marxiana não se pode afirmar que há na circulação em si geração de valor, já que só o trabalho cria valor. Ao empregar essas expressões se remete ao sentido de acumulação vinculado à centralização de capitais, já mencionado acima, em que há acumulação em uma parte do sistema em detrimento de outra, sem geração de novo valor. Só se pode falar aqui em acumulação pela punção de mais-valia, que é sugada em direção à esfera financeira, direta ou indiretamente. Apropria-se de parte da mais-valia gerada na produção que serve, em um primeiro momento, de base real à remuneração dos ativos financeiros, juros e dividendos.

Por acumulação financeira, entende-se a centralização em instituições especializadas de lucros industriais não reinvestidos e de rendas não consumidas, que têm por encargo valorizá-los sob a forma de aplicação em ativos financeiros – divisas, obrigações e ações – mantendo-os fora da produção de bens e serviços (CHESNAIS, 2005, p. 37).

Acompanhando a argumentação de Chesnais desenvolvida anteriormente, deve-se dizer que só há valorização do ponto de vista individual (e para estes indivíduos de fato há valorização, ou seja, a valorização é real para estes indivíduos, e é justamente nisso que consiste uma das facetas do fetichismo), pois que é possível se vender um ativo financeiro por maior montante que o despendido na compra, da mesma maneira que se obtém de fato remuneração de um capital portador de juros. Porém, o que um ganha na venda outro perde na compra, não há geração de valor, não há valorização social, não se cria valor. Não há valorização do ponto de vista do sistema como um todo. O aumento da riqueza se dá pela especulação e arbitragem ou pela centralização do capital monetário.

O outro sentido atribuído à “valorização financeira” refere-se ao circuito fechado das transações nos mercados financeiros e à especulação, à arbitragem e a todas as formas de aumento fictício dos preços dos ativos. Esse tipo de processo ganhou importância no capitalismo contemporâneo devido ao suporte institucional que recebe, e é capaz de manter as operações fictícias por um tempo às vezes bastante prolongado “imunes” à esfera produtiva (LAPYDA, 2011, p.79).

Ou seja, destaca-se que a valorização financeira se relaciona à “autonomia relativa” que assumiria a esfera financeira frente a produtiva, termo controverso, ou no mínimo impreciso, mesmo dentro da obra de Chesnais¹⁷. O autor ora comentado busca salienta a existência de processos de geração de valores fictícios internos aos mercados financeiros e por dinâmicas próprias deste, porém, como argumentado, é na esfera da produção que se gera o valor que serve de base real para a valorização financeira, não sendo possível estar totalmente alheia à esfera da produção. Por isso uma autonomia relativa.

O sentido de autonomia que o autor parece querer demonstrar é o de contradição, dialética. Pois ao mesmo tempo que a lógica da financeirização compele a esfera financeira a agir de modo autônomo e a impor sua lógica à produção (e suas ações são realmente nesse sentido), não o pode fazer de fato.

há certa autonomia dos processos fictícios no interior dos mercados financeiros, em que os preços dos ativos podem variar muito a partir de dinâmicas próprias a esses mercados, levando a inúmeros rearranjos da riqueza. Contudo, em última instância, somente o âmbito da produção pode lastrear as operações, a esfera financeira não podendo prescindir dele (LAPYDA, 2011, p.79).

A aparente autonomia é negada pela impossibilidade de o capital financeiro se autonomizar totalmente do mundo da produção. Não há uma autonomia de fato ou uma separação mecânica entre a esfera financeira e a produtiva. Ou seja, trata-se de uma autonomia, assim apreendida pelos agentes, aparente, mas que não se sustenta ao exame da realidade dos fatos à luz da teoria marxiana.

Contudo, talvez por Chesnais tratar de modo impreciso as formas assumidas pelo capital no processo de valorização contemporâneo e as configurações das frações de classe capitalistas que se afiguram é que paira sobre essa ideia certa confusão ou inconsistência, o que fundamenta a sua crítica¹⁸.

Da mesma forma, Chesnais transita – nem sempre anunciando devidamente – entre uma análise da circulação e do funcionamento do capital nas suas diferentes formas e uma visão mais “sociológica” (atores sociais que representam ou servem de suporte às diferentes formas do capital). Assim, os “interesses da finança” que se impõem de modo “autônomo” (externo) à produção não são interesses de um capital portador de juros abstrato, separado da produção, mas da classe de capitalistas financeiros (LAPYDA, 2011, p.71).

¹⁷ Chesnais chega a tratar de uma autonomia total, em “La mondialisation du capital”, de 1994, mas revê sua posição passando a empregar posteriormente a noção de autonomia relativa: “O adjetivo “total” era excessivo, conforme corriji depois” (CHESNAIS, 2002, p.4).

¹⁸ “A expressão ‘autonomia relativa da esfera financeira em relação à produção’ também não é rigorosa, já que não se trata de uma questão de relatividade, mas de contradição: a autonomia da esfera financeira vem a ser negada pela essência da relação de capital, a qual põe objetivamente a não autonomia da esfera financeira em relação à produção” (PRADO *apud* LAPYDA, p. 78).

Ainda que não se pretenda uma análise das crises capitalistas e da literatura que se dedica à teoria das crises, pois que extrapolam ao escopo e ao propósito deste trabalho, um apontamento pode ser feito. É, então, sob esta perspectiva empreendida acima que devem ser tratadas as crises gestadas no mercado financeiro em um regime de acumulação financeirizado, ou seja, do desacerto entre a valorização financeira e sua base real de valorização, com consequências que tendem a ser tanto mais danosas quanto maior e mais se estenda aquela “autonomia”.

2.1 Do capital financeiro

Para uma definição mais concreta do conceito e do sentido dado à financeirização aqui, é forçoso o debate sobre o que se entende por *capital financeiro*, já que toda argumentação da emergência de um novo regime de acumulação financeirizado está fundada na dominância desta fração do capital. Para além das implicações teóricas, tal esforço é fundamental também para os estudos empíricos a serem realizados nesta dissertação.

Tomamos como base de nossa argumentação o conceito desenvolvido por Hilferding em sua obra *O capital financeiro*. Acreditamos que a análise dessa obra fornece fundamentos relevantes para se pensar o capitalismo contemporâneo, uma vez que traz elementos primordiais para o entendimento da essência do regime de acumulação financeirizado nos dias atuais. Nos manteremos focados, tanto quanto possível, nos elementos definidores deste conceito e somente trataremos de outras questões da obra na medida em que forem essenciais à formação deste. Desta forma, não está abarcada aqui uma discussão de temas como a teoria do imperialismo do autor, bastante destacada e debatida, ainda que a definição do capital financeiro seja o alicerce deste debate. Assim, também a análise das formas assumidas pela concorrência intercapitalista (trustes, carteis, etc.) em meio ao movimento de concentração do capital e de tendência a monopolização só serão tratadas em suas linhas gerais.

A relevância deste autor e em especial de *O capital financeiro* vem sendo destacada desde sua publicação, em 1910, sendo reconhecida enquanto uma contribuição singular à teoria marxista. A publicação do texto foi muito celebrada no meio teórico socialista, chegando a ser interpretada até mesmo como uma continuidade dos trabalhos de Marx – Otto Bauer¹⁹ e Karl Kautsky²⁰ chegam a sugerir que o livro poderia ser visto quase que como

¹⁹ Um dos mais destacados pensadores da corrente marxista da virada do século XIX para o XX conhecida como “austromarxismo”, na qual se destaca também Hilferding, Otto Bauer (1881-1938) foi um importante dirigente do Partido Social-Democrata da Áustria. Fundador e principal diretor da revista deste partido, *Der Kampf* (BOTTOMORE, 1991, p. 39, p. 48).

²⁰ Karl Kautsky (1854-1938) foi um dos principais interpretes e legatário de Marx e Engels. Opositor de Lennin, foi membro do Partido Social-Democrata da Áustria e do Partido Social-Democrata da Alemanha. Após a

um novo volume d'O Capital. Ainda no início do século XX, a obra exerceu influência em pensadores de grande envergadura, tal como Lenin e Bukharin, que, ainda que críticos a Hilferding (tanto no plano teórico quanto político), enaltecem sua contribuição e são declaradamente tributários a ele (BOTTOMORE, 1985, p. 9; PAULA *et al.*, 2001, p. 6).

Em que pese as críticas às formulações teóricas de Hilferding, que serão descritas a seguir, no que concerne em especial ao conceito de capital financeiro, devem ser evidenciadas a noção de proeminência da esfera financeira, bem como as relações entre crédito, capital monetário, o capital portador de juros, a formação de capital fictício e o capital produtivo, elaboradas dentro da estrutura do pensamento marxiano. Ao debater a construção do conceito de capital financeiro em Lenin²¹, que envolve ainda Hobson e Bukharin, além de Hilferding, Harvey (2013, p. 381) afirma que “somente o último apresenta uma fundamentação teórica firme para o conceito de capital financeiro dentro de uma estrutura marxiana”. Em sentido semelhante ao exposto está a afirmação de Paula *et al.* (2001):

Sugerimos que a abordagem de Hilferding tem elementos suficientes para sustentar uma reflexão teórica sobre o capital financeiro sem se tomar como estrita e completa a conexão entre este conceito e uma forma institucional específica (forma institucional que corresponde à dominância dos bancos sobre a indústria). Assim, sugerimos que o conceito de capital financeiro sustenta uma articulação entre, de um lado, o desenvolvimento do mercado financeiro e as diversas formas de crédito, e de outro lado, as mudanças na estrutura e organização industrial (PAULA *et al.*, 2001 p. 8, tradução nossa)²².

Para os autores supracitados, que reforçam a atualidade da abordagem de Hilferding, a compreensão da essência de seu conceito de capital financeiro e as ilações dela derivadas fornecem substratos importantes para o desenvolvimento teórico de abordagens heterodoxas contemporâneas, como a do novo regime de acumulação financeirizado²³ que vem sendo debatida neste trabalho.

Hilferding foi muito criticado por sua teoria do dinheiro, desenvolvida nos primeiros capítulos do livro. Possivelmente esta foi a parte de menor sucesso de sua obra e pouca atenção foi dada a ela. Em sua crítica, Schumpeter afirma ser esta “uma teoria bastante

morte de Engels, com quem escreveu o artigo “O socialismo jurídico”, foi o editor de “Teorias da mais-valia”, a partir dos manuscritos de Marx, obra conhecida como o quarto volume de “O capital”. Dirigiu também o periódico marxista *Die Neue Zeit* (BOTTOMORE, 1991, p. 280).

21 Harvey destaca que para Lenin o capital financeiro pode ser definido como “o capital bancário de alguns bancos monopolistas muito grandes, fundidos com o capital das associações monopolistas dos industriais” (LENIN, apud HARVEY, 2013, p. 380).

22 We suggest that Hilferding’s approach has enough elements to support a theoretical reflection on finance capital without a strict and complete connection between this concept and a specific institutional form (the institutional form that corresponds to the dominance of the banks over industry). Hence, we suggest that the concept of finance capital supports an articulation between, on the one hand, the development of financial markets and the various forms of credit and, on the other hand, the changes in industrial structure and organization (PAULA *et al.*, 2001 p. 8).

23 “Chesnais e Sauviat (2000, p. 5), for example, suggest an interpretation of the present phase of capitalist development: a new “finance-dominated accumulation regime”. Among the distinctive characteristics of this new regime, they identify a transition from “setups where “finance is in support of industry” to ones where “industry is required to support finance”” (PAULA *et al.*, 2001 p.7).

antiquada” (BOTTOMORE, 1985, p. 13; PAULA *et al.* p. 7). Coutinho (2013, p. 7) acompanha a crítica de Schumpeter e acrescenta que esta poderia ser motivada por Hilferding “permanecer fiel à ideia de que a moeda-ouro é no limite imprescindível” e que este autor possui certa “fixação [...] na moeda-mercadoria e no ouro”. Afirma também que Hilferding “acredita que um sistema puro de moeda fiduciária seria impossível”, e toma como característica geral inculcada ao desenvolvimento do capitalismo “aquilo que é uma moldura histórica determinada, qual seja, o padrão-ouro e, em especial, o padrão ouro-libra do início do século XX” (COUTINHO 2013, p. 10-11). Não há como negar tais críticas e essas devem ser observadas para um uso profícuo das ideias de Hilferding, tanto mais no cenário atual de desenvolvimento da moeda em nossa sociedade capitalista. Desde os anos 1970, não se observa quaisquer relações de lastro da moeda em ouro, aboliu-se o padrão-ouro e viu-se emergir justamente um sistema monetário internacional puramente fiduciário. Agora, o sistema monetário se encontra sob a hegemonia do dólar americano como moeda mundial, ao que se chama padrão-dólar puro ou padrão dólar-dólar. As críticas dirigidas à Hilferding neste aspecto cabem, em parte, também a Marx, o que não quer dizer que devem ser desconsideradas as contribuições marxianas sobre a teoria monetária, muito menos o atual debate marxista sobre o tema²⁴.

Desta forma, os problemas da abordagem de Hilferding da teoria marxista do dinheiro, “complexa e inconclusiva”, derivariam sobretudo de outros dois motivos, além do já destacado acima.

Um deles seria “a própria precocidade das elaborações teóricas de Hilferding” – um então jovem médico que se dedicava ao estudo da economia marxista – que publica seu primeiro texto de maior relevância aos 27 anos, em 1904,²⁵ e concluiu suas principais formulações presentes em *O capital financeiro* em 1906. Assim, constata-se a proximidade entre a publicação do Livro III d’*O Capital*, “com suas imensas complexidades e lacunas de finalização” e que “permanecia pouco debatido em 1904”, e os escritos Hilferding, no que encerra uma dificuldade adicional à elaboração da obra do último autor. Ainda assim, os estudos mencionados demonstram “uma leitura atenta da totalidade d’*O Capital*” (COUTINHO, 2013, p.7-8), bem como “sua familiaridade com as complexidades do sistema de Marx” (COUTINHO, 2013, p. p. 19).

O outro motivo se relaciona às “permanentes tentativas de aplicação, ou de combinação, entre teoria e análise de problemas monetários circunstanciais”, de modo que o autor teria se mantido preso à análises conjunturais datadas na passagem ao século XX, que prejudicam um desenvolvimento teórico mais robusto (COUTINHO, 2013, p. 7).

24 Para um debate atual da teoria monetária marxista ver: ROTTA, Tomas Nielsen e PAULANI, Leda Maria. A Teoria Monetária de Marx: Atualidade e Limites Frente ao Capitalismo Contemporâneo. *Economia*, Brasília(DF), v.10, n.3, p.609–633, set/dez 2009.

25 HILFERDING, R. (1904). Böhm-Bawerk’s Criticism of Marx. In: www.marxists.org/archive/hilferding/

Hilferding é acusado de ter tomado como lei geral sobre as funções do capital bancário o caso específico da Áustria e Alemanha (PAULA *et al.*, 2001 p.7), além de ter entendido mal (mecanicamente) a questão da concorrência entre as unidades de capital em Marx, de modo que o movimento de atenuação e o virtual fim da concorrência com a emergência de um “capitalismo organizado”, preconizado por ele, não ocorreu.

Em primeiro lugar, a suposição de subordinação das empresas industriais aos bancos descreveria, na melhor das hipóteses, o padrão histórico alemão [...]Em segundo lugar, a redução da concorrência entre as unidades industriais e a emergência de um capitalismo organizado, uma decorrência necessária da preponderância dos bancos, foi algo que não ocorreu (COUTINHO, 2013, p. 12).

Com base nestes argumentos, Coutinho conclui por uma crítica contundente ao próprio conceito de capital financeiro do Hilferding:

Desse modo, o conceito de capital financeiro de Hilferding, ao envolver dominância bancária e mitigação da concorrência interindustrial, seria pouco acurado do ponto de vista histórico, bem como frágil, do ponto de vista teórico (COUTINHO, 2013, p. 12).

É também contestada sua abordagem das crises no sistema capitalista (PAULA *et al.*, 2001 p.7). Segundo Harvey (2013, p. 382), Hilferding “apela para uma versão particular da teoria das crises de Marx”.

O desenvolvimento teórico do autor em sua análise do capitalismo moderno, à sua época, e da própria forma assumida pelo capital financeiro, tal qual ele passa a conceituar, tem como base as transformações consequentes da concentração de capital no âmbito da concorrência intercapitalista. Assim, esclarece o autor já no prefácio de sua obra:

Os traços mais característicos do capitalismo “moderno” são constituídos pelos processos de concentração que aparecem, por um lado, na “abolição da livre-concorrência”, mediante a formação de carteis e trustes, e, por outro lado, numa relação cada vez mais intrínseca entre capital bancário e capital industrial. É através desta relação que o capital vai assumir a forma de capital financeiro, sua forma mais elevada e abstrata [...] (HILFERDING, 1985, p. 27).

O estreitamento entre capital bancário e capital industrial, com dominância do primeiro, é questão central no conceito de capital financeiro de Hilferding. O autor parte da análise marxiana da organização da grande indústria sob a ainda recente forma de *sociedade anônima* (ou sociedade por ações) para suas formulações deste conceito, que “pressupõem convergência e fusão entre capital bancário e industrial, com predomínio dos negócios bancários” (COUTINHO, 2013, p. 17). É esta nova forma assumida pela propriedade capitalista, e sua intrínseca relação com os bancos, que proporciona os meios da emergência do capital financeiro, uma vez que propicia a aplicação de montantes cada vez maiores do capital bancário na indústria, do que decorrem mudanças significativas na natureza da relação entre capital bancário (na sua forma de capital monetário, forma dinheiro) e produtivo.

A dependência da indústria com relação aos bancos é, portanto, consequência das relações de propriedade. Uma porção cada vez maior do capital da indústria não pertence aos industriais que o aplicam. Dispõem do capital somente mediante ao banco, que perante eles representam o proprietário. Por outro lado, o banco deve imobilizar uma parte cada vez maior de seus capitais. Torna-se, assim, em proporções cada vez maiores, um capitalista industrial (HILFERDING, 1985, p. 219).

Nestes termos, Hilferding define assim o capital financeiro:

O capital financeiro significa a uniformização do capital. Os setores do capital industrial, comercial e bancário antes separados encontram-se agora sobre a direção comum das altas finanças, na qual estão reunidos, em estreita união pessoal, os senhores da indústria e dos bancos. (HILFERDING, 1985, p. 283).

Vejamos mais de perto o caminho tomado por Hilferding na exegese da formação capital financeiro para que possamos compreender não apenas que o capital monetário se transmuta em capital produtivo, mas, senão, a forma como isso se dá e como resulta na formação de capital fictício, no que encontra-se o essencial (HILFERDING, 1985, p. 116).

Para Hilferding os bancos vão historicamente ganhando relevância e assumem a função do crédito comercial, passando a exercer dominância no sistema capitalista.

Em resumo, os créditos bancários vêm a substituir o crédito do comércio, apoiando-se na imensa capacidade dos bancos em oferecer garantias. Temos aqui a transformação e a reafirmação dos bancos, uma instituição econômica antiga que adquire funções e dimensões totalmente novas. Para Hilferding, o capitalismo tende a se transformar em capitalismo bancário. Abre-se espaço para um novo enfoque a respeito da centralização de capitais e do gigantismo das unidades de capital (COUTINHO, 2013, p. 11-2).

Hilferding entende que o crédito de circulação, do capital mercantil, apenas substitui o dinheiro, cria, pois, a moeda fiduciária, mas não há nem transferência de capital monetário entre os capitalistas nem de outra classe social (improdutiva) aos capitalistas. Nesta relação “nenhum novo capital é colocado à disposição do capitalista” (HILFERDING, 1985, p. 91), apenas concede ao capital mercador a forma capital monetário. De outro lado, “o crédito que converte qualquer tipo de dinheiro ocioso [...] em capital monetário ativo pode ser chamado de crédito de capital (ou de investimento)”, pois se transforma em capital produtivo para quem o usa (HILFERDING, 1985, p.90). Diferentemente do crédito de circulação, o crédito de capital não poupa os custos de circulação, não cria dinheiro, “mas amplia a função do capital produtivo com fundamento na mesma base monetária” (HILFERDING, 1985, p 91), transforma capital monetário ocioso em ativo, em capital produtivo, pois só assim conserva o seu valor. Aos bancos cabe a função de reunir todo capital ocioso e o distribui-lo produtivamente. Com a evolução do sistema bancário, o crédito bancário passa a substituir o comercial. Assim, dada a capacidade imensamente maior dos bancos de conceder crédito, “os bancos transformam-se em instituições capazes de conceder às empresas industriais crédito de capital” (COUTINHO, 2013, p. 17).

Aqui vale lembrar outra crítica recorrente a Hilferding relacionada à análise da relação entre o dinheiro e crédito. Harvey destaca que o autor comete o equívoco de dar

pouca atenção às contradições entre o dinheiro como medida de valor e como meio de circulação, apontadas por Marx ainda no Livro I de *O capital*, antes de passar ao acirramento destas contradições quando o dinheiro circula como capital. Mesmo que Hilferding trate das contradições entre o sistema financeiro (ou crédito, em Marx) e sua base monetária, referenciando Marx, este debate se encontra insuficiente na principal obra do autor austríaco. Neste sentido é que estaria a crítica de Brunhoff a Hilferding, que afirmou ter este construído uma “teoria financeira do fenômeno monetário”, enquanto mais correto seria ter acompanhado a “teoria monetária das finanças” de Marx (HARVEY, 2013, p. 382). Por não fazer tais considerações, Hilferding teria passado de maneira desatenta da teoria do dinheiro às relações entre este e a função do crédito nas sociedades capitalistas. Coutinho (2013, p. 7) também destaca a crítica de Brunhoff:

Comentadores marxistas mais recentes, em particular Brunhoff (BRUNHOFF, 1967; BRUNHOFF, 1971), também criticam o fato de Hilferding haver superposto moeda e crédito capitalista. De acordo com Brunhoff, é indevido passar, sem as necessárias mediações, da função geral da moeda como meio de pagamento ao crédito capitalista moderno e à moeda de crédito. Hilferding teria inserido características capitalistas imediatamente na análise do dinheiro, enquanto o mais pertinente teria sido distinguir o plano da mercadoria (e o dinheiro como simples meio de circulação) – a análise do dinheiro do Livro I de *O Capital* –, do plano do capital e da circulação capitalista.

Em paralelo à análise do papel desempenhado pelos bancos, Hilferding empreende sua análise das sociedades anônimas, e desta forma o autor passa a descrever uma relação de crescente interdependência entre os bancos e a indústria, de ampla intensificação desta relação, identificando a predominância bancária na evolução do capitalismo sob a tendência à concentração e monopolização.

A par da imensa capacidade de concessão de crédito, os bancos convertem-se nas instituições por excelência de “fundação” de sociedades por ações e, portanto, de domínio sobre elas. Além disso, passam a comandar as bolsas, influenciando as cotações das ações. Assumem atividades de emissão e especulação, têm a capacidade de auferir lucros com capitais alheios (depósitos), tendem a absorver e centralizar o capital monetário disponível na sociedade. Enfim, tornam-se ponto de convergência de todos os recursos livres dispersos na economia, centralizam o crédito e a especulação (COUTINHO, 2013, p. 17).

Hilferding parte de Marx para aprofundar o estudo das sociedades por ações, que tem como ponto alto a identificação de uma nova categoria econômica geral, que ele chamará de lucro do fundador.

Para isso, tendo como pano de fundo o argumento da concentração e centralização de capital propiciada pela emergência das sociedades por ação, aponta como “diferença objetiva” desta nova forma de organização societária e antiga forma de empresa individual, o acesso “a um mercado de capital monetário indistinto”, que teria por consequência a “constituição de unidades capital gigantes” (COUTINHO, 2013, p. 13). Destaca, também, as consequências da concentração de grandes unidades de capital sobre a produtividade e a

concorrência, bem como as implicações da dissociação entre propriedade e comando que decorrem do predomínio das sociedades anônimas.

Coutinho (2013, p. 13) salienta que, para o autor ora debatido, podem ser evidenciadas três consequências principais na dinâmica concorrencial decorrentes da centralização e concentração propiciada pela generalização da forma acionária da propriedade capitalista.

Assim, a primeira seria o aumento da produtividade destas unidades e as vantagens concorrenciais disto decorrente, pela escala que atingem e/ou pelo maior acesso às inovações.

A segunda consequência seria que, pelas “relações especiais” das sociedades anônimas com os bancos, aquelas empresas teriam “acesso facilitado ao crédito”.

Páginas antes, Hilferding destaca que, com o intuito de controlar as aplicações do crédito concedido às sociedades anônimas e, assim, mantê-las sob o domínio bancário, põe-se como estratégia a permanente fiscalização pela participação dos representantes do capital bancário nos conselhos fiscais destas empresas. Deste modo, “a função de supervisão/controle dos bancos sobre o capital industrial é potencializada pela participação dos banqueiros nos conselhos e mesmo no comando das empresas não bancárias” (COUTINHO, 2013, p. 13). Noutras palavras, os bancos, como forma de garantir seus interesses enquanto prestador – e também investidor, já que segundo Hilferding estes poderão também investir parte de seu capital monetário nas sociedades anônimas – lançam como estratégia possuir representação nos conselhos fiscais. Os bancos buscarão, ainda, para “diminuir o risco e ampliar sua esfera comercial”, manter essa relação “com o maior número possível de sociedades anônimas”, participando conseqüentemente dos conselhos fiscais destas empresas (HILFERDING, 1985, p.124-5). Aqui reside um ponto interessante da contribuição do autor para o estudo contemporâneo do capital financeiro e dos grandes grupos econômicos, se não nos restringirmos à forma institucional tratada por Hilferding, como adverte Paula *et al.* (2001). A observação das estreitas relações entre a composição dos conselhos deliberativos das grandes corporações, além da composição acionária destas empresas, com a articulação dos interesses dos representantes do capital financeiro (contemporaneamente deve ser destacado o papel dos fundos de investimento, em um paralelo aos bancos à época de Hilferding) por certo nos permitirá chegar a conclusões próximas às de Hilferding. Conforme tentaremos argumentar nesta dissertação, a estratégia mencionada acima é um dos instrumentos da dominação financeira contemporânea, inclusive no setor imobiliário. Com isso, o capital financeiro pode impor seu tempo e condições de reprodução (padrões de rentabilidade, de liquidez e mobilidade) e interferir na estrutura de poder não só de uma empresa, mas no próprio mercado imobiliário. Assim, seja pela participação nos conselhos gestores ou ainda que somente pela

participação acionária (mesmo que minoritária), o capital financeiro se torna importante centro decisório do setor imobiliário, gerando impactos sobre os produtos destas empresas e, portanto, na construção do espaço urbano. É neste sentido que Fix (2011), ao analisar as grandes empresas do setor imobiliário e o recente processo de abertura de capital destas empresas, com o conseqüente avanço do capital financeiro sobre o setor, aduz:

Alguns gestores compõem uma carteira com fundos de várias empresas, como se criassem uma “empresa fictícia”, na expressão de um financista. Sobrepõem assim à gestão da empresa uma segunda administração, comandada pelo capital financeiro. A tendência é de ampliação da lógica de curto prazo, característica da dominância financeira, porém com conseqüências duradouras na paisagem urbana (FIX, 2011, p. 221).

Por fim, a terceira conseqüência seria a conversão do acionista em capitalista monetário, já apontada por Marx, “mas são inovadoras as conclusões de Hilferding, tendo como referência a individualização dos dividendos como uma forma específica de rendimentos” (COUTINHO, 2013, p. 13). Os dividendos seriam remunerados com referência a taxa de juros de mercado. Ao tomá-los com uma categoria específica, o autor fornece elementos para que sejam compreendidas uma série de questões que relacionam o capital fictício e o capital real (PAULA *et al.* 2001, p. 19)²⁶.

Coutinho (2013, p. 14) ressalta que neste ponto emerge uma questão importante na obra analisada, pois o capital acionário é equiparado ao capital portador de juros, com um significado duplo: o acionista se torna “proprietário de um título comum de renda, a ser transacionado em um mercado específico, a bolsa de valores”; e a constatação do lucro do fundador, que surge da diferença entre o lucro efetivo da empresa e os dividendos pagos a juros de mercado.

Vejamos com mais vagar a conformação do lucro do fundador, pois que, além de centralidade de tal categoria analítica no desenvolvimento teórico da obra, contribui sobremaneira para a compreensão do processo de formação de capital fictício.

Para que o acionista figure como um capitalista monetário é “imperioso” que ele possa reaver seu capital sob esta forma, “a qualquer momento”, e a bolsa é que proporciona isso. Ocorre que, quando adquire uma ação seu capital fica preso à empresa e passa a ser usado como capital produtivo (“aplicado na aquisição das maquinas, de matéria-prima, no pagamento dos trabalhadores etc.”), não tendo o acionista direito sobre ele, estando este fora de seu alcance (Hilferding, 1985, p. 112-3). No entanto, o título acionário lhe dá direito

²⁶ The dividend, as a distinct economic category provides several links between the fictitious and the real capital. First, profits reflect the performance of a firm, and profits are the basic source of a dividend, thus higher dividends are a sign of a firm’s good economic conditions (and dividends are the income that shares as titles deliver). Second, dividends define the value of a share (as any other capitalization title): therefore, the real conditions of the firm define its value in the stock exchange, or, in other words, the real economy defines the value of fictitious capital. Third, the dividends (as a deduction of the firms profits) define the retained profit available to new investments for a firm, which in turn sets boundaries for the firm’s growth. Fourth, the value of the stocks (consequence of the dividends, as seen) offers multiple alternatives for a stock-rich firm: acquisitions can be and are made by stock offerings (PAULA *et al.* 2001, p.19).

sobre os rendimentos do capital investido à taxa de juros, já que toda soma de dinheiro em uma sociedade capitalista está investida desta propriedade, o que acontece pelo princípio da capitalização, já comentado anteriormente, descrito por Marx e seguido por Hilferding (1985, p. 113).

O valor deste título, ou preço da ação, apura-se como o valor de qualquer outro título de renda: pela capitalização de um fluxo de rendas. A particularidade reside na taxa de capitalização considerada, que é a taxa de juros de mercado (COUTINHO, 2013, p. 14).

Assim, o rendimento do acionista não está de fato determinado pela sua quota parte de capital que fora investido produtivamente, preso à empresa, que o remuneraria ao nível do lucro industrial. Pela concorrência do capital monetário a ser colocado na sociedade anônima, a taxa de remuneração do dividendo, a taxa de capitalização, é a taxa de juros do mercado. Noutras palavras, a concorrência entre os ofertantes de capital monetário, reduz o rendimento dos acionistas do lucro industrial médio à taxa de juros média, à taxa dos investimentos mais seguros de juro fixo, adicionado a um prêmio de risco, por investir em ações e não nestes outros papeis (PAULA *et al.*, 2001, p. 18-9; COUTINHO, 2013, p. 14; HILFERDING, 1985, p. 112-5). Da diferença entre o rendimento a juros médio e a remuneração ao lucro médio surge o lucro do fundador. Ou seja, o lucro do fundador vem da diferença entre a remuneração do capital produtor de lucros, preso (“fixado”) na empresa, à taxa média de lucro, e do rendimento do capital portador de juros pago à taxa média de juros (somado ao prêmio por investir em ações, e não em títulos mais seguros).

Assim, o lucro do fundador se origina da diferença “entre o capital que produz a taxa de lucro médio e o capital que rende o juro médio. É essa diferença que aparece como “lucro do fundador”, uma fonte de lucro que tem sua origem somente na transformação do capital produtor de lucro em capital que rende juros” (HILFERDING, 1985, p. 115). Cabe lembrar que o sentido dado pelo conceito de lucro do fundador não se limita somente à fundação de uma nova sociedade anônima. Seu sentido econômico, enquanto uma categoria analítica, poderia ser verificado também sempre que há “ampliação do capital das sociedades anônimas existentes, contanto que seu rendimento produza mais que os simples juros” (HILFERDING, 1985, p. 132).

Novamente, Coutinho (2013, p. 15-7) dirige uma crítica a Hilferding. Questiona o lucro do fundador enquanto uma categoria geral, “capaz de combinar existência histórica e consistência analítica”, e aponta como fundamento, entre outros aspectos, a necessária pressuposição de abundância de capital monetário para investimento em ações (“oferta abundante de capitais de empréstimo e hierarquia de riscos”). Sendo outro o cenário (o contrário, as empresas buscando o pouco capital monetário disponível no mercado), não

seria possível a formação do lucro do fundador, podendo a remuneração do acionista ser igual ao rendimento interno das empresas.

Se assim for, o lucro do fundador não pode ser considerado uma categoria geral, advinda da mera transformação da empresa individual em sociedade por ações; ao contrário, sua *rationale* implica uma situação caracterizada por imperfeições de mercado bem definidas, quais sejam, excesso de capitais de empréstimo, baixa competição das empresas pelos recursos disponíveis, possibilidade de os acionistas dominantes se apropriarem de uma forma de remuneração à qual os acionistas meramente rentistas não têm acesso (COUTINHO, 2013, p. 16).

Para Hilferding, a bolsa de valores exerce um papel importante no processo de geração de capital fictício. No mercado de ações, o dinheiro (que compra as ações) é definitivamente abandonado (ou a forma dinheiro é abandonada), não retorna ao mercado monetário, ao seu ponto de partida, passando à mão do produtor, que o empenha em capital constante e variável – e nestas formas repousam agora o seu valor, “seu valor existe agora nos elementos do capital produtivo”. Ocorre que as ações não representam aquele dinheiro que agora se encontra sob a forma de capital produtivo, “pois os proprietários de ações não têm direito a parte alguma do capital produtivo, mas apenas ao rendimento”, ou seja, no lugar do dinheiro há um título de propriedade capitalizado que garante juros. E ainda, a ação também “não representa nenhum valor de uso concreto, mas apenas dá direito a uma quantia de dinheiro. Tem-se, deste modo, a transformação de capital monetário em produtivo, mas mantendo a forma monetária aos proprietários das ações (o que é propiciado pelas bolsas de valores, no que é importante sua magnitude), cujo capital passa a se valorizar como capital fictício, posto que sua valorização não se fundamenta no processo de produção (extração de mais-valia), é valorização do capital sem base real. Isso é propiciado pela “mobilização” do capital”, que é a própria formação de capital fictício (HILFERDING, 1985, p. 135, p. 145). Assim, dá-se “ao capital industrial a forma de capital fictício”, e é a bolsa de valores que desempenham a função de atribuir “o caráter de capital monetário ao capital industrial, mediante a transformação em capital fictício” (HILFERDING, 1985, p. 145). Além disso, cabe ressaltar que “a mobilização do capital abre, para os bancos, uma nova esfera para sua atividade: a emissão e a especulação” (HILFERDING, 1985, p. 169).

Na bolsa de valores, realizam-se transações de papéis de crédito; essas transações desempenham a função de mobilização de capital. Na venda das ações, consuma-se, para o capitalista individual, a retransformação do capital fictício (que por seu lado já se havia transformado em capital industrial) em capital monetário (HILFERDING, 1985, p. 153).

É somente o mercado bursátil que possibilita ao acionista receber os dividendos, como foi descrito, e poder reaver seu capital sob a forma de capital monetário, gerando neste processo, como se viu, capital fictício.

A esfera da verdadeira atividade da bolsa é o mercado de títulos de ou o capital fictício. Tem lugar aqui, de imediato, o investimento do dinheiro como capital

monetário que deve transformar-se em capital produtivo (HILFERDING, 1985, p. 138).

Retomamos, então, a definição dada por Hilferding ao objeto central dessa argumentação.

Chamo de capital financeiro o capital bancário, portanto o capital em forma de dinheiro que, desse modo, é na realidade transformado em capital industrial. Mantém sempre a forma de dinheiro ante os proprietários, é aplicado por eles em forma de capital monetário – de capital rendoso – e sempre pode ser retirado por eles em forma de dinheiro [...] Uma parte cada vez maior do capital empregado na indústria é capital financeiro, capital à disposição dos bancos [que é utilizado] pelos industriais (HILFERDING, 1985, p. 219).

Ante a esta exposição, acreditamos ter sido possível compreender o que há de essencial no conceito de capital financeiro de Hilferding, que parte da “conversão do capital monetário em capital industrial [...] permitindo ao capital monetário tornar-se capital fictício, conservando, ao mesmo tempo, para seus proprietários, a aparência de capital monetário” (HILFERDING, 1985, p.116).

Partimos de Hilferding para iniciar o debate em torno do qual concluiremos pela definição do capital financeiro adotada aqui. Propomos uma leitura atual e compreensiva do capital financeiro em Hilferding, tomando cuidado de não nos prendermos a uma análise anacrônica do mesmo. Assim, corroboramos com a interpretação de Paula *et al.* (2001, p. 25), que afirma que Hilferding deve nos auxiliar na compreensão da dinâmica da evolução da esfera financeira, contemplando novas formas de arranjos entre as grandes corporações, os bancos, o mercado financeiro e o capital produtivo. Devemos compreender também que a mobilização de capital, enquanto criação de capital fictício, tendo na bolsa de valores o *locus* privilegiado ao proporcionar a especulação, passa a ser a força motriz da acumulação de capital.

Outro autor de destaque no debate sobre o capital financeiro é o inglês John Atkinson Hobson, contemporâneo de Hilferding, que, assim como último, é muito citado em referência à teoria do imperialismo, além de também ter sido influente na obra de Lenin.

Para Tavares (1996, p. 14), Hobson fornece uma análise mais rica do capital financeiro se comparado à Hilferding, isso porque seus estudos empregam uma visão mais compreensiva e amplia seu campo de estudo a outros sistemas financeiros, mais desenvolvidos à época que o alemão, foco da análise de Hilferding, com destaque para os casos inglês e americano. Assim, Hobson teria sido capaz de desenvolver melhor o entendimento do papel do “financista” moderno e da noção de ganho do fundador, por exemplo.

Se as análises dos dois autores comentados convergem ao designar o capital financeiro a partir da ideia de fusão de interesses e imbricação do capital industrial e bancário, com a dominação do último, e daí passando ao desenvolvimento do “grande

capital monopolista”, Tavares (1996) aponta que a distinção entre as duas abordagens está na própria natureza do capital financeiro:

A principal diferença reside na natureza do conceito de “capital financeiro”. Este corresponde em Hilferding a uma visão da “totalidade orgânica” do grande capital, enquanto Hobson realiza uma operação mais complexa de decomposição e efetiva também uma transposição. Em vez do conceito globalizante de “capital financeiro”, identifica uma classe especial de capitalistas financeiros (e não-rentistas como em Keynes, ou meros especuladores) que exerce uma dominação financeira sobre a indústria capitalista (TAVARES, 1996, p. 14).

A diferença entre os dois autores deve ser compreendida, segundo Tavares (1996) através do papel de dominação desempenhado pela classe dos financistas, pois esta seria uma relação de dominação funcional (Hobson) e não orgânica (Hilferding).

Hobson tinha em vista uma relação interna de dominação que se tornaria geral mas não orgânica. Ele fala em solidariedade de interesses financeiros da comunidade de negócios, mas não a considera completa: em muitos casos ela representa uma aliança, informal e temporária, não uma *fusão* [...] O destino interno do monopolismo do capital financeiro é tornar-se parasita [...]em Hobson a supremacia do grande capital americano não decorre da forma de dominação externa da classe financeira, senão das características de sua dominação interna e sobretudo do potencial expansivo do grande capital, incapaz de ser contido, dada a tendência à sobreacumulação, nos limites das fronteiras nacionais de um país, por maior que seja o seu mercado. (TAVARES, 1996, p. 14-5).

Chesnais destaca da abordagem de Hilferding tanto a concepção do capital financeiro como a união dos proprietários dos capitais industrial, comercial e bancário, sob o comando do último, ou seja, a associação de diferentes setores do capital, quanto um entendimento de que o sentido desta união dos capitais implica em novo modo de circulação do capital propiciado pela centralização de formas parciais de capital sob a forma dinheiro, que implica na dominação modo de valorização financeiro, ou do movimento D-D' (LAPYDA, 2011, p. 69). Assim, partindo de Hilferding, Chesnais propõe que, para a definição do capital financeiro atual, seria importante perceber o movimento de transformação do capital monetário em industrial também no sentido contrário, em que o capital industrial também se torna financeiro, em busca de se valorizar como capital fictício. Segundo Lapyda (2011, p. 97), Chesnais propõe a atualização do conceito de Hilferding, no sentido de mostrar novas formas daquela relação de fusão entre o capital bancário e o industrial ainda não existentes no início do século XX. Deste modo, ao descrever o capital financeiro, deve-se estar atento à “financeirização dos grupos (“grupos financeiros com dominância industrial”) e a entrada de fundos de investimento e de pensão, companhias de seguro, etc. no capital dos grandes grupos (internalização da exterioridade da finança)”.

Fica claro na abordagem de Chesnais sua preocupação em não se manter preso às formas institucionais tratadas por Hilferding, já que o autor francês identifica justamente na ascensão de novos investidores institucionais, como os fundos de pensão e de investimento, que concentram grandes massas de poupança, os novos atores que desempenham o papel

de dominação do capital financeiro antes desempenhado somente pelos bancos. Para ele, este processo é um dos principais traços do atual regime de acumulação financeirizado.

O traço novo, o mais saliente, de consequências decisivas, da reconstituição de um capital de aplicação altamente concentrado, foi a perda de proeminência dos bancos – que eram praticamente um monopólio em certos países – em benefício dos fundos de pensão e dos *Mutual Funds*, na centralização e na valorização de dinheiro em busca de aplicação (CHESNAIS *apud* NAKATANI; MARQUES, 2009, p. 13).

Desde o desenvolvimento das sociedades por ações até as formas mais recentes de organização do capital financeiro, seu caráter de dominação se potencializa e tornam-se mais complexas a relação entre este e o capital produtivo, pois que se imbricam estes capitais de tal maneira que torna-se mais difícil a distinção entre estas frações do capital. Na realidade é propriamente nesta junção que reside a essência do capital financeiro.

Porém, é preciso destacar que disso não se pode concluir pela eliminação das distinções entre um capital que em seu processo de valorização o faz produtivamente, donde vem sua remuneração pelo lucro, e o capital que se valoriza como capital fictício, que mantém sua forma monetária e se valoriza pela punção de mais-valia, e obtém sua remuneração pelo juro.

Braga (2000, p. 198), em consonância com as teses apresentadas até aqui, ressalta que o capital em seu movimento de valorização possui a “propriedade de colocar-se sob múltiplas formas com a finalidade de valorizar-se”. E neste processo, o capital “pode estar se expressando operacionalmente em atividades comerciais, industriais e atividades financeiras propriamente ditas, simultaneamente articuladas e estrategicamente comandadas pelas grandes corporações capitalistas” (PAIVA, 2007, p. 44), de modo que, na condução habitual da atividade econômica, as dimensões produtiva e financeira estão conectadas de maneira indissolúvel. O capital financeiro está posto a se valorizar concomitantemente nas dimensões financeira e produtiva.

A definição do capital financeiro em Braga (2000, p. 209) está consubstanciada na “fusão das diferentes formas de riqueza ou, genericamente, a fusão da forma lucro com a forma juros”. Em outra passagem, Braga define assim o capital financeiro:

Em consonância, o capital financeiro “moderno” vem sendo constituído como a fusão da forma juro com a forma lucro em busca da realização, portanto, de ganhos operacionais bem como financeiro-patrimoniais. Ele é encarnado, com este propósito, no interior das próprias corporações tanto quanto pelos bancos e demais organizações financeiras cujos lucros gerais, ainda que tendo componentes fictícios, são efetivados pelas moedas privadas e públicas [...] (BRAGA, 2000, p. 276).

Ainda que concordemos com as principais caracterizações do capital financeiro e da financeirização deste autor, a definição supracitada nos parece possuir uma imprecisão e, assim, não a subscrevemos inteiramente. Tal imprecisão nos parece advir de que, se entendemos que o capital financeiro pode ser definido pela fusão entre capital monetário e capital produtivo, que passa a se valorizar tanto na esfera financeira quanto produtiva, não

podemos daí concluir pela unificação entre as *formas* de remuneração de cada uma das frações do capital, pois a distinção entre elas, que continua a existir, não nos permite propor a *fusão das formas lucro e forma juros*, com o surgimento de outra forma, ou categoria *sui generis*, como a tese de Braga parece sugerir.

Por fim, ante ao debatido até aqui, adotamos uma concepção do capital financeiro que contempla a noção de imbricação entre o capital monetário – que é investido como capital portador de juros, que tem sua forma de valorização como capital fictício, remunerado a juros, pela punção de mais-valia – e o capital produtivo – que se valoriza no processo de produção, remunerado pelo lucro, pela extração de mais-valia. Seguimos, por isso, Hilferding na caracterização do capital financeiro enquanto o capital fictício gerado na transformação do capital monetário em capital produtivo, mantendo porém, simultaneamente, sua aparente forma monetária ao seu possuidor. Destacamos o sentido dialético deste processo consubstanciado na ideia da simultaneidade (Hilferding usa a expressão “ao mesmo tempo”), em que o capital monetário se metamorfoseia em capital produtivo, mas mantém sua forma monetária e se valoriza como capital fictício.

Assim, seguimos Marx, uma vez que se encontra nele o fundamento teórico do processo de valorização do capital portador de juros, e Hilferding, ao imprimir ao próprio conceito de capital financeiro a noção de dominação ao capital produtivo. Isso posto, por conseguinte, entendemos por financeirização um momento historicamente construído, com configurações econômicas, políticas e sociais específicas – ou seja, um regime de acumulação e um modo de regulação singular – em que o capital financeiro assume uma magnitude tal que se torna capaz de dominar o processo de acumulação ampliada do capital, e nestes termos temos como referência Chesnais.

2.2 Apontamentos históricos da emergência do regime de acumulação financeirizado

Uma vez definida a financeirização como um processo formado historicamente, é preciso destacar alguns dos acontecimentos, ou datas-chave nos termos de Boyer (1990, p. 101), que incidem de maneira relevante neste processo, o que faremos brevemente a seguir.

Na escala mundial, o movimento de ascensão de um novo regime de acumulação financeirizado se fortalece após a derrocada do acordo de Bretton Woods, rompido unilateralmente pelo governo estadunidense do presidente Nixon no início da década de 1970, passando, então, a vigorar um sistema de taxas de câmbio flutuante. Conforme destacado por Chesnais (2002), e já mencionado acima, os EUA são o epicentro da emergência do regime de acumulação financeirizado.

Após um período de grandes instabilidades econômica e políticas, decorrentes da crise de 1929 e ainda assistindo ao fim da II Guerra Mundial, os acordos estabelecidos em Bretton Woods no ano de 1944 tinham como um de seus principais motes promover a estabilidade econômica e financeira mundial. Para isso, e com o objetivo de alavancar o comércio internacional e controlar o fluxo internacional de capitais, foi proposto a criação de instituições supranacionais como o Fundo Monetário Internacional (FMI) – este com grande poder de controle da saúde fiscal e monetária dos países –, o Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD) e aquela que viria a se tornar mais tarde a Organização Mundial do Comércio (OMC). Em Bretton Woods, ficaria estabelecido que o dólar seria lastreado em ouro a uma taxa fixa de conversibilidade, e as demais moedas manteriam também uma taxa de câmbio fixa em relação ao dólar, ou seja, ficou instituído o padrão ouro-dólar em oposição ao padrão ouro-libra vigente até então. Este foi um passo primordial da consolidação da hegemonia monetária e financeira, e também política e militar, estadunidense.

O acordo de Bretton Woods foi fundamental para a institucionalização da hegemonia dos Estados Unidos no campo monetário e financeiro internacional, especialmente ao definir o ouro como lastro da moeda americana, dada a posição assimétrica dos EUA, que possuíam dois terços da reserva de ouro mundial (PAIVA, 2007, p.14).

Grosso modo, o período que se segue e vai até meados da década de 1970, apresenta um caráter eminentemente expansionista, já que no contexto do estabelecimento do acordo de Bretton Woods registra-se o aumento dos fluxos de comércio e investimentos diretos internacionais, propiciando grande crescimento global, inclusive em alguns países periféricos, com destaque para os países asiáticos de industrialização então recente²⁷ (CARNEIRO, 2002, p.30).

Ainda em meados dos anos 1960, o sistema baseado nos acordos de Bretton Woods “começa a evidenciar suas contradições e abalar a estabilidade e a prosperidade econômica instituída sob a *Pax Americana* nas relações internacionais” (PAIVA, 2007, p.22). Os EUA figuravam como emprestadores de última instância e garantidores da liquidez mundial. Porém, o excesso de dólar na economia, em especial na Europa, que permanecia artificialmente valorizado, os déficits crônicos no balanço de pagamentos americano que garantiram o sucesso sistema econômico mundial até então, além dos levados gastos militares (a Guerra do Vietnã é um exemplo), foram alguns dos motivos que forçaram o governo estadunidense a adotar uma política monetária expansionista, que por sua vez resultou em um processo inflacionário no fim dos anos 1970 e crescente instabilidade no

²⁷ É preciso lembrar das motivações geopolíticas estadunidense de apoio a esses países no pós-guerra, como Coréia do Sul, Taiwan e também do Japão, ao que se chamou de “desenvolvimento a convite” (TAVARES; BELLUZZO, 2004, p. 124)

sistema financeiro internacional. Em consequência deste cenário é que se dá o rompimento americano com as bases dos acordos de Bretton Woods.

Diante do agravamento da crise do dólar e da relutância das principais autoridades monetárias europeias em intervir nos mercados de câmbio em defesa da paridade cambial, o presidente dos Estados Unidos, Richard Nixon, anunciou em 15 de agosto de 1971 o rompimento unilateral com o lastro do dólar firmado no acordo de Bretton Woods, o que significava a suspensão da conversibilidade do dólar a uma taxa fixa com o ouro. Além disso, impôs uma sobretaxa de 10% sobre a importação de mercadorias para pressionar os demais países a valorizarem suas moedas (PAIVA, 2007, p.25).

Em seguida, dá-se a reversão de sua política monetária, objetivando a desvalorização do dólar, como postulado na assinatura do Acordo Smithsoniano (1971). Gera-se um momento de grande instabilidade monetária e especulação cambial não só com a moeda americana, com aumento significativo da inflação em nível mundial e queda no crescimento dos países centrais, fazendo ruir os efeitos do acordo mencionado e rompendo-se definitivamente com qualquer política de manutenção de taxas cambiais fixas em 1973 (PAIVA, 2007, p. 26-7).

A situação econômica estadunidense se deteriora neste período, de modo que o dólar passa a enfrentar uma forte desvalorização no decorrer dos anos 1970, se enfraquece como moeda mundial nas transações internacionais e a inflação americana permanece alta e crescente durante toda década. Apesar das tentativas do governo americano em conter a desvalorização de sua moeda, estas são insuficientes para controlar o excesso de dólar no mercado, chegando a ser posta dúvida “o papel do dólar como moeda hegemônica nas transações comerciais e como reserva de valor” (PAIVA, 2007, p.40). Transcorrem nesta década dois momentos de aumentos substanciais nos preços do petróleo, principal matriz energética mundial, conhecidos como “choque do petróleo” de 1973 e 1979, que aumentam o cenário de instabilidades.

Somente em 1979, quando abandona as negociações internacionais e implementa medidas como a elevação das taxas de redesconto dos bancos junto ao *Federal Reserve* (Fed) e um forte controle do crescimento da oferta monetária, torna-se possível controlar a desvalorização da moeda americana. Tem grande importância, somadas às essas medidas, o aumento significativo da taxa de juros reais nos EUA. Ainda assim, a inflação estadunidense se manteve alta nos primeiros anos da década de 1980, mas, posteriormente, após toda política recessiva e o arrocho comandado pelo Fed, e ajustes na restrição do crédito, a inflação passa a ser controlada em taxas menores (PAIVA,2007, p.41).

Ao impor a regeneração do papel do dólar como *standard* universal através de uma elevação sem precedentes das taxas de juros, em 1979, os EUA, além de deflagrarem uma crise de liquidez para os devedores do Terceiro Mundo, deram o derradeiro golpe nas pretensões de reformar a ordem monetária de Bretton Woods. Na verdade, neste momento — argumenta corretamente Michael Hudson, os EUA

estavam impondo aos detentores de excedentes em dólar o US Treasury Bill Standard, um padrão monetário cujos ativos líquidos de última instância passaram a ser os títulos de dívida do Tesouro americano ampliando o poder de *seignorage* da moeda americana (TAVARES; BELLUZZO, 2004, p. 125-6).

Por meio dessas medidas, ao que se chama de “diplomacia do dólar forte” (TAVARES; BELLUZZO, 2004, p. 130), a moeda americana passa a operar em alta nos anos 1980, com graves consequências para a economia mundial, com destaque para crise da dívida dos países em desenvolvimento, devedores nesta moeda.

O início dos anos 1980 é marcado por uma recessão econômica mundial em consequência da recessão americana. Nos EUA é sensível a queda das taxas de crescimento e as elevações nas taxas de desemprego, sendo em algumas regiões comparadas aos níveis observados na grande recessão de 1930 (PAIVA, 2007, p. 41).

Como ressalta Paiva (2007, p.42), paralelamente, o governo estadunidense do presidente Reagan aumenta os gastos públicos na indústria da guerra, e com isso o déficit fiscal, corta os gastos com o *welfare state*, realizando o que o autor chama de política keynesiana bastarda, que tem como resultando a distribuição de renda em favor dos mais ricos.

Essa política keynesiana associada à política monetária conservadora, contribuiu para a ampliação do duplo déficit americano - orçamentário e comercial -, cujos desdobramentos obrigavam os demais países a um forte ajuste reativo, ou seja, a um alinhamento à política macroeconômica americana (PAIVA, 2007, p.42).

Há, então, uma expressiva alta do dólar na primeira metade da década de 1980 frente às principais moedas. Disso resultou uma perda de competitividade comercial internacional e motivou a tomada de medidas protecionistas, e assinatura do acordo do Plaza²⁸, em 1985, que contou com a participação e “cooperação forçada” dos países do G-5 para uma desvalorização gradual do dólar.

Ainda que se encontre divergências na literatura sobre o tema, e alguns teóricos apontem para o declínio da hegemonia americana (ARRIGHI, 2008, p. 24), o fim de Bretton Woods deve ser visto como a reafirmação da hegemonia estadunidense (TAVARES; BELLUZZO, 2004, p. 113; PAIVA, 2007, p. 38).

Com a nova divisão internacional do trabalho, facilitada pelo deslocamento das filiais *multi-sourcing*, a economia nacional americana se vê forçada a ampliar o seu grau de abertura comercial e a gerar um déficit comercial crescente para acomodar a expansão comercial assimétrica dos países asiáticos produzida em grande parte pela expansão global do grande capital americano. Este movimento está na raiz da ruptura definitiva do sistema de Bretton Woods e da crescente liberalização financeira imposta pela potência hegemônica aos demais países a partir da década de 80 (TAVARES; BELLUZZO, 2004, p. 125).

²⁸ Tal acordo tem como principal objetivo a desvalorização gradual do dólar, e teve a participação de membros dos governos dos países do G-5 – EUA, França, Inglaterra, Alemanha Ocidental e Japão. O acordo ocorreu em reunião realizada no Hotel Plaza, em Nova York.

Desta maneira, sobretudo após os anos 1980, se observam mudanças na dinâmica da concorrência intercapitalista, com forte caráter patrimonial, ampliando a remuneração dos investimentos diretos internacionais “sem a contrapartida de criação de capacidade de gerar divisas”, e ainda aumentando o coeficiente de importação dos países periféricos. Como consequência, o que se notou foi o aumento do desequilíbrio no balanço de pagamentos desses países. Assim, a postura liberal adotada após o fim de Bretton Woods no que se refere à mobilidade de capitais, sobretudo de curto prazo, “implicou uma elevada volatilidade no financiamento à periferia e restrições à autonomia das políticas econômicas domésticas”, o que implica também em maior instabilidade macroeconômica. A própria autonomia da política econômica desses países fica sacrificada, pois, dada a condição subordinada dos países periféricos no sistema econômico global, que se caracteriza pela alta volatilidade de capitais, esses países são forçados a manter altas taxas de juros e contam com uma maior variabilidade de suas taxas de câmbio para manter a atratividade dos recursos internacionais. Não por acaso este cenário implica em um desenvolvimento econômico errático com recorrentes crises cambiais e financeiras nos países em desenvolvimento no período analisado (CARNEIRO, 2002, p.34-5).

Consideramos que a política econômica estadunidense e seus reflexos na economia mundial trazem os elementos que lançam as bases sobre as quais emergem o regime de acumulação financeirizado. É o que parece sugerir a argumentação de Paiva (2007, p.43) a partir de Tavares (1997):

Segundo Tavares (1997), a reafirmação da hegemonia americana no plano geoeconômico (diplomacia do dólar forte) e no plano geopolítico (diplomacia das armas), modificou profundamente o funcionamento e a hierarquia das relações internacionais a partir da década de 1980. Esse movimento de retomada da hegemonia econômica pelos Estados Unidos foi seguido pela consolidação de um padrão de acumulação de capital baseado predominantemente na financeirização.

Com este breve relato, pretende-se situar a emergência do regime de acumulação financeirizado na caracterização da dinâmica econômica mundial, mostrando como se dão as condições históricas de hipertrofia das finanças. É no fim da década de 1960 e a partir da década de 1970, simbolizado no fim dos acordos de Bretton Woods, que se observa a gênese de tal regime.

Com a ruptura sistêmica da década de 70, a "acumulação" de ativos financeiros ganhou na maioria dos países status permanente na gestão da riqueza capitalista e o rentismo se ampliou de forma generalizada. Aceleraram-se as mutações na composição da riqueza social do mundo capitalista e acentuaram-se as assimetrias de crescimento entre países e distribuição de renda interclasses (TAVARES; BELLUZZO, 2004, p. 126).

Assim, o período narrado é palco de transformações na dinâmica econômica global que propiciam a financeirização da economia na medida em que se institui um sistema de taxas de câmbio flexíveis, consolida-se o padrão-dólar, privilegia-se a mobilidade de capitais

quase irrestrita (volatilidade de capitais), consolida-se a liquidez como um paradigma e os ativos financeiros como sua materialização na gestão da riqueza mundial, suprime-se sensivelmente a autonomia das políticas econômicas domésticas e impõe-se a desregulamentação dos mercados financeiros nacionais. Disso resulta certamente uma ampliação do risco sistêmico, que a ocorrência de crises financeiras e monetárias cada vez mais frequentes parecem comprovar.

Nesse sentido, as transformações na dinâmica de acumulação de capital têm conduzido a uma nova ordem econômica, comandada vigorosamente pela hegemonia do sistema financeiro global, cuja natureza se expressa na centralização e concentração de capitais, na desregulamentação dos mercados domésticos, na liberalização financeira, no regime de taxas de câmbio flexíveis, na redução da autonomia dos Estados Nacionais em fazer a gestão das políticas macroeconômicas, na volatilidade de capitais e no risco sistêmico (PAIVA, 2007, p.43).

Chesnais (2002, p.2) sustenta a tese de que é nos anos 1980 que se assiste ao reaparecimento de um capital da aplicação financeira altamente concentrado, bem como um mercado sólido em que estes realizam suas operações, baseados sempre na busca por liquidez. Isso, em um contexto de internacionalização do capital que promove mudanças qualitativas na acumulação financeira. As inovações financeiras surgidas no período também nos parecem elemento fundamental na promoção deste movimento.

O marco histórico dessa transformação ocorreu nos anos 80, a partir da confluência de alguns fatores que já se encontravam em processo de mutação desde o final dos anos 60, dentre os quais podem ser mencionados: a consolidação de um padrão de acumulação financeirizado, o desenvolvimento de novos instrumentos financeiros e a formação de um circuito mundial de valorização patrimonial (PAIVA, 2007, p.137).

A inserção do Brasil no circuito global de valorização financeira se dá entre os anos 1970 e 1980, mas somente se consolida nos anos 1990 com a implementação das políticas neoliberais do governo Fernando Henrique Cardoso (1995-2002), e que, ao menos neste campo macroeconômico, têm sua continuidade nos governos seguintes do Partido dos Trabalhadores (Lula, 2003-2010, e Dilma, 2011 em diante). Ainda que com diferenças importantes, foi mantido o chamado tripé macroeconômico, composto pelo regime de câmbio flutuante, de metas inflacionárias e de superávit primário. Essa trajetória da economia nacional tem início no bojo das transformações macroeconômicas no plano mundial após o fim dos acordos de Bretton Woods, descritas acima.

Paulani (2013) faz uma retomada histórica da inserção da economia brasileira no processo mundial de acumulação, ressaltando o permanente quadro de dependência e subordinação desde os primórdios à atual fase. A autora postula uma periodização em cinco fases. A primeira se caracteriza pelo momento de expansão inicial do capitalismo nos países em que ele é originário, na qual o Brasil figura como “puro e simples objeto de espoliação” (de metais preciosos e matérias-primas) pelos países do centro, ainda baseado na lógica das relações entre metrópole e colônia. Na segunda fase, o país passa ser produtor de bens

primários com baixo valor agregado, em movimentos cíclicos (ciclo da cana, ciclo do café), que impulsionam a acumulação nos países centrais, onde se consolidava o processo de acumulação capitalista. Passados aproximadamente quatro séculos, o Brasil entra em sua terceira fase de inserção internacional, já em meados do século XX. Nesta fase, a economia nacional será caracterizada pela autora como destino de investimentos industriais dos países centrais, que já se escasseavam nestes centros, onde também já se apresentavam indícios de uma crise de sobreacumulação.

Finalmente, a inserção do Brasil no novo modelo de acumulação capitalista financeirizado mundial se dá nas quarta e quinta fases da periodização adotada pela autora, e é feita de forma passiva na primeira delas, para na fase seguinte ter uma inserção ativa (mas ainda assim subordinada).

Para o Brasil, ao processo determinado desde dentro, mas comandado pelo capital de fora, acrescenta-se agora a instalação da lógica financeira na cabine de comando do processo de acumulação em nível mundial (PAULANI, 2013, p.241).

Na quarta fase, a financeirização ainda emergente nos países centrais, após os 1970, como descrevemos anteriormente, “vai encontrar no Brasil a demanda por empréstimos que faltava a um capital financeiro robusto e ávido por aplicações, no contexto de uma crise de sobreacumulação irresolvida no Centro”. Esta fase corresponde também a uma primeira etapa da financeirização, na qual a desintermediação bancária ainda não havia se consolidado, sendo dominantes a “participação do sistema bancário e dos empréstimos convencionais” (PAULANI, 2013, p.241).

Os anos 1980 se caracterizam no Brasil pelo baixo crescimento econômico, forte quadro inflacionário e agravamento da crise da dívida externa (o país chega a decretar moratória em 1987), em virtude da sua incapacidade de gerar receitas em moeda forte, em um momento de escassez de financiamento externo. São determinantes neste cenário as elevações dos preços do petróleo e dos juros reais nos EUA no fim da década de 1970. Sem um sistema de financiamento de longo prazo baseado na poupança interna, o país fica dependente dos “ciclos de crédito internacional”, que nos 1980 passa por interrupções significativas, conduzindo o país a um período de estagnação e hiperinflação (CARNEIRO, 2002, p. 39)

Paulani (2013, p. 242) argumenta que para o enfretamento das dificuldades impostas neste período o país admite uma “completa submissão de sua política econômica às exigências dos credores”, em um momento de fortalecimento do ideário e práticas neoliberais. Consolida-se o regime de acumulação financeirizado, com o processo de desintermediação já estabelecido, passando ao centro do processo os fundos de investimento e de pensão, e crescente relevância dos mercados secundário de títulos financeiros, derivativos e dos processos de securitização.

Assim, os anos 1990 inauguram a quinta e atual fase de inserção da economia brasileira na acumulação mundial.

No começo dos anos 1990, a persistência de elevadíssimas taxas de inflação, combinada à dívida externa pendente de resolução desde a moratória, colocava a economia brasileira à margem do afluente mercado financeiro internacional, que ia se tornando cada vez mais robusto. O Estado brasileiro, pelas mãos de Collor e depois Fernando Henrique Cardoso (FHC), abraça conscientemente os dogmas neoliberais e começa a tomar as providências para alterar essa situação e possibilitar o ingresso ativo do país na era da financeirização. A primeira dessas providências foi resolver o problema da dívida externa, o que foi conseguido mediante o atendimento às exigências dos credores e agências multilaterais, como a abertura do mercado brasileiro de títulos privados e públicos aos capitais externos e a abertura financeira da economia brasileira, com a retirada gradativa dos controles que obstaculizavam o livre fluxo internacional de capitais (PAULANI, 2013, p. 242).

Deste modo, é colocada como necessária para a inserção ativa do país na financeirização, a abertura econômica e financeira pelos Governos Collor e FHC, com a redução dos controles aos fluxos internacional de capitais. Este processo só é viabilizado com a estabilização econômica e monetária promovida pelo Plano Real. Adotou-se uma política monetária com juros reais altíssimos e rígido controle fiscal, promovendo-se um processo de privatizações sem precedentes, objetivando esse conjunto a obtenção de superávits primários. Estes foram os custos para se viabilizar a absorção de poupanças externas que conteve os índices inflacionários e manteve a moeda sobrevalorizada.

A partir da estabilização o Governo FHC amplia a abertura financeira com maior liberalização das entradas e saídas de capital e com concessões tributárias aos ganhos financeiros do capital estrangeiro. A desnacionalização de parte significativa do sistema bancário é fruto dessa abertura. FHC amplia também o controle fiscal. A reforma da previdência entre o primeiro e o segundo mandato se destaca neste sentido ao promover cortes nos gastos públicos e a abertura deste mercado ao capital privado. A mudança no regime cambial em 1999, que passa a ser flutuante, é fundamental e completa esse quadro juntamente com a adoção do modelo de metas inflacionárias e o mencionado controle fiscal.

Contudo, estas medidas não foram capazes de reverter o quadro de baixo crescimento. Neste cenário de liberalização financeira, no plano nacional, e de crescente mobilidade de capitais, no plano internacional, Carneiro (2002, p. 43) destaca entre as causas do baixo crescimento justamente a forma da integração brasileira no sistema financeiro global, fundada “em fluxos de capitais voláteis e correntes de comércio do tipo centro-periferia”, resultando “em flutuações exacerbadas nas taxas de câmbio e taxa juros excessivamente altas”. Neste sentido Paulani (2013, p. 244) destaca:

vai se afirmando a forma prioritária de inserção da economia brasileira no processo de acumulação de capital em nível mundial, qual seja, o de funcionar como uma plataforma internacional de valorização financeira (permanente fonte de polpidos ganhos financeiros ao capital cigano internacional), o que não é sem consequências para a forma de sua inserção produtiva [...].

Carneiro (2002, p. 227) ao analisar a inserção neste período dos países periféricos, em especial do Brasil, no processo de “globalização financeira”, tem como hipótese central a ideia de que a globalização produtiva está à ela subordinada, e, assim, admite que “a onda de inovações que tem transformado os processos produtivos e a organizações dos mercados e promovido um crescimento sem paralelo do investimento direto estrangeiro tem seus limites ditados pela dominância da acumulação financeira”. Deste modo, os fatos narrados aqui, ainda que brevemente, coadunam com a afirmativa do autor. Concluimos, assim, que a consolidação da financeirização no Brasil ocorre sob a influência do ideário neoliberal, a partir da implementação de políticas econômicas, monetárias e cambiais subordinadas à estabilização que conduziram a uma fragilização da economia frente ao sistema financeiro internacional, privilegiando os ganhos financeiros em detrimento da produção, com conseqüente baixo crescimento, desnacionalização da economia, “intercâmbio cronicamente deficitário com o exterior e, por fim, alto desemprego” (SALLUM JR, 2000).

Com isso temos o pano de fundo da integração do Brasil ao regime de acumulação financeirizado, que a partir de então se aprofundará. É importante ressaltarmos que outros apontamentos sobre a dinâmica da econômica brasileira serão feitos ao longo da dissertação, com destaque para a seção 3.2, onde traçamos, de uma perspectiva histórica, as linhas gerais da formação e consolidação do *capital financeiro imobiliário* no Brasil. Veremos mais de perto nesta seção como se dá esse processo de aprofundamento, com foco no avanço da financeirização sobre o mercado imobiliário.

3 DO CAPITAL FINANCEIRO IMOBILIÁRIO NO BRASIL

Este capítulo se propõe debater as implicações do surgimento do capital financeiro imobiliário, no contexto da vigência de um regime de acumulação sob dominância financeira. Abordaremos, na primeira seção, os aspectos teóricos deste processo, destacando como as inovações financeiras tem papel crucial e podem ser vistas como o amálgama entre o capital financeiro e o capital imobiliário, possibilitando a emergência do capital financeiro imobiliário. Buscaremos argumentar também que este novo cenário é causa de maior instabilidade econômica. Na seção seguinte faremos uma abordagem histórica da formação desta fração do capital no Brasil.

3.1 Da financeirização do mercado imobiliário

Como visto no capítulo anterior, a financeirização deve ser entendida como um processo histórico de múltiplas dimensões, cujos imperativos não podem ser atribuídos unicamente ao mercado nem seus impactos restringidos a ele, ou, de forma simplificador, à dimensão econômica. Advém justamente disso a complexidade desse fenômeno. Por isso, adotamos os conceitos de regime de acumulação e modo de regulação, próprios da Escola da Regulação, pois acreditamos que assim se evidencia a interconexão entre os aspectos sociais e econômicos que envolve a acumulação de capital. Estas conexões sobrepostas entre os diferentes planos devem ser investigadas, e aqui sugerimos que a dimensão espacial, especificamente a construção do espaço urbano, é também crucial neste processo. Quanto mais quando se propõe a analisar as transformações ocorridas na dinâmica do capital imobiliário.

Se por um lado as bases de nossa argumentação estão nas discussões de Marx (1986b; 2011; 2014) sobre a renda da terra e a circulação do capital fixo (especialmente do capital fixo imobilizado no solo), por outro é preciso contextualizá-la com relação à construção do espaço urbano contemporâneo (ou à urbanização capitalista contemporânea), para o que temos em Harvey (2013) nossa principal referência.

Um dos pontos essenciais é que a propriedade da terra se equipara à propriedade do capital que rende juros, posto que, em uma sociedade capitalista, ambos parecem adquirir o atributo de gerar renda quando colocados em circulação, a renda da terra e o juro, respectivamente. E, deste modo, posta em circulação, a terra cria capital fictício. O princípio da capitalização é o cerne da explicação marxiana deste fenômeno.

A argumentação dessa seção se alicerça no fato de que a vinculação da propriedade imobiliária ao mercado de capitais imprime à formação do espaço urbano a lógica da

“valorização financeira” daquele mercado, portanto essencialmente especulativa, rentista e objetivando ganhos de curto prazo (PAULANI, 2013, p. 255).

A renda da terra condiciona, assim, as cidades a uma lógica especulativa e constitui a base para formas de controle sobre a organização social e o desenvolvimento espacial do capitalismo que se modificam ao longo da história. Há pressões permanentes para libertar a terra para a circulação de capital portador de juros e ampliar os vínculos com outros circuitos de acumulação que permitam a livre movimentação do capital (FIX, 2011, p. 3-4).

O processo de financeirização da economia contemporânea tem engendrado mudanças significativas também na dinâmica do mercado imobiliário. Deste modo, devem ser observadas as significativas alterações na relação entre o capital financeiro e o imobiliário, pois não se trata de uma simples associação entre estes capitais, mas antes de uma imbricação, com a sobreposição da lógica inerente ao primeiro sobre o último.

Essa imbricação vai além do deslocamento do capital monetário em momentos de superacumulação que passa a circular sob a forma de capital fixo. Nestes momentos, o que Harvey (2013, p. 319) chamou de circuito secundário do capital²⁹ (capital fixo e bens de consumo) “aparece como um presente dos deuses para a absorção do capital excedente, superacumulado”. Assim, o capital toma a forma capital fixo em momentos de superacumulação buscando superar as barreiras postas à realização de mais-valia. Contudo, ao assumir a forma a capital fixo são postas novas barreiras à sua circulação. Ocorre que outro processo intrínseco ao capital é buscar sempre reduzir sua permanência na esfera da circulação (tempo de curso) refreando essas barreiras, para assim aumentar a velocidade de realização da mais-valia. Isso porque o tempo de rotação (ou tempo de reprodução do capital) é dado pelo do tempo de produção mais o tempo de curso – ou seja o tempo na esfera da produção + o tempo na esfera da circulação – e, assim, quanto menor o tempo de rotação, maior a realização de mais-valia³⁰.

O ciclo do capital, não como fenômeno isolado, mas como processo periódico, chama-se rotação. A duração dessa rotação é dada pela soma de seu tempo de produção e seu tempo de curso. Tal soma constitui o tempo de rotação do capital (MARX, 2014, p. 237).

Quanto mais as metamorfoses da circulação do capital são apenas ideais, isto é, quanto mais o tempo de curso é = 0 ou próximo de zero, tanto mais atua o capital e tanto maior se torna sua produtividade e autovalorização (MARX, 2014, p. 204).

Neste movimento, de reduzir ao máximo seu tempo de curso, rompendo as barreiras espaciais, o capital buscará a “anulação do espaço pelo tempo”.

É da natureza do capital mover-se para além de todas as barreiras espaciais. A criação das condições físicas da troca – de meios de comunicação e transporte –

²⁹ “Por conveniência, vou me referir à totalidade dos processos em que o capital circula através do capital fixo e da formação dos bens de consumo e do seu uso como o *circuito secundário do capital*” (HARVEY, 2013, p. 318).

³⁰ A tradução mais recente do Livro II do Capital (MARX, 2014, p. 235) utiliza o termo “tempo de curso” onde as traduções anteriores utilizavam “tempo de circulação”.

devém uma necessidade para o capital em uma dimensão totalmente diferente – a anulação do espaço pelo tempo (Marx, 2011, p. 432)

Essa discussão, realizada nos *Grundrisse* e no Livro II d'O capital por Marx (2011) e resgatada por Harvey (2006, p.49), pode nos ajudar a compreender o papel das inovações financeiras e da reconfiguração da forma jurídica da propriedade imobiliária sob o regime de acumulação financeirizado, pois que, associadas à revolução da tecnologia da informação e da comunicação, reduzem substancialmente o tempo e o custo das transações financeiras.

O surgimento do capital financeiro imobiliário aparece como que uma resposta a estes dois movimentos tratados acima, a um só tempo: pôr-se a circular sob forma de capital fixo e, simultaneamente, reduzir drasticamente sua permanência na esfera da circulação, ou seu tempo de curso. Desta maneira, essa fração do capital pode reduzir o tempo de circulação e aumentar substancialmente a velocidade de rotação de seu capital.

A consolidação de um padrão de acumulação financeirizado nas décadas de 1980 e 1990, consubstanciado ao avanço das novas tecnologias da informação e da comunicação, torna praticamente desprezível o tempo de circulação do capital que se encontra na forma dinheiro, no mesmo instante em que o espaço de valorização desse capital se amplia absurdamente (PAIVA, 2007, p.29-30).

Paiva (2007) irá argumentar que as inovações financeiras são o amálgama desta nova forma de imbricação entre capital financeiro e imobiliário. Assim, o mesmo autor, ao advogar pela insuficiência do conceito de capital mercantil imobiliário para a compreensão do processo em voga, propõe que se trabalhe com o conceito de *capital financeiro imobiliário*.

Para que se viabilize a formação desta nova fração do capital e que seu modelo de acumulação se estabeleça, a introdução de inovações financeiras é vital. Forma-se então o que Paiva (2007, p. 142) chama de *sagrada trindade* – capital financeiro, capital imobiliário e inovações financeiras –, sem a qual não se poderia falar em um novo padrão de acumulação, agora financeirizado, exercido pelo *capital financeiro imobiliário*.

Como motriz de seu processo de valorização essa nova fração do capital passa a promover a articulação entre o sistema financeiro, o setor imobiliário, grandes investidores institucionais e Estado. Ou seja, passa a integrar estes elementos transformando as bases sobre as quais se apropria das rendas imobiliárias³¹.

Desta forma, tem-se como estratégia primordial a apropriação de ativos imobiliários e sua transformação em títulos mobiliários e financeiros, buscando a superação da baixa liquidez destes ativos e tendo como objetivo, e por consequência, reduzir significativamente o tempo de curso (e, por consequência, de rotação) de seu capital.

³¹ Aqui nos referimos à noção de renda imobiliária adotada por Paiva (2007, p.140), na qual: “considera-se a renda imobiliária as receitas provenientes da propriedade fundiária, da propriedade imobiliária (área construída) e dos direitos de propriedade. Portanto, uma definição que amplia o tradicional conceito de renda fundiária urbana”.

O capital financeiro imobiliário procura criar e ampliar, sob condições de maior liquidez, as bases sobre as quais serão apropriadas as rendas imobiliárias. Para tanto, articula de maneira orgânica o sistema financeiro (acesso a recursos financeiros e instrumentos de liquidez), os grandes investidores institucionais, o setor imobiliário (especialmente o incorporador imobiliário – que é o grande baluarte do capital mercantil imobiliário) e também o Estado. [...] o Estado assume o papel de viabilizador de interesses privados sobre os ativos imobiliários e de sancionador de lucros no circuito imobiliário (PAIVA, 2007, p.141).

A formação do capital financeiro imobiliário ao mesmo tempo em que possibilita a inversão de capital no ambiente construído (capital fixo imobilizado na terra urbana), possibilita também a redução do tempo de curso deste capital a partir das inovações financeiras, que permitem a criação de títulos financeiros atrelados aos bens e direitos imobiliários.

[...] a fusão do capital financeiro com o capital imobiliário intensificou a geração de novos instrumentos financeiros, promovendo a superação da rigidez (baixa liquidez) do ativo imobiliário e, conseqüentemente, uma transformação substancial na temporalidade de reprodução do capital imobiliário (PAIVA, 2007, p.134).

Ao investigar o papel do *capital financeiro imobiliário* na acumulação capitalista contemporânea, observamos que a propriedade imobiliária ganha relevo entre os ativos financeiros, com o capital financeiro imobiliário muitas vezes assumindo a dianteira do processo de acumulação da economia mundial. Episódios como a grande crise do final de 2008 evidenciam essa situação.

Concomitante às transformações econômicas e financeiras ocorreu um rápido estreitamento das relações entre o capital financeiro e o capital imobiliário, com as instituições financeiras reconhecendo na propriedade imobiliária um ativo importante na composição do portfólio. Entretanto, não se trata de um simples estreitamento de relações como já havia ocorrido em outras fases da história, mas de uma imbricação que se apresenta sob a tutela de um padrão de acumulação financeirizado e, por isso, revela uma vigorosa capacidade de comandar a dinâmica do processo de acumulação (PAIVA, 2007, p.134).

A valorização imobiliária passa a ser um importante mecanismo de crescimento econômico e seus resultados são disseminados por meio da geração do “efeito riqueza” (PAIVA, 2007, p. 4).

As inovações financeiras debatidas aqui começam a ganhar vulto na década de 1970, mas estas se diferem das dos anos 1980 e 1990, pois enquanto as primeiras se motivam primordialmente em criar mecanismos para as instituições financeiras internacionais se evadirem das regulações e dos altos impostos nacionais (em um cenário de maior restrição aos movimentos dos agentes financeiros ainda sob a influência dos acordos de Bretton Woods), as do segundo período (já em momento de maior desregulamentação dos mercados domésticos com fim do acordo supracitado), apresentam uma potencialidade muito maior tanto de auferir ganhos especulativos, como de gerar instabilidades financeiras e econômicas. Assim, a partir da década de 1980 surge o que se

chamou de “segunda onda” de inovações financeiras, tendo proeminência a securitização de ativos financeiros e os derivativos (*swaps*, opções, mercados futuros).

A natureza especulativa dessa segunda onda de inovações financeiras conduzida pelo processo de securitização de ativos e pelos derivativos, influenciou decisivamente a dinâmica dos mercados financeiros internacionais nas décadas de 1980 e 1990, considerando que essas inovações implementadas simultaneamente ao processo de desregulamentação, permitiram aumentar extraordinariamente o horizonte de captação e aplicação dos agentes econômicos em mercados financeiros globalizados (PAIVA, 2007, p. 34).

Não podemos perder de vista o papel do Estado neste processo de desenvolvimento das inovações financeiras e mesmo de novas tecnologias, como se as últimas surgissem naturalmente do movimento do mercado e ao largo das ações do primeiro, que assumiria uma postura passiva. Ao que pese a necessidade uma maior reflexão sobre a própria formação do Estado em uma sociedade capitalista, o que foge do alcance desta dissertação, não queremos com os argumentos expostos acima relegar ao Estado uma posição secundária frente ao mercado. Ao contrário, mesmo quando falamos em desregulamentação, não queremos indicar alguma ausência da ação estatal ou de leis regulem os agentes mercado, como o termo de fato sugere. Em verdade, o cerne desta questão é justamente a existência de ações estatais e regulamentações que passam a ser bastante permissivas aos interesses destes agentes, quando não, efetivamente, os promove.

Assim, as inovações financeiras surgem como um dos pilares da emergência do regime de acumulação financeirizado fortemente relacionadas à desintermediação bancária e ao paradigma da liquidez, próprios a este regime. A securitização tem papel central neste processo. Braga (2000, p. 272), define assim a securitização:

A securitização é, em sentido amplo, o processo pelo qual empresas produtivas, bancos, demais empresas financeiras, e governos emitem títulos de dívida, com inúmeras finalidades, envolvendo e interligando, desta forma, os chamados mercados creditício, de capitais, de derivativos (*swaps*, opções e futuro). Ela é uma modalidade financeira que torna os títulos negociáveis, flexibiliza prazos e taxas de rendimento, adaptável a múltiplos agentes, funcional à administração de riscos, substituta dos empréstimos bancários e, ao mesmo tempo, propícia aos bancos na captação de fundos. Como tal, é peça chave do padrão de riqueza em questão [a financeirização], disseminando-se nas operações nacionais e transnacionais, nos regimes monetário-financeiro e cambial.

Stricto sensu, a securitização consiste em transformar um(a) crédito(dívida) em títulos financeiros passíveis de serem negociáveis no mercado, ou seja, o credor emite um título financeiro representativo de seu crédito e o negocia junto a investidores no mercado. É, neste sentido, o adiantamento do pagamento do crédito mediante juros. Como a emissão destes títulos não é de exclusividade bancária, surge um novo canal de financiamento para as empresas emissoras ancorado diretamente no mercado de capitais, e, por isso, privilegia sobremaneira a desintermediação bancária.

[...] essas inovações estão correlacionadas à *securitização*, processo que fortaleceu a *desintermediação financeira nos Estados Unidos*, e que foi fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais norte-americano e mundial. Securitização – termo derivado da palavra inglesa *security*, que designa títulos financeiros – é um processo pelo qual os canais de financiamento, *antes constituídos por crédito bancário*, são substituídos pela colocação direta de títulos junto ao público por parte da empresa captadora (ANBIMA, 2015, p.11).

Em tese, como propicia a captação de recursos diretamente no mercado, ao alcance de múltiplos agentes que investiriam nesses títulos, este canal de captação de financiamento propiciaria também um custo mais baixo frente ao financiamento bancário, já que o alargamento da base de investidores reduziria o custo de captação.

Com tudo isso, a emergência do capital financeiro imobiliário está associada ao processo de progressiva abstração da propriedade imobiliária e dos direitos relativos a rendas oriundos dela, como também do surgimento destes novos canais de financiamento³².

Nesse contexto, proliferam-se instrumentos financeiros de base imobiliária com características distintas da propriedade convencional, sendo concebidos de modo a permitir que os investimentos no espaço construído tenham liquidez, possam ser submetidos a procedimentos padronizados de mensuração de risco, proporcionem segurança jurídica a credores, entre outras exigências. Esses instrumentos não se conectam necessariamente à propriedade imobiliária propriamente dita, mas, sobretudo, aos fluxos de receita gerados a partir de sua exploração econômica. A criação de modalidades de investimento com esse perfil impulsiona o processo de abstração da propriedade [...] (PEREIRA, 2015, p. 85).

O principal título financeiro oriundo de operações de securitização atrelados ao mercado imobiliário no Brasil é o Certificado de Recebível Imobiliário (CRI)³³, cuja inspiração são os *Mortgage Backed Securities (MBS)* instituídos no mercado estadunidense. Citamos este título aqui como exemplificação do processo de securitização.

Securitizar é transformar créditos a receber – como os provenientes das vendas a prazo nas atividades comerciais, financeiras ou prestação de serviços – em títulos negociáveis no mercado. O Certificado de Recebível Imobiliário, portanto, é uma securitização de direitos creditórios originados nos financiamentos imobiliários (CVM, 2014, p. 86).

A emissão do CRI permite a transformação de uma dívida (o “recebível”), gerada por um crédito anterior, em um ativo líquido e negociável no mercado de capitais; converte uma obrigação de pagamento em um papel negociável, que tem apenas em última instância o lastro no imóvel. Permite, assim, suprimir características de um ativo físico, de baixa liquidez e longo tempo de maturação, como aqueles operados pelo capital imobiliário mercantil (o imóvel), e possibilita transformá-los em títulos financeiros de alta liquidez. Essa liquidez, contudo, é limitada em mercados de capitais menos desenvolvidos, ou de maneira geral em economias em desenvolvimento, como é o caso do Brasil (PAIVA, 2007, p.97).

³² Analisaremos a evolução deste processo para caso brasileiro mais detalhadamente na próxima seção.

³³ Veremos a dinâmica deste título com mais vagar ao longo da dissertação. Cabe ressaltar que ele foi utilizado ao menos duas vezes no âmbito da Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha, tendo como lastro, inclusive, recebíveis originados da compra e venda de CEPACs.

Operações deste tipo abrem a possibilidade de se especular não somente com a propriedade fundiária e imobiliária, mas também com os direitos creditícios vinculados as estas propriedades. Transformam sensivelmente a temporalidade de reprodução desta fração do capital, trilhando a temporalidade típica de um regime de acumulação com dominância financeira.

É importante ressaltarmos, ainda, que a imbricação dos capitais financeiro e imobiliário é fonte, ou um “condutor endógeno”, de maior instabilidade econômica.

Uma das principais características que mostra a coessência do capital financeiro e do capital imobiliário e que é reforçada com a emergência do capital financeiro imobiliário é a natureza de valorização intrinsecamente especulativa [...] O pressuposto básico é que a conexão entre o processo imobiliário e o capital financeiro tem se constituído num condutor endógeno de instabilidade econômica, em virtude da crescente interação entre as estruturas financeiras de financiamento, os processos especulativos e as flutuações nos níveis de investimento (PAIVA, 2007, p.135).

Assim, tanto maior a instabilidade quanto maior a conexão entre os processos de valorização especulativa dos bens imobiliários e de seus ativos financeiros, a estrutura financeira de financiamento e as variações dos níveis de investimento em uma economia.

Com a financeirização do mercado imobiliário e os novos mecanismos de financiamento, cria-se uma estrutura de assumpção de riscos de crédito e liquidez que permite propagar os riscos do setor para o sistema financeiro como um todo. Além disso, pode-se dissipar os riscos também regionalmente. Assim, divide-se o risco da atuação em um mercado de maior potencial de insolvência com a atuação em um mercado relativamente seguro. Baseado em Pryke (1994), Paiva (2007, p.141) afirma que:

a fusão entre essas duas frações do capital tem sido responsável pelo aumento da fragilidade e da instabilidade financeira ao promover o espriamento dos riscos de crédito e de liquidez (risco de default) para áreas e setores diversos, partindo, obviamente, da estrutura financeira de financiamento.

Embora as inovações, no contexto da constituição de um mercado financeiro global, permitam dissipar os riscos entre os grandes *players* internacionais – corporações, bancos, governos, fundos de pensão, securitizadoras –, a possibilidade de aumentar sobremaneira a alavancagem destes agentes amplia a instabilidade e volatilidade no mercado internacional e propicia a formação de choques especulativos e crises financeiras.

Nesse sentido, ao permitir a transferência de risco a outros agentes econômicos torna mais confortável a ideia de se elevar o endividamento, o que acaba induzindo a elevação da alavancagem financeira, ou seja, a disseminação de novas técnicas de *hedging finance* acaba contribuindo para aumentar a volatilidade no sistema financeiro internacional (PAIVA, 2007, p. 37).

3.2 Formação e consolidação do capital financeiro imobiliário no Brasil

O histórico da mercantilização da terra no Brasil remete à Lei de terras de 1850, e sua relação com o fim do escravismo é fundamental para o surgimento deste mercado e para a progressiva supressão das práticas coloniais de concessão de terra.

Ainda no século XVIII, o mercado imobiliário em formação e o surgimento de novas demandas por serviços urbanos começam a se tornar uma fronteira de expansão para inversão dos excedentes advindos da agricultura, do comércio e futuramente do capital da indústria.

Serviços de transportes, iluminação pública e gás, construção de vilas operárias e cortiços, abertura de loteamentos, edificação de palacetes, etc. serão, progressivamente, produtos da urbanização do capital mercantil urbano. Isso não significa, contudo, que a atividade construtora assuma, desde logo, características de uma atividade autônoma, uma vez que se apresenta ainda destituída de estrutura e dinâmica próprias (FIX, 2011, p.60).

O município do Rio de Janeiro ganha proeminência na formação deste mercado uma vez que se constitui à época como o principal centro financeiro, comercial e político da colônia, instituído como sua Capital desde 1763 (CANO, 2011, p. 149). Ao longo do século XIX cresce a exploração rentista dos cortiços e habitações similares no centro da então capital do Império.

A política higienista, que caracteriza a gestão urbana da passagem do século XIX para o século XX, cujo ícone é a administração de Pereira Passos (1902-1906) e sua reforma urbana, é o pano de fundo para a perseguição e demolição de cortiços nas áreas centrais do Rio, mas também deve ser atribuída aos interesses imobiliários na região, que passa por grandes transformações que atendem a estes interesses (FIX, 2011, p.63).

Apesar da existência da promoção fundiária, por óbvio, não se pode falar ainda na constituição de empresas imobiliárias capitalistas organizadas no século XIX, mas se encontra neste período a gênese do setor imobiliário no Brasil.

A promoção fundiária, que se intensifica a partir de 1890, cria a separação entre o capital imobiliário e a propriedade fundiária, dando origem ao mercado de terras urbanas no Rio de Janeiro (FIX, 2011, p.63).

Com o deslocamento do centro econômico para São Paulo, palco da economia cafeeira e da industrialização/urbanização nascente, abre-se caminho para a o surgimento de um setor imobiliário especializado, estruturado em torno de mercado destinado ao consumo, conspícuo, da elite econômica. Mudam-se o tipo de oferta de produtos imobiliários, destinados, agora, àquela classe social. A construção de palacetes na avenida Paulista, nos loteamentos de antigas chácaras, dão origem a bairros exclusivos àquela

classe social. Começa a se configurar, então, o setor imobiliário enquanto um setor econômico, sendo o palacete o produto tipo ofertado nas regiões mais abastadas da cidade.

O palacete tornou-se o elemento base de constituição morfológica dos novos bairros que surgiam e substituiu o edifício geminado que caracterizou o período colonial. [...] A criação de um mercado de trabalho e a mercantilização da terra, aliadas ao crescimento das atividades urbanas, criaram as condições para que o complexo da construção civil começasse a se configurar. O mercado de residências de luxo abriu oportunidades para a organização da atividade construtora em bases empresariais, com divisão de atribuições: escritórios de arquitetura e engenharia, construtoras, comércio de importação de materiais de construção, indústria e comércio locais de materiais de construção (FIX, 2011, p.66-7).

Já no início do século XX, ainda em maturação mesmo no maior centro urbano do país, o mercado imobiliário deixa de ser somente um mercado destinado ao consumo das elites, para se notar o surgimento do “rentier urbano”. Ou seja, aparece aqui a figura do rentista imobiliário, aquele que embora atue em outros ramos econômicos, sobretudo na cafeicultura neste período em São Paulo, passa a encontrar no mercado imobiliário a possibilidade de geração de um fluxo de renda constante, e que, com esse objetivo, destina à construção parte de seus ganhos.

É importante atentarmos para o fato de que membros do “grande capital cafeicultor” (PERISSINOTTO, 1994) passam a residir nos centros urbanos, principalmente em São Paulo, já que atuavam em outros ramos econômicos, sendo que o que define “o grande capital cafeicultor” é justamente a diversificação dos seus negócios.

Os seus líderes são aqueles que dirigem a marcha para o oeste paulista e que, no entanto, não se limitam a organizar e dirigir as plantações. Aos poucos, isto é, na medida em que sua atividade se diversifica, vão se afastando das tarefas ligadas à gestão direta das fazendas, vão se estabelecendo nos grandes centros, sobretudo na capital, visto que, como comerciantes, banqueiros e diretores de companhias ferroviárias, não podiam ausentar-se demoradamente dos centros dos negócios cafeeiros (PERISSINOTTO, 1994, p. 37).

O que queremos chamar atenção aqui vai muito além da demanda gerada ao setor imobiliário por estes grandes cafeicultores nos centros urbanos. A própria acumulação é do capital cafeeiro é também acumulação urbana, e lançam as bases para um processo único de industrialização/urbanização. Ou seja, não se trata apenas do consumo conspícuo da elite cafeeira. A formação do capitalismo brasileiro, é também a formação da produção capitalista do espaço urbano país.

o capital cafeeiro é, ao mesmo tempo, agrário, industrial e mercantil, e que convém pensar num complexo exportador cafeeiro, integrado por um núcleo produtivo, que inclui as atividades de beneficiamento, e por um **segmento urbano**, que acolhe os serviços de transportes (estradas de ferro, portos, etc.), as atividades comerciais (casas importadoras e exportadoras) e financeiras (bancos). Deste ponto de vista, a acumulação cafeeira é, em grande medida, **acumulação urbana**, que absorveu boa parte da força de trabalho imigrante e exigiu a importação de meios de produção (trilhos, materiais de construção, equipamentos ferroviário, portuário etc.) (MELLO, 2009, p. 104, grifo nosso).

Neste contexto surgem outros arranjos e produtos imobiliários para as demais classes sociais. Vilas operárias passam a ser construídas com este fim, rentista, por exemplo. Ou seja, passam a se juntar ao palacete outros produtos imobiliários, com outras finalidades, produzindo-se, assim, “uma variedade de soluções habitacionais de aluguel para diferentes segmentos sociais e faixas de renda” (FIX, 2011, p.69).

O período é marcado pela construção dos palacetes, das casas operárias e dos cortiços. As vilas operárias foram construídas em duas modalidades diferentes: a) vilas de empresas, ou seja, aplicação de recursos diretamente feita pelos empresários industriais; b) vilas construídas como investimento, para aluguel (FIX, 2011, p.69).

Observa-se a grande demanda habitacional neste período (início do século XX) pelas famílias, que, em sua maioria, viviam sob a condição de pagamento de aluguel, já que somente 19,2% dos habitantes possuíam casa própria no ano de 1920 (FIX, 2011, p.69).

O mercado imobiliário se caracteriza à época como rentista e nacional.

tudo indica que o setor já nasce, em termos de organização empresarial e propriedade de capital, predominantemente nacional. Nasce também, portanto, com caráter predominantemente rentista em lógica própria de capital de tipo mercantil, [...], na qual predomina, por enquanto, a construção por encomenda (FIX, 2011, p.71).

Tendo como pano de fundo a grande crise de 1929, com graves consequências à economia cafeeira, Cano (1981, p. 225) argumenta que o íterim 1929-1933 marca o início da mudança do padrão de acumulação de capital observado no país, arrefecendo a importância relativa das exportações de produtos primários e emergindo um novo modelo de acumulação tendo a industrialização como elemento dinamizador da economia brasileira³⁴. Observa-se aqui o que Furtado (2007) chamou de “deslocamento do centro dinâmico” da economia nacional, com uma “saída pra dentro” em oposição ao “desenvolvimento para fora”, e neste momento São Paulo consolida sua posição de destaque em dentre as regiões do país, o que se acentuaria ao longo do período até a década 1970.

Assim, a política de industrialização varguista intenta promover o “deslocamento do centro dinâmico” colocando em evidência a necessidade de integração do mercado interno do país, ou mesmo criando efetivamente um mercado nacional, conforme argumenta

³⁴ Cano (1981), em estudo sobre a questão regional centrado no período 1930-1970, adota em sua periodização da dinâmica econômica brasileira o ano de 1930 como marco do fim do modelo de acumulação “primário-exportador” e início de um novo modelo baseado na indústria. A emergência deste novo modelo de acumulação é, por sua vez, dividida em dois subperíodos. O primeiro, 1930-1955, é o da “industrialização restringida”. O adjetivo “restringida” advém da ainda grande dependência do setor exportador para que viabilize a importação de bens de capital, e, não tendo este último setor desenvolvido satisfatoriamente, não tem a indústria condições de autonomia para reprodução ampliada do seu capital. Já o segundo subperíodo é o da “industrialização pesada”, 1956-1970, no qual há a instalação de setores da indústria pesada (no qual se inclui o de bens de capital) de forma significativa no país, indicando assim a “mudança inequívoca no padrão de acumulação de capital” (CANO, 1981, p. 77). Segundo o mesmo autor, em 1959 o setor de bens de consumo durável e de bens de capital representavam 13% da produção industrial no país, enquanto em 1919 não atingiam 2% (CANO, 2011, p. 153). Cabe ressaltar que este processo é acompanhado do aprofundamento da concentração da atividade industrial (em especial da indústria de bens de consumo durável e de capital) no Estado de São Paulo.

Oliveira (2009, p.43)³⁵. Noutros termos, o Estado passa a adotar uma postura francamente intervencionista, atuando fortemente no sentido de promover a industrialização, o que tornaria a criação e integração do mercado nacional necessária (CANO, 2011, p. 152).

Sendo assim, a partir dos anos 1930, com o governo Vargas, observa-se a maior relevância do mercado interno e maior interferência do Estado na economia e na relação Capital-Trabalho. O Estado passa a ocupar papel central também na construção de habitações, e na construção do espaço urbano.

É no governo Vargas que surge as tentativas mais importantes, até então, de se implantar uma política habitacional, sob o comando federal. A participação estatal na provisão habitacional tem origem nas políticas de construção dos conjuntos habitacionais e no financiamento imobiliário vinculados aos Institutos de Aposentadoria e Pensões – IAP. As medidas adotadas tinham como objetivo promover a participação direta do estado na construção habitacional e financiar a atividade privada deste setor, além da concessão de crédito aos trabalhadores. Embora limitadas, tanto na provisão de habitação social quanto no impulso ao setor de construção, as medidas tomadas no âmbito dos IAP atuaram no sentido de estimular o capital de incorporação, favorecendo a construção e vendas de apartamentos em detrimento da locação e do setor rentista (FIX, 2011, p.76).

A urbanização brasileira se caracterizou por um crescimento vertiginoso no período de 1940 a 1970³⁶. Enquanto o total da população do país cresceu 126% (passando de 41.236.315 para 93.139.037 habitantes), a população urbana se quadruplicou no período (passando de 12.880.182 para 52.084.984 habitantes, o que representa um crescimento de 304%), e a industrialização é a grande responsável por este crescimento, com a constatação de grande correlação positiva entre o tamanho das cidades e a ocupação industrial. Já em 1970 a população urbana supera a rural. No período citado, o que se observou foi o crescimento relativamente maior das cidades médias, além do nítido processo de metropolização das cidades de 250 mil a 2 milhões de habitantes, com redução da participação relativa daquelas cidades com mais de 2 milhões de habitantes (SOUZA, 2004, p.125).

³⁵ O termo “deslocamento do centro dinâmico” é utilizado em Furtado (2007) para dar nome ao capítulo em que debate as condições das modificações na estrutura da economia brasileira que favorece o crescimento da indústria e o papel assumido pelo mercado interno nos anos 1930. O tema e o termo são discutidos por vários autores, como BIELSCHOWSKY, Ricardo (Revista de Economia Política. São Paulo, v. 9, 4. 1989, p.52). Sobre o conceito e a formação do mercado interno brasileiro, aduz Oliveira (2009, p.43): “Aceite-se, pois, criticamente, “o deslocamento do centro dinâmico”. Posto que é aqui que vai se formar uma “economia nacional”, tanto sob as novas condições da divisão social do trabalho, conduzida pela indústria manufatureira e logo a maquinofatureira, quanto pelas operações políticas advindas da Revolução de 1930 – o capítulo mais importante de nossa “revolução passiva” (COUTINHO, 1999; VIANNA,1997) –, como a abolição das autonomias estaduais nos capítulos fazendários e alfandegários, criando pela primeira vez um “mercado nacional””.

³⁶ A população urbana do Brasil passa de 31,2% (12.880.182 habitantes), em 1940, para 55,9% (52.084.984 habitantes), em 1970, segundo publicação do IBGE, disponível em <http://memoria.ibge.gov.br/sinteses-historicas/historicos-dos-censos/dados-historicos-dos-censos-demograficos.html>. No último censo disponível, de 2010, a população urbana (160.925.804 habitantes) representava 84,4% do total da população brasileira (190.755.799 habitantes).

Soma-se a esse quadro de acelerada urbanização, o grande crescimento econômico do país e seu caráter concentrador e desigual.

O Brasil apresentou um crescimento econômico extraordinário entre 1930 e 1980, superior às principais nações desenvolvidas e em desenvolvimento. Neste período, chamado de desenvolvimentista, o crescimento médio anual registrado no país foi de 6%. Se tomado o subperíodo de 1950 a 1980 o crescimento foi ainda maior, de 6,8% (CARNEIRO, 2002, p.30). Tais taxas não voltariam a ser observadas no país, ao menos não em tal magnitude. Por outro lado, os dados de concentração de renda informam que este crescimento foi marcado pela desigualdade na apropriação da riqueza gerada, elevando ainda mais a distância entre os estratos da sociedade brasileira. Em 1960, o percentil dos 10% mais ricos possuíam 39,7% da riqueza nacional, e passaram a possuir 49,7%, em 1990, enquanto os 20% mais pobres passaram de possuidores de 3,5% para 2,3% desta riqueza (ROYER, 2009, p. 151). A urbanização brasileira é, assim, caracterizada por sua rápida expansão, fortemente correlacionada à industrialização, grande crescimento econômico e aprofundamento das desigualdades na apropriação do excedente, sendo isso refletido na formação dos espaços urbanos do país.

o processo de urbanização, acelerado e concentrado, marcado pelo 'desenvolvimento moderno do atraso', cobrou, a partir dos anos 80, após poucas décadas de intenso crescimento econômico do país, um alto preço, mediante a predação ao meio ambiente, baixa qualidade de vida, gigantesca miséria social e seu corolário, a violência" (MARICATO *apud* ROYER, 2009, p. 150).

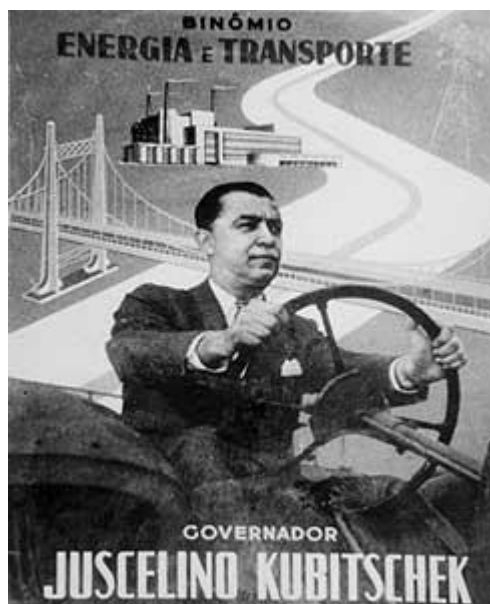
No bojo deste processo de urbanização vão se consolidando as incorporações imobiliárias nas principais cidades do país, ainda sem um programa sistemático de financiamento. As incorporações para venda se avultam paralelamente a um arrefecimento da produção rentista.

Em um período posterior, no governo de Juscelino Kubitschek, o Plano de Metas (1956-1961) é essencial para o desenvolvimento da indústria da construção, mas sobretudo do setor de construção pesada, ligado às obras de infraestrutura, que permanece dominada pelo capital privado nacional, ao contrário do setor industrial (de transformação) que contou com maior abertura ao capital estrangeiro.

O Plano elegera cinco setores primordiais: energia, transporte, indústria de base, alimentação e educação. Sendo destinado 71,3% dos recursos previstos aos dois primeiros setores (ORENSTEIN; SOCHACZEWSKI, 1990, p.177), fica evidente a ênfase que reveste o Plano, repetindo a centralidade dada aos mesmos setores por JK quando Governador de Minas Gerais, cujo slogan de campanha era o binômio "energia e transporte". A indústria de base foi também privilegiada, contando com 22,3% dos recursos, restando 6,4% para educação e alimentação (ORENSTEIN; SOCHACZEWSKI, 1990, p.177). É com o Plano de Metas que se consolida a industrialização brasileira e a integração do mercado nacional,

ampliando as bases da valorização e reprodução deste capital. Baseado em um amplo programa de investimentos estatais e incentivos aos capitais privados (capital nacional, mas com grande abertura ao capital estrangeiro em alguns setores), e sendo concebido como o “grande salto para industrialização”, é realizada, em alguma medida, a internalização dos bens de capital, ou seja, amplia-se a indústria pesada no país.

Figura 1 - Cartaz da campanha do JK com o Binômio “energia e transporte”



Fonte: http://www.projetomemoria.art.br/JK/biografia/img/g_rem039.jpg

Se por um lado as obras de infraestrutura foram privilegiadas, o que possibilita a emergência de empreiteiras nacionais, que contaram com a participação estrangeira num primeiro momento, a mesma atenção não foi dada ao setor de produção de habitação, à exceção da construção de Brasília, uma espécie de meta-síntese do Plano de Metas (FIX, 2011, p.86).

Neste período é mantida a hegemonia do capital privado nacional, já que o setor de edificações não se mostrava atraente ao capital estrangeiro. Segundo Fix (2011, p.87), o cenário se manterá este até o início do século XXI. Se comparado aos períodos anteriores, o setor de construção e o financiamento habitacional já se apresentava fortemente controlado pelo Estado.

A convergência em torno de uma “solução estatizada” (ARRETCHE, 1990; FIX, 2011, p. 87), no sentido que a participação do Estado como disciplinador e financiador do setor estar estabelecida, será crucial para a organização do setor imobiliário após o golpe militar de 1964. É essa convergência estatizante que lança as bases para estrutura erguida no período de ditadura militar para o setor habitacional.

Em meio a uma conturbada conjuntura política e econômica que vai se agravando desde a renúncia à presidência por Jânio Quadros, em 1961, com o apoio principalmente de setores da classe empresarial, da mídia e da classe média, os militares assumem o poder no Brasil, em 1º de abril de 1964, dando início a um longo período de ditadura civil-militar no país.

A montagem de uma nova estrutura para o financiamento imobiliário e habitacional está contida dentro do contexto das mudanças na política macroeconômica instaurada pelo Governo Militar. Frente ao fracasso do Plano Trienal lançado pelo presidente deposto João Goulart e coordenado pelo economista Celso Furtado, uma vez instaurado no poder, o Governo Militar lança o Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), constando entre seus objetivos principais a retomada do crescimento econômico, o controle do processo inflacionário, a correção da tendência a déficits no balanço de pagamentos e a criação de oportunidades de empregar produtivamente a mão de obra por meio da política de investimentos.

O período pós-1964 inaugura uma nova fase do desenvolvimento do capital imobiliário e da relação entre este e o poder estatal, bem como novos padrões de participação do investimento público no setor, propiciando um crescimento ainda não observado historicamente. Com a criação do Sistema Financeiro da Habitação (SFH), do Banco Nacional de Habitação (BNH) e a estruturação do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), se modificam as bases do financiamento habitacional no país.

É preciso destacar que tais mudanças devem também ser interpretadas sob outras óticas além da econômica, que sem dúvida é central na estruturação do sistema. Deste modo, ressalta-se que o sistema que dá suporte ao crédito habitacional passa a atuar no sentido de promover e financiar a aquisição da casa própria, tendo também como objetivo manter a ordem e a estabilidade social, além de, como já foi dito, atuar como propulsor da economia nacional. Ou seja, o interesse do Governo Militar em prover aos brasileiros o “sonho da casa própria” deve ser entendido para além do viés econômico, e dentro de uma estratégia de cooptação do apoio das massas ao regime (MONTE-MÓR, 2008).

Em síntese, essa política respondeu a um movimento combinado: *acumulação*, por meio da injeção de recursos no circuito imobiliário (construção de edificações e construção pesada, indústria de materiais e componentes, mercado de terras); e *legitimação*, ao responder à pressão das lutas sociais do ponto de vista da demanda por habitação e por emprego. Isso não significa, contudo, que esses sejam objetivos conciliáveis. A lógica empresarial do modelo tornará ainda mais difícil o acesso dos trabalhadores à casa própria (FIX, 2011, p.95).

Cabe salientar que a questão da habitação ganha novamente relevo no Governo Militar, período em que se observa uma institucionalização mais robusta e centralizadora do planejamento urbano no Brasil, e neste propósito tem importância especial, além da criação dos órgãos já citados, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo (SERFHAU).

a montagem de um sistema de financiamento habitacional, e posteriormente de infraestrutura urbana e nacional, por meio do Banco Nacional de Habitação (BNH), do Serviço Federal de Habitação e Urbanismo (SERFHAU), e do Sistema Financeiro de Habitação (SFH), iniciou uma nova fase na articulação entre Estado e indústria da construção, particularmente para o subsetor de edificações. (FIX, 2011, p.90)

Já está forjada, desde o BNH, a ideia de que se deve transferir à iniciativa privada a execução da política habitacional, mas tendo o fundo público³⁷ como o grande garantidor, captador e distribuidor dos recursos, sustentando o processo de acumulação desta fração do capital. Ainda que esta concepção já esteja presente em períodos anteriores, como na era Vargas, ainda não contavam com uma política habitacional e um sistema de financiamento mais amplos, nem com fontes de recursos tão significativos como viria a acontecer no período tratado aqui.

Desde sua constituição, a orientação que inspirou as operações do BNH foi a de “transmitir todas as suas funções para a iniciativa privada”. O banco mobiliza recursos e os transfere a uma variedade de agentes. O BNH se transforma em um funil por meio do qual os recursos do FGTS são drenados para o setor privado, a fim de alimentar os mecanismos de acumulação (FIX, 2011, p.91).

Os recursos advindos do FTGS e do SBPE são peças fundamentais do Sistema Financeiro da Habitação, de modo que a participação destas fontes de financiamento ampliara sobremaneira a magnitude da atuação do BNH, tornando-se uma experiência com números inéditos até então, tanto no volume de financiamento captado e distribuído, quanto de habitações construídas, por exemplo.

O volume de habitações financiadas durante os mais de vinte anos de existência do BNH – 4,4 milhões de unidades – modificou o sensivelmente o mercado imobiliário e a estruturação do espaço urbano das grandes cidades brasileiras contempladas pela atuação do órgão (MARICATO, 1998, p.71). O fato de apenas 33,1% das unidades produzidas serem destinadas a faixa de renda entre 1 e 3 salários mínimos indica o caráter regressivo da política adotada no período. Confirmam esta afirmativa o fato de que no período de 1980 a 1986, somados, o número de financiamentos concedidos à população de todas as faixas de renda de 1 a 10 salários mínimos é menor que o número de financiamentos concedidos para os que tinham rendimento maior a 10 salários mínimos (ROYER, 2009, p.64).

Como alerta Royer (2009, p.47), muitas vezes o período de atuação do BNH é tratado de forma homogênea, sendo analisado apenas seus resultados e números globais. Ocorre que não se observa de fato tal homogeneidade, e a autora identifica ao menos quatro fases passíveis de serem distinguidas na atuação do BNH.

³⁷ Adotamos aqui uma noção ampla de fundo público. Consideramos não apenas as receitas fiscais e tributárias do Estado, mas também receitas e poupanças geradas socialmente com destinação pública. O FGTS e SBPE são exemplos importantes, e não são propriamente “receitas” estatais, são considerados fundos paraestatais e parafiscais. O FGTS é um fundo gerado pela poupança compulsória dos trabalhadores, enquanto o SBPE é formado pela poupança voluntária dos depositários.

Certamente o desempenho extremamente desigual ao longo desses anos é uma prova factual de que é a disputa dos grupos de interesse em torno do orçamento e da gestão das poupanças voluntária e compulsória que realmente conforma a política pública (ROYER, 2009, p.62).

Nosso objetivo, embora de maneira abreviada, é mostrar o processo de formação do sistema aqui tratado, as disputas entre os interesses envolvidos e o sentido das mudanças nas formas de financiamento do capital imobiliário, isso dentro do quadro mais geral da construção histórica a que se propõe essa seção da dissertação. O período em que o BNH esteve em operação é importante na medida em que ocorreram modificações legais, institucionais e econômicas fundamentais que nos ajudam a compreender o processo de financeirização do capital imobiliário no Brasil. Em verdade, pode-se dizer que é neste período que se encontram as origens do que temos chamado de *capital financeiro imobiliário*, como afirmaremos adiante. Cabe lembrar que estes processos internos ao país ocorrem concomitantemente às transformações na esfera mundial que levam à formação do regime de acumulação financeirizado, conforme argumentado no primeiro capítulo, embora os impactos deste novo regime somente sejam observados plenamente um pouco mais tarde no Brasil. O período relatado a seguir perpassa o fim da terceira e toda a quarta fase da inserção da economia brasileira no processo mundial de acumulação capitalista (1970-1990), fase em que emerge o regime de acumulação financeirizado, conforme descrito por Paulani (2013) e debatido no capítulo 2.

Dito isso, passamos à descrição um pouco mais pormenorizada da formação do SFH e da atuação do BNH.

Em Agosto de 1964, já sob a presidência do Marechal Castelo Branco, é promulgada a lei 4.380, que institui o Sistema Financeiro da Habitação (SFH), o Banco Nacional de Habitação (BNH), Sociedades de Crédito Imobiliário (SCI), as Letras Imobiliárias (LI) e o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo (SERFHAU). A Lei institui também a correção monetária nos contratos imobiliários. O FGTS é criado pela lei 5.107 de 1966 e, em 1968, o BNH regulamenta a caderneta de poupança, que se torna, junto com o FGTS, as maiores fontes de financiamento de crédito habitacional e imobiliário do país.

A origem do BNH e sua atuação inicial foi baseada na experiência da Companhia de Habitação da Guanabara (Cohab – GB) do Governo Carlos Lacerda. No primeiro momento o BNH foi presidido pela “lacerdista” – grupo que apoiou o golpe militar – Sandra Cavalcante (Secretária de Serviços Sociais do Governo de Carlos Lacerda na Guanabara), que dirige o banco aos moldes da Cohab-GB, centrando suas ações na erradicação de favelas com a construção de conjuntos habitacionais em regiões periferias. Neste modelo, as construtoras eram contratadas pelo poder público para a construção habitacional, propiciando principalmente lucros na produção em si, nos canteiros de obra, favorecendo as atividades de construção e não de incorporação. Em função da política inicial do BNH, privilegiando o

modelo das Cohabs, que atuavam prioritariamente na provisão de habitação de baixa renda, ocorre então uma ruptura da coalizão entre a gestão da política habitacional e os promotores imobiliários. Assim, em divergência, os grupos empresariais da construção civil ligados ao Ministério do Planejamento de Roberto Campos pressionam por mudanças na atuação do Banco. A presidenta é substituída e coloca-se em prática uma nova política de atuação, mais financista (MELO, 1998, p. 76).

Com a mudança na presidência do BNH e em sua linha de atuação, a concepção financista se tornou hegemônica e a orientação a ser seguida no funcionamento do sistema, cada vez mais nítida (ROYER, 2009, p. 48).

Preterido em relação a outros setores desde o plano de metas, e insatisfeito com a política adotada nos primeiros anos de atuação do BNH, o setor de construção civil (de habitações) passa a pressionar o Estado por melhores condições de operação e maiores fontes de financiamento, no que se destacam os fluxos gerados pelo FGTS e SBPE.

Com a aprovação da Lei 4.864, de 29 de novembro de 1965, que “cria medidas de estímulo à Indústria da Construção Civil”, é dado à atuação do Banco uma postura mais financista, ainda segundo a autora supracitada. A lei amplia o percentual das aplicações do SFH, tanto pelas entidades públicas quanto privadas vinculadas ao Sistema, que poderiam ser destinados a habitações cujos valores unitários pertencessem à faixa mais alta em que atuava SFH, bem como amplia os valores unitários das habitações passíveis de financiamento. Além disso, passa a permitir ao recém criado Banco Central³⁸ autorizar que sociedades de crédito e empréstimos se transformem em sociedades de crédito imobiliários ou tenham carteiras para esse tipo de financiamento. As modificações no sistema legal brasileiro instituídas pela Reforma Bancária (Lei 4.595/64) e pela lei que disciplina o Mercado de Capitais (Lei 4.728/65) também foram importantes para a criação de um ambiente institucional que favorecia o desenvolvimento da política de financiamento habitacional aos moldes que se intentava criar no Brasil.

É desse mesmo ano a lei que disciplinou o mercado de capitais, Lei 4.728, de 24 de julho de 1965, que também impactou o SFH, introduzindo correções monetárias trimestrais pela variação da ORTN para prestações, contratos e empréstimos, depósitos e letras imobiliárias (ROYER, 2009, p. 49).

É com o FGTS, criado pela lei 5.107 de 1966, que se institui uma fonte de recursos de maior vulto ao BNH – o “segundo estabelecimento bancário do país de sua criação até o início dos anos 70”, (Royer, 2009, p. 50), sendo a constituição do fundo um marco para a política de crédito habitacional no país. Ocorre com isso uma mudança no perfil do BNH: o foco do sistema passa a ser sua rentabilidade e seu equilíbrio econômico-financeiro, já

³⁸ O Banco Central do Brasil é criado pela Lei 4.595 de 31 de Dezembro de 1964 (lei da reforma bancária) como ente integrante do Sistema financeiro Nacional. Historicamente, até sua criação, muitas das atribuições do Banco Central eram desempenhadas pela Casa da Moeda, o Banco do Brasil e, posteriormente, pela Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc).

distanciando a sua racionalidade operacional de seu objetivo de redução do déficit habitacional, ou do atendimento das necessidades habitacionais que compreende a habitação enquanto direito universal, embora este objetivo esteja sempre presente no discurso de legitimação da política de crédito habitacional (ROYER, 2009, p. 21).

Dessa forma, ao mudar a origem do recurso que compunha o *funding* da política, muda também seu caráter, o que, se por um lado atenta para a necessidade de liquidez e solvabilidade dos recursos, por outro demonstra a preocupação em utilizar os fundos e seus recursos com quem tivesse capacidade financeira para isso, ou seja, financiar quem podia pagar (ROYER, 2009, p. 51).

Nesta primeira fase de formação institucional do BNH e do SFH, ocorre em paralelo a estruturação do SBPE. Podendo ser considerado um subsistema do SFH e fonte de financiamento integrante do BNH, o SBPE era regulado pelo próprio BNH e pelo Banco Central.

O Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo era composto pelo próprio BNH, que exercia papel de órgão central do sistema, pelas carteiras imobiliárias das caixas econômicas, federal e estaduais, sociedades de crédito imobiliário e associações de poupança e empréstimo (ROYER, 2009, p. 52).

Deve ser destacada a importância da participação das Caixas Econômicas, federal e estaduais, na captação de recursos para o SBPE. Devido à grande capilaridade que possuíam, tais órgãos conseguiam grande alcance junto ao público de depósitos individuais voluntários em poupança.

Ainda em 1966, é lançado o Programa Mercado de Hipotecas, baseado no *savings and loans* americano, que buscava criar um mercado secundário de hipotecas articulado a construtoras e incorporadoras e tendo o BNH como garantidor. O programa, porém, não teve o sucesso esperado.

Já com maiores fluxos de crédito estabelecidos, entra neste cenário o então recente setor financeiro, em embate com a indústria da construção.

A proposta do novo subsistema especializado de crédito, no entanto, motivou resistência do setor financeiro em crise, particularmente das Sociedades de Crédito, Investimento e Financiamento, que temiam a concorrência, segundo Melo. O conflito foi resolvido com a autorização dada às financeiras para emitirem letras imobiliárias, a extensão da correção monetária a outros papéis financeiros, e a limitação imposta ao número de SCIs (Sociedade de Crédito Imobiliários) (FIX, 2011, p.94).

A Lei Nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, permitiu que, além do BNH, as sociedades de crédito imobiliários também emitissem Letras Imobiliárias, e as definiu no parágrafo primeiro de seu artigo 44 nos seguintes termos: “A letra imobiliária é promessa de pagamento e quando emitida pelo Banco Nacional da Habitação será garantida pela União Federal”.

Em 1967, o setor financeiro se integra à Política Nacional de Habitação e, segundo Marcus André de Melo, a “gênese da fração de classe do capital financeiro operando na área do crédito imobiliário pode ser localizada nesse período” (MELO, 1998, p.86).

Nota-se um movimento de centralização de capital ao longo dos anos 1970 no setor bancário, impactando as Sociedade de Crédito Imobiliários (SCI) e as associações de poupança e empréstimo (APE). Estas operavam com recursos do SBPE, com a captação de recursos da poupança voluntária. Em decorrência desta centralização neste período se observa a liquidação de muitas das SCI independentes das APEs, restando apenas aquelas ligadas aos grandes bancos comerciais e bancos públicos (ROYER, 2009, P.57-8).

Em resumo, o desenho institucional do SFH estruturou sua atuação em três modalidades de atendimento: popular, atendido pelas Cohabs e destinado a famílias com rendimentos até 3 salários mínimos (faixa de atendimento expandida posteriormente para até 5 salários mínimos); econômico, atendido pelas cooperativas habitacionais e destinado a famílias com rendimentos de 3 de 6 salários (faixa também ampliada posteriormente); e médio, destinado a famílias com rendimentos superiores a 6 salários mínimos, cujo agente promotor eram as incorporadoras. Assim, da atuação do SFH se depreendem dois subsistemas, um para classes de baixos rendimentos e outro pra média e alta, respectivamente financiados pelo FGTS (poupança compulsória) e SBPE (poupança voluntária), ambos sob a lógica empresarial e capitalista de produção de habitação como mercadorias. Enquanto o primeiro contava com agente promotor estatal, no segundo o agente promotor era privado, as incorporadoras, e se financiava pelo SBPE – constituído pelas Sociedades de Crédito Imobiliário (SCIs), as Associações de Poupança e Empréstimo (APEs) e as Caixas Econômicas –, mas sempre com incisiva participação e regulação estatal. Em ambos a construção era realizada por empresas privadas contratadas (FIX, 2011, p.97).

A primeira fase do BNH e do SFH corresponde, portanto, à estruturação institucional, com a promulgação das leis que fundam e organizam o sistema e suas bases de financiamento (ROYER, 2009, p. 53).

O BNH modifica seu estatuto jurídico no início dos anos 1970, se tornando uma empresa pública e, passando a operar como banco de segunda linha, concedia os financiamentos a outros agentes que então repassavam o crédito aos mutuários finais, sob a fiscalização e controle do BNH. Tal mudança na forma de operação do Banco, segundo Maricato (1987, p. 35), é uma forma de se eximir das críticas dos mutuários insatisfeitos e uma busca por maior rentabilidade, abalada pelo alto grau de inadimplência nesta época.

Tem início uma segunda fase de operação do BNH, que começa a financiar um número maior de projetos desenvolvimento urbano³⁹, tendo como clientes estados, municípios e companhias de saneamento. Os programas formulados neste sentido vão ganhando importância relativa no orçamento do Banco em detrimento daqueles ligados à habitação (MARICATO, 1987, p. 36). Tais programas foram responsáveis por injetar recursos na construção civil e colaboraram com o grande crescimento econômico do país no período identificado como milagre brasileiro.

Assim, ao final da década de 1960 e início da seguinte, o BNH se desvia da sua atuação inicial que dava maior destaque ao financiamento para os estratos de renda mais baixa e, deste modo, os “financiamentos do SFH passaram privilegiar as obras urbanas e a produção de edifícios de apartamentos para população de renda média alta” (FIX, 2011, p.101).

Parte dessa mudança pode ser entendida como a necessidade do BNH de buscar clientes com capacidade de pagamento, visto que o principal programa de habitação popular, o Mercado de Hipotecas, tinha sido um fracasso, resultando em taxas altíssimas de inadimplência (ROYER, 2009, p. 56).

Posteriormente, entrando na terceira fase identificada por Royer (2009), o BNH lança o Plano Nacional de Habitação Popular (PLANHAP), numa tentativa de dar maior relevo aos financiamentos às faixas de renda mais pobres e, desta forma, “o PLANHAP marca o início da tendência de correção das experiências frustradas do BNH em relação à habitação popular” (MARICATO, 1987, p. 42).

O lançamento do PLANHAP é um reconhecimento público por parte do governo de que o BNH e o SFH não haviam logrado atender ao público para o qual havia sido criado, constatando que a Carteira de Operação de Natureza Social representava em 1974, 8,21% do total dos financiamentos concedidos pelo SFH, enquanto que a carteira do SBPE representava nesse mesmo ano, 60,61% do total de financiamentos do SFH (ROYER, 2009, p. 56).

É dada uma importância maior à Carteira de Operações Sociais, e se amplia, em 1976, a faixa de atendimento das Cohab, para 3 a 5 salários mínimos.

Em sua quarta etapa antes da crise financeira do sistema, que começa em 1983 e culmina com sua extinção em 1986, são implementados pelo BNH os programas Financiamento de Construção, Conclusão, Ampliação ou Melhoria de Habitação de Interesse Social (1977), a reformulação do Programa de Lotes Urbanizados (1978), e o Programa de Erradicação da Sub Habitação (1979), as quais Royer (2009, p. 57) chama de programas alternativos. Os projetos alternativos devem ser compreendidos no contexto do II

³⁹ Royer (2009, p. 55) cita como exemplo os projetos: Comunidade Urbana para Recuperação Acelerada – CURA (1972), Fundos Regionais para o Desenvolvimento Urbano (1973), Financiamento para Urbanização (1974), Financiamento para Sistemas Ferroviários para Transporte Urbano de Passageiros (1975), Financiamento para Planejamento Urbano (1975), Apoio ao Desenvolvimento de Pólos Econômicos (1976).

PND (1975-1979), sob a influência do Banco Mundial no país, que tinha grande respaldo sobre as decisões das políticas adotadas.

O “Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento” (IIPND – 1975-1979), é mais um amplo plano econômico lançando no Regime Militar. Tem entre seus objetivos levar a frente o processo de substituição de importações, privilegiando a indústria de bens de capitais e de bens de consumo duráveis. Neste sentido consolida-se o papel do BNH como “principal agente nacional da política urbana” (FIX, 2011, p. 105), financiando grandes obras que beneficiam as empresas de construção pesada.

O aumento das desigualdades de renda e a política de arrocho salarial, utilizada como política de contenção da inflação, levam à queda da massa salarial, causando uma retração do mercado residencial e do capital imobiliário atuante nesse mercado.

Como balanço geral, é importante frisar que, com a criação do BNH, o subsetor de edificações entra em uma nova fase, de expansão, com a elevação das taxas de crescimento e do número de empresas. Segundo FIX (2011, p. 98), se consolida a hegemonia das empresas de capital nacional, contribuindo para isso o estabelecimento de um mercado competitivo neste setor, estando as empresas internacionais mais interessadas em setores de maior concentração de capital. Cabe destacar, também, que o BNH e o fluxo de financiamento por ele gerado e gerido promovem o capital imobiliário incorporador, sendo este visto como essencial para a expansão do setor como um todo.

A promoção imobiliária atrai pequenos e médios capitais, que se reproduzem na produção de habitações para o mercado, por oposição à produção por encomenda” (FIX, 2011, p.100).

Outra questão relevante é a relação entre a instituição do SFH e a especulação imobiliária. FIX (2011), citando estudo realizado pela Seplan (Secretaria de Economia e Planejamento do Estado de São Paulo), aponta que os financiamentos e as carteiras hipotecárias seriam centrais à especulação, pois que garantem a liquidez deste mercado, sendo os contratos realizados como se fossem à vista (SEPLAN *apud* FIX, 2011, p.100-101).

Os anos 1980 são marcados pela grave crise econômica enfrentada pelo país. O drástico declínio das taxas de crescimento, a ruptura do financiamento externo, a crise da dívida externa e as condições impostas ao seu pagamento pelos organismos internacionais com o conseqüente desequilíbrio fiscal e financeiro, são o pano de fundo deste período (CARNEIRO, 2002, p. 179). A queda no crescimento é acompanhada pela regressão do

investimento e pela transferência de recursos reais ao exterior e perda de reservas para o pagamento da dívida⁴⁰, além da escalada do processo inflacionário.

Sob esta conjuntura da crise econômica pela qual passa a economia brasileira nos anos 1980, a queda dos salários, o aumento do desemprego e o aumento dos saques junto ao FGTS, resultam em uma redução expressiva das arrecadações deste fundo, bem como das arrecadações pela poupança voluntária captadas no âmbito do SBPE, sendo estes fatores importantes no desequilíbrio econômico-financeiro do BNH em sua fase terminal, pois que afetam significativamente as fontes que lhe davam sustentação.

A extinção do BNH leva a uma fragmentação da estrutura institucional e financeira da política de financiamento habitacional e imobiliário, que passa a ser regulado e controlado pelo Banco Central e pelo Conselho Monetário Nacional, e se observa uma queda substancial nos fluxos de investimentos no SFH. A Caixa Econômica Federal passa a ser o agente financeiro do SFH e o operador do FGTS (ROYER, 2009, p. 58).

Dada a crise fiscal e financeira, o quadro de ajuste fiscal imposto e com a mingua das fontes de financiamento da política urbana e de financiamento público, o autofinanciamento por parte das empresas é colocado como a alternativa restante ao setor imobiliário. Deste modo, ocorre “um retorno ao padrão de construção residencial típico das décadas de 1930 e 1950 de corte contratista e em pequena escala (incorporação a preço de custo) para um segmento de alta renda” (Melo *apud* FIX, 2011, p. 112).

A crise da economia brasileira e, conseqüentemente, do financiamento público da habitação, recolocou a necessidade de utilização de recursos próprios das empresas na promoção imobiliária, obtidos em grande parte pela antecipação da captação junto ao comprador [...] Não eram as máquinas nem os trabalhadores que ditavam o ritmo, mas sim o arranjo delicado que combinava financiamento bancário com o pagamento das prestações pelos clientes (FIX, 2011, p.112-113).

No Governo Collor, com o bloqueio de 60% do saldo das poupanças e grande saque pelos depositantes do montante restante que foi permitido, o saldo dos recursos vinculados ao SBPE se reduz a menos de um quarto e, deste modo, “o bloqueio da poupança fez com que o *funding*, que fornecia condições para que o sistema pudesse operar, praticamente deixasse de existir. A partir daí a captação de recursos da poupança foi crítica durante toda a década de 90 em comparação com os números da década de 70” (ROYER, 2009, p. 61).

O período da transição democrática se traduz em uma política errática e sem uma reestruturação institucional consistente da política habitacional e das bases de seu financiamento, que se estende aos anos seguintes. Sem prejuízo da afirmativa acima, observa-se uma retomada pontual dos financiamentos em 1990 e 1991, ainda bem menores que nos anos de pleno funcionamento do BNH e, em quase sua totalidade, centrado nos

⁴⁰ O Governo Sarney, em fevereiro de 1987, em decorrência dos níveis alarmantes das reservas cambiais do país, e com a contínua saída de capitais, chega a decretar a moratória da dívida externa, que ao fim significou a suspensão do pagamento dos juros por um curto período.

recursos do FGTS. A destinação destes recursos do FGTS foi alvo de uma Comissão Parlamentar Mista de Inquérito no Congresso Nacional para que fossem apuradas irregularidades.

Até mesmo devido à conturbada passagem de Collor na presidência, segundo Royer (2009, p. 68), o Governo de Itamar Franco implementa ações no sentido de dar maior controle social e transparência à administração pública e no mesmo sentido caminhou a instrução nº 1.980 do Conselho Monetário Nacional (CMN), órgão do Banco Central que, com a extinção do BNH, passa a ter importância ainda mais destacada na regulação e direcionamento da poupança e dos recursos em financiamentos habitacionais.

Nesse mesmo propósito, em 1993, o CMN editou a Resolução CMN nº 1.980, que procurou disciplinar o direcionamento dos recursos captados pelas entidades integrantes do SBPE e as operações de financiamento efetuadas no âmbito do SFH, estabelecendo quem fazia parte do sistema e determinando regras e normas visando tornar mais clara as regras de funcionamento do mesmo (ROYER, 2009, p. 68).

A política habitacional no primeiro governo Fernando Henrique Cardoso ficou subordinada à Secretaria de Política Urbana do Ministério do Planejamento e Orçamento, que, em seus trabalhos de revisão do SFH e suas fontes de financiamento, apontou que o Sistema se apresentava esgotado, insuficiente e regressivo, além de centralizado e com pouco controle social, sendo estas as causas do fracasso do SFH (ROYER, 2009, p. 69). O desenho institucional e orçamentário criado a partir desse diagnóstico é comprometido, no entanto, pela política macroeconômica de ajuste fiscal instaurada com o Plano Real, tornando, assim, “a realização dos orçamentos iniciais do FGTS e mesmo do Orçamento Geral da União, apenas boas intenções” (ROYER, 2009 p. 70). A crítica aponta que tendo o governo centrado esforços “no remanejamento dos recursos onerosos existentes” a política habitacional estava reduzida “a uma questão financeira e de mercado” (MARICATO *apud* ROYER, 2009, p. 70), “o que se expressa na redução do número de contratações” (FIX, 2011, p. 125).

Cabe lembrar que, após um período de paralisações das contratações pelo FGTS, em decorrência dos acontecimentos do período Collor, estas são retomadas em 1995. O Programa Carta de Crédito Individual se institui como o principal programa deste período vinculado às receitas do FGTS. Arretche (2002) mostra as mudanças na política habitacional no período, privilegiando o programa citado em detrimento de outros como o Pró-Moradia, este dirigido para a população com ganhos até 3 salários mínimos e que contava com “intermediação de agentes promotores públicos, prefeituras e órgãos da administração direta e indireta para a construção ou melhoria de unidades habitacionais ou para a execução de modalidades diversas de infra-estrutura urbana”. Já o Programa Carta de Crédito Individual estava focado na população de até 12 salários mínimos e se constituía em

“conceder financiamentos diretamente ao mutuário final para que este pudesse adquirir uma moradia nova ou usada, ou mesmo construir ou reformar a sua”, diretamente no mercado.

Tais mudanças agem no sentido do desfinanciamento das empresas públicas e de introduzir mecanismos de mercado no financiamento habitacional. Sobre a política habitacional e as modificações implementadas neste período, aduz Arretche (2002):

Entre 1995 e 1998, a rede de empresas públicas de habitação recebeu 11,5% dos recursos do FGTS, via Programa Pró-Moradia, e 28% dos recursos destinados ao Programa Carta de Crédito Associativo. O Programa de Carta de Crédito Individual, por sua vez, recebeu 76% desses recursos, utilizados majoritariamente para a aquisição de imóveis usados. Portanto, via gestão seletiva das linhas de crédito, ocorreu uma inflexão significativa na política habitacional: de um modelo centrado no financiamento à produção de habitações novas, e assentado em uma rede de prestadoras públicas, para um modelo centrado no financiamento ao mutuário final e, particularmente, destinado à aquisição de imóveis usados [...]

A gestão seletiva das linhas de financiamento não foi um resultado não intencional, derivado da exigência de adimplência junto ao governo federal para obtenção de recursos do FGTS, isto é, o desfinanciamento das empresas públicas não foi resultado apenas das taxas de inadimplência das prestadoras públicas [...]

Assim, o desfinanciamento das empresas públicas fez parte de uma estratégia cujo objetivo central era introduzir mecanismos de mercado na gestão das políticas de desenvolvimento urbano.

Para Paulani (2013, p. 242), o início dos anos 1990 marca a passagem à quinta e atual fase de inserção externa da economia brasileira, fase na qual o país passa a atuar como um agente ativo no processo de financeirização, conforme salientamos no primeiro capítulo. Isso significa que a política econômica passa a atuar ativamente no sentido de inserir o país no processo de globalização econômica, o que implica na liberalização financeira em um cenário de crescente mobilidade internacional de capitais (CARNEIRO, 2002, P. 227). Para isso, era necessário primeiro que se procedesse à abertura comercial e financeira, com a estabilização monetária e a contenção dos elevados níveis inflacionários. Os instrumentos lançados com Plano Real têm esses objetivos, de modo que a concessão de isenções tributárias aos ganhos financeiros estrangeiros, a política monetária de elevados juros reais e o rígido controle fiscal, além do processo de privatização, garantiriam a absorção de poupança externa, viabilizando a manutenção da nova moeda sobrevalorizada e estável (PAULANI, 2013, p. 243).

Entre os resultados da abertura comercial e financeira, bem como do processo de privatizações, está a desnacionalização da propriedade em vários setores econômicos⁴¹. Entretanto, como destaca Fix (2011), o impacto no circuito imobiliário é diferenciado e não se observa concomitantemente o mesmo processo de desnacionalização pelo qual passam outros setores economia brasileira. Ao menos num primeiro momento, o que se observa é a coalizão entre os promotores imobiliários locais e investidores nacionais cujos investimentos buscavam atender as necessidades das novas empresas multinacionais que se instalavam no país em decorrência da maior abertura comercial ao capital estrangeiro. Assim, essa

⁴¹ Ver Carneiro (2002); Gonçalves (1999).

coalizão provia os empreendimentos imobiliários demandados pelo capital internacional ingressante no país, majoritariamente sob a forma de modernas torres comerciais, nos moldes daqueles que as empresas estrangeiras encontravam em seu país de origem. Ainda que a lógica de produção da cidade enquanto máquina de crescimento, ou da cidade enquanto mercadoria, guie há muito o setor imobiliário que se desenvolve aqui, este novo momento introduz novos produtos imobiliários ofertados e modifica também as paisagens urbanas das principais cidades brasileiras nas quais se instalam as multinacionais.

O setor imobiliário não acompanhou de início o salto de desnacionalização pelo qual passou a economia brasileira, a partir de 1995. No entanto, o capital internacional demandou, para se instalar na cidade, uma base hospedeira com características similares às aquelas encontradas nos países de origem. O resultado foi uma articulação entre promotores imobiliários locais e investidores nacionais – típica do funcionamento de uma máquina imobiliária de crescimento – para a construção de novas torres de escritório e complexos multiuso, que seriam alugados por empresas multinacionais. **A mobilidade de capitais característica da globalização foi, assim, acompanhada pela cristalização de uma fração de capital que circula no meio ambiente construído**, fenômeno diferente, portanto, daquele que caracterizou a globalização do imobiliário nos Estados Unidos, quando investidores estrangeiros passaram a comprar edifícios em cidades como Los Angeles, além de recebíveis imobiliários com a securitização da moradia [...]. (FIX, 2011, p.122, grifo nosso).

Como já citado anteriormente, o período inicial da década de 1990 é também marcado pela mingua do financiamento estatal para habitação, deixando a produção mais dependente dos financiamentos do capital financeiro privado. Como alternativa, com a estabilidade monetária promovida pelo Plano Real, o autofinanciamento (das empresas) antes praticado apenas nos produtos destinados para a classe de alta renda, passa também a ser viável para as classes média e média baixa, distinguindo-se por isso das incorporações típicas dos anos 1940. O esquema de financiamento é o mesmo, sendo o proprietário final quem financia a incorporadora/construtora, o que só é viabilizado pela estabilidade dos preços.

Na esteira das políticas macroeconômicas neoliberais implementadas nos anos 1990, no Brasil também caminha a construção do aparato legal e institucional que regulamenta o financiamento imobiliário e a política habitacional. É neste sentido que deve ser compreendida a implementação do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), marco regulatório central na discussão a que se propõe esta dissertação e imprescindível para compreensão do avanço da financeirização sobre o mercado imobiliário no Brasil.

É neste período que se inicia a construção de modo sistemático do aparato legal e de mecanismos financeiros que propiciam a maior conexão entre o sistema financeiro e o mercado imobiliário, modelo que continuou a ser aperfeiçoado e aprofundado nas décadas seguintes até os dias atuais. Serão criados novos instrumentos financeiros e dada nova regulamentação a outros já existentes que propiciarão uma aproximação definitiva do capital imobiliário com o mercado de capitais, acentuada nos anos seguintes.

A criação dos Fundos de Investimento Imobiliário (FII), de títulos como Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), a Cédula de Crédito Imobiliária (CCI), a Letra de Crédito Imobiliário (LCI), ou ainda de institutos jurídicos como a alienação fiduciária, deve certamente ser entendida como a instituição de inovações financeiras que, junto ao capital financeiro e ao imobiliário, formam a tríade (ou a “sagrada trindade”) aludida por Paiva (2007), citado na primeira seção do capítulo 3, que conformam o capital financeiro imobiliário. Essas inovações promovem uma progressiva abstração das formas jurídicas da propriedade imobiliária que propiciam o avanço da financeirização sobre o setor, conforme já argumentamos. Se a gestação desta fração de classe no Brasil começa a ser observada ainda entre os anos 1960 e 1970, sua consolidação tem início na passagem dos anos 1990. As inovações financeiras, como dito, são centrais a este processo, sendo o amálgama que dá o sentido de unidade a esta fração do capital. O avanço de tais inovações é sinal claro da consolidação da financeirização sobre o mercado imobiliário, que passará a exibir características típicas deste regime de acumulação.

Com rápida tramitação no congresso, o Sistema Financeiro Imobiliário é instituído pela Lei nº 9.514 em 1997, e sua criação tem como objetivo propiciar uma conexão efetiva do crédito imobiliário ao mercado de capitais e com isso “promover o capital imobiliário em geral”, conforme enunciado no artigo 1º da Lei. É importante dizer que não se extingue o SFH, que continua a operar com suas fontes de financiamento, FGTS e SBPE, e, assim, os dois sistemas continuam operando concomitantemente, inclusive com alguns pontos de interseção.

Buscaremos demonstrar a seguir que há um distanciamento entre o discurso que advoga pela captação privada de recursos centrado no mercado de capitais que fundamentou a criação do SFI e o seu funcionamento, já que se observa que é o fundo público que dá sustentação ao Sistema. É nesse mesmo sentido a afirmativa a seguir:

No final dos anos 1990 será criado o Sistema Financeiro Imobiliário que, embora objetivasse integrar o crédito imobiliário com o mercado de capitais, ainda tinha a caderneta de poupança e o FGTS como base importante para suas operações. O modelo advoga a captação de recursos no mercado de capitais, mas, na prática, propicia novas modalidades de captura dos fundos públicos (FIX, 2011, p.55).

A aprovação do SFI, inspirado no modelo estadunidense de financiamento imobiliário (FIX, 2008, p. 128; ROYER, 2009, p. 14), conta com forte apelo empresarial e do mercado financeiro que o colocam como alternativa ao fracassado SFH para superar a crise de crédito imobiliário e habitacional. São apontadas como falhas do SFH: a taxa de juros fixa; a falta de ligação do SFH com os demais segmentos do mercado de capitais; a instabilidade gerada pela incerteza dos prazos de permanência dos depósitos dos fundos de financiamento; além de seu caráter pró-cíclico. Deste modo, o “SFI foi considerado um

avanço em relação ao SFH pelas características de livre mercado que continha sua formulação” (ROYER, 2009, p. 99).

Segundo Royer (2009, p. 103), o debate criado entorno do SFI quando da sua elaboração e mesmo seu texto legal é dominado pela perspectiva da corrente de pensamento econômico da Nova Economia Institucional (NEI). Sob essa abordagem, a chave para o desenvolvimento do mercado imobiliário dependia de que se criasse um ambiente atrativo para os investidores privados mediante a flexibilização da regulamentação do crédito imobiliário no sentido de possibilitar a atuação das leis do livre mercado. Assim, o papel do Estado deveria se limitar à melhoria do ambiente institucional, ao fortalecimento do mercado secundário dos títulos financeiros imobiliários criados a partir do SFI e à desburocratização do processo de registro de imóveis que irão servir de lastro a esses títulos. Com isso, o mercado de financiamento imobiliário no Brasil deveria almejar patamares similares aos mercados de países como Chile, México e Espanha.

Sendo assim, uma das principais características do SFI é que ele não tem uma fonte de financiamento determinada, ou direcionada, como o SFH, pois sua fonte principal advém do mercado de capitais, do mercado primário e secundário dos títulos imobiliários financeiros criados.

O SFI prevê, em seu modelo teórico, que o coração do sistema seja a captação de recursos em um mercado secundário de títulos de créditos e recebíveis imobiliários (ROYER, 2009, p.100).

A lei que institui o SFI cria também os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e introduz a securitização de créditos imobiliários no sistema legal brasileiro. Cria também a figura da companhia securitizadora e autoriza a alienação fiduciária de bens imóveis como garantia do financiamento imobiliário. Estes mecanismos são cruciais para que se promova o financiamento imobiliário nestes novos moldes e se viabilize o mercado secundário dos títulos financeiros imobiliários. Conforme debatido na seção anterior a securitização é central para a superação da baixa liquidez dos ativos imobiliários físicos que passam agora a lastrear os títulos financeiros negociáveis no mercado secundário. Torna-se, assim, necessário também que os bens garantidores dos financiamentos tenham mínimo possível de entraves à sua execução em caso de inadimplência.

É neste sentido que a autorização da alienação fiduciária de bens imóveis é considerada um grande avanço para a securitização e formação do mercado de títulos imobiliários. A alienação fiduciária é definida pelo artigo 22 da lei 9.514 como “o negócio jurídico pelo qual o devedor, ou fiduciante, com o escopo de garantia, contrata a transferência ao credor, ou fiduciário, da propriedade resolúvel de coisa imóvel”. Adquirir um imóvel em alienação fiduciária significa que o comprador deixa como garantia do crédito financiado o próprio imóvel, ficando o credor como seu proprietário, e possuidor indireto, até

que seja quitado o valor integral contratado. O comprador devedor, ou fiduciante, mantém apenas a posse direta do imóvel, até que seja paga a totalidade de dívida, quando então se torna seu possuidor pleno, isto é, proprietário, ou ainda, conforme o artigo 25 da lei supracitada, “com o pagamento da dívida e seus encargos, resolve-se, nos termos deste artigo, a propriedade fiduciária do imóvel”.

Assim, ao dar o bem imóvel em garantia ao financiamento por meio da alienação fiduciária, transmitindo a propriedade do imóvel ao credor do financiamento, o uso do expediente da alienação fiduciária facilita enormemente a execução da dívida em caso de inadimplência. Neste caso, com a alienação fiduciária não é preciso a execução judicial do imóvel em garantia, sendo o procedimento realizado no cartório de registro de imóveis. Se torna, assim, muito mais célere o processo de retomada do bem, que será leilado para a apuração dos valores devidos. Se comparada à execução de hipoteca, que pode levar até 10 anos, a retomada do bem, e com isso do crédito, é extremamente mais célere quando pactuada a alienação fiduciária, sendo possível realizar todo o procedimento em apenas 6 meses (ROYER 2009, p. 116). Por isso, este instituto jurídico é tão mais afeito à lógica do mercado financeiro, em que a liquidez é o paradigma essencial. Os imóveis que servem de lastro aos títulos emitidos no âmbito do SFI podem, com isso, efetivamente servir como garantia à inadimplência do tomador do crédito, seguindo a uma temporalidade própria ao mercado financeiro.

Entre as principais inovações financeiras está a criação do CRI, definido assim pelo artigo 6º da lei 9.514: “é título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro”. O CRI é um valor mobiliário que pode ser negociado no mercado de capitais, de emissão exclusiva das companhias securitizadoras e originado pela própria securitizadora ou cedido a ela por outro originador. O CRI segue o mecanismo básico da securitização, pois transforma um fluxo de recebíveis imobiliários devido ao originador (uma dívida imobiliária ou um financiamento imobiliário concedido pelo originador) “de médio ou longo prazo em ativos financeiros negociáveis à vista, propiciando novas alavancagens financeiras para empresas incorporadoras, construtoras, imobiliárias, instituições financeiras — todas aquelas que possuem créditos com lastro imobiliário e que possam atrelar a eles uma garantia também imobiliária” (CVM, 2014, p. 277).

Em outras palavras, a operação de securitização transforma recebíveis de médio e longo prazos em títulos negociáveis no mercado de capitais, permitindo que incorporadoras, construtoras, imobiliárias e instituições financeiras detentoras de créditos imobiliários possam recompor seu capital de giro para realizar novos investimentos, sem a necessidade de aumentar seu grau de endividamento (ANBIMA, 2015, p. 15).

Para viabilizar as operações com estes títulos a legislação regulamentou a participação dos agentes fiduciários e as agências de classificação de risco de crédito, além das já citadas companhias securitizadoras. Posteriormente, para o aperfeiçoamento do mercado de títulos financeiros imobiliários foram criados outros títulos ou reformulados títulos já existentes. Neste sentido, a Lei 10.931 de 2004 é um marco regulatório importante. Esta lei dá novos termos ao instituto do patrimônio de afetação, que estabelece a segregação dos ativos de um empreendimento do restante dos ativos das incorporadoras, protegendo os adquirentes deste empreendimento no caso de falência da incorporadora. A constituição de patrimônio de afetação em separado também é utilizada na aquisição do CRI em relação ao patrimônio da securitizadora, protegendo neste caso os adquirentes do CRI.

A Cédula de Crédito Imobiliária (CCI) é criada pela Medida Provisória 2.223 de 2001 e regulamentada definitivamente pela Lei 10.931 de 2004. A criação da CCI representou um impulso ao mercado de CRI, pois grande parte destes últimos títulos são lastreados nas CCI. A Cédula de Crédito Imobiliário é um título executivo extrajudicial emitido pelo próprio credor e representa o crédito imobiliário em si. Pode ser integral ou fracionária a depender se representa a totalidade ou apenas uma fração do crédito. Tem como objetivo “facilitar e simplificar a cessão do crédito”, pois “como a cessão pode ser feita mediante o endosso no próprio título, sem necessidade de formalização com um contrato de cessão, independentemente de autorização do devedor, a negociação dos créditos é mais ágil” (CVM, 2014 p. 277). É por representar maior agilidade nas negociações dos créditos imobiliários que a CCI tem se consagrado como lastro da emissão de CRI. Desta forma, o credor de um crédito imobiliário emite a CCI e realiza um contrato de cessão de crédito com as securitizadoras, que por sua vez emitem o CRI e os colocam no mercado.

A Letra de Crédito Imobiliário (LCI) também foi criada pela Medida Provisória 2.223 de 2001 e regulamentada definitivamente pela Lei 10.931 de 2004. A LCI é uma outra modalidade de título financeiro imobiliário similar ao CRI, lastreadas em créditos imobiliários e garantidos por hipoteca ou pela alienação fiduciária de bem imóvel. Trata-se também da securitização de crédito imobiliário. A grande distinção em relação ao CRI é quanto ao emissor, já que “embora ambos os ativos estejam lastreados em créditos imobiliários, na LCI o emissor é uma instituição financeira, que também pode ser a originadora do crédito, enquanto no CRI é uma securitizadora” (ANBIMA, 2015, p. 59). Ou seja, enquanto a emissão do CRI é de exclusividade das securitizadoras, a LCI pode ser emitida por bancos múltiplos e comerciais entre outras instituições financeiras⁴². Outra diferença é em relação à

⁴² Nos termos do artigo 12 da Lei 10.931/2004: “Os bancos comerciais, os bancos múltiplos com carteira de crédito imobiliário, a Caixa Econômica Federal, as sociedades de crédito imobiliário, as associações de poupança e empréstimo, as companhias hipotecárias e demais espécies de instituições que, para as operações a que se refere este artigo, venham a ser expressamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil, poderão emitir, independentemente de tradição efetiva, Letra de Crédito Imobiliário – LCI.

instituição do patrimônio de afetação: enquanto os CRIs estão cobertos pela constituição do patrimônio em separado em caso de falência das securitizadoras que os emitem, as LCIs não estão. Por outro lado, os investimentos em LCI contam com a garantia do fundo garantidor de crédito (FGC), até o valor de 250 mil reais, o que não acontece com os investimentos em CRI. Ambos são isentos de imposto de renda para o investidor pessoa física.

Deve ser citada, ainda, a Cédula de Crédito Bancário (CCB), que “é um título de crédito em favor de uma instituição financeira, baseado na promessa de pagamento decorrente de uma operação de crédito” (ANBIMA, 2015, p. 23), de qualquer modalidade, não exclusivamente um crédito imobiliário. É também a Lei 10.931 de 2004 que regulamenta a CCB. Citamos este título pois muitas vezes os CRI são lastreados em títulos desse tipo, mas para isso a CCB deve ter sua origem obrigatoriamente em um crédito imobiliário, sendo neste caso bastante similar à CCI.

Outro título financeiro imobiliário existente é a Letra Hipotecária (LH). São títulos garantidos por créditos hipotecários que podem ser emitidos por “instituições financeiras que atuam na concessão de financiamentos com recursos do Sistema Financeiro da Habitação e companhias hipotecárias, como associação de poupança e empréstimo, bancos múltiplos com carteira de crédito imobiliário” (CVM, 2014, 278). Embora regulada desde 1988 essa letra vem perdendo espaço no mercado significativamente desde a instituição da alienação fiduciária de bens imóveis, que tornou a execução dos imóveis em garantia muito mais célere do que as hipotecas, conforme argumentamos anteriormente.

Recentemente foi criada também a Letra Imobiliária Garantida (LIG), pela Medida Provisória nº. 656 de 2014, convertida na Lei nº 13.097, de 19 de janeiro de 2015. Contudo, a LIG ainda não foi regulamentada pelos órgãos infralegais, e por isso ainda não há a emissão destes títulos. A LIG combina características do CRI e da LCI, sendo de emissão exclusiva dos bancos. A LIG é lastreada em uma “carteira de ativos”, que por sua vez pode ser composta, além de créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de coisa imóvel – exatamente como as LCIs – e de títulos do Tesouro Nacional, “instrumentos derivativos contratados por meio de contraparte central garantidora”. A inclusão destes derivativos seria “uma forma de se internalizar relações contratuais acessórias – que geralmente acompanham a emissão de títulos de dívida e a concessão de empréstimos por instituições bancárias – à própria estrutura de obrigações do contrato principal. Com isso, a instituição emissora repassa ao investidor final os custos de proteção envolvidos na operação, reduzindo sua exposição a riscos” (PEREIRA, 2015, p. 117). Para alguns agentes do mercado financeiro esse novo título pode absorver investimentos potenciais em CRI, prejudicando a desintermediação bancária deste canal de financiamento.

Privilegiaria, por isso, “grandes bancos que dominam o mercado de crédito imobiliário no país, contribuindo para consolidar uma situação de oligopólio” (PEREIRA, 2015, p. 117).

A criação dos Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPAC) certamente deve ser incluída entre as inovações financeiras de base imobiliária destacadas aqui. Como esse título tem especial relevância para os objetivos desta dissertação, ele será analisado em maiores detalhes no capítulo final. Por ora, cabe destacar que a proposta de utilização dos CEPACs surgiu em 1995, no início da Operação Urbana Faria Lima, na cidade de São Paulo, mas só foi viabilizada após a aprovação do Estatuto da Cidade, Lei 10.257 de 2001, importante marco jurídico que regulamenta o capítulo da política urbana enunciado na Constituição Federal de 1988. Além da previsão legal no Estatuto da Cidade, os CEPACs são regulados pela Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (ICVM) nº 401/03, e são valores mobiliários emitidos por prefeituras, utilizados como meio de pagamento em contrapartida da outorga de direito adicional de construção, dentro do perímetro de uma Operação Urbana Consorciada.

Cabe ressaltar que recebíveis originados de contratos de compra e venda de CEPAC também podem ser utilizados para a emissão de CRI, e operações deste tipo foram utilizadas nas OUC Faria Lima e também na OUC Porto Maravilha.

Por fim, uma das principais inovações financeiras imobiliárias das últimas décadas foi a instituição dos Fundos de Investimento Imobiliário (FII). Este tipo especial de fundo de investimento foi criado pela Lei nº 8.668, ainda em 25 de junho de 1993, sendo, portanto, anterior ao SFI.

[...] os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) ganharam impulso no governo FHC, e inseriram-se no conjunto de tentativas de aproximação do imobiliário e do mercado de capitais, que se desdobrariam mais adiante de modo mais amplo com o Sistema de Financiamento Imobiliário (FIX, 2011, p.126).

A legislação que institui o FII aponta, de alguma maneira, o início da formulação de um novo aparato regulatório que possibilitou efetivamente a incorporação de mecanismos típicos do mercado financeiro ao setor imobiliário. Talvez por isso mesmo, embora criados em 1993, os FII só começam a ganhar maior relevância recentemente com estabelecimento mais robusto deste novo ambiente regulatório, e após serem instituídas novas regulamentações, entre as quais a ICVM nº 472, de 2008.

[...] os FIIs também demoraram a ganhar expressão na indústria de fundos brasileira, o que ocorreu após revisões na regulamentação, em especial a edição da Instrução da CVM nº 472/08, quando o produto começou a se consolidar como importante veículo de captação de recursos (ANBIMA, 2014, p. 13-4).

Tendo como referência a regulação estadunidense aplicada aos *Real Estate Investment Trust* (REIT), os FII são instituídos pela Lei nº 8.668/1993 como a “comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, na forma da

Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários”, sob a forma de condomínios fechados.

Antes da ICVM nº 472, estes fundos podiam investir apenas em empreendimentos imobiliários, ou seja, bens imóveis, seja um terreno ou um edifício, prontos ou em construção, para venda ou locação. A principal alteração da instrução de 2008 foi ampliar os tipos de ativos em que é permitido ao FII investir, entre eles CEPAC, CRI, LCI, LH e cotas de outros FII ou de outros tipos de fundos de investimento desde que invistam exclusivamente em ativos de base imobiliária. Podem, ainda, investir em outros valores mobiliários sem relação com o setor imobiliário, mas estes investimentos são limitados a 20% do patrimônio líquido do FII (ANBIMA, 2014, p. 22).

Basicamente, o FII é um veículo que capta recursos de investidores para aplicação em ativos de base imobiliária. Os investidores passam a ser proprietários de cotas do fundo, que são frações ideais do patrimônio do fundo e dão direito ao recebimento de rendimentos gerados pelos investimentos realizados. A constituição do fundo mediante a emissão de cotas em contrapartida ao capital nele investido é chamada de colocação primária. Essas cotas podem ser posteriormente vendidas no mercado secundário caso o regulamento do fundo preveja esta possibilidade, ao que se chama de colocação secundária, de maneira semelhante ao mercado de ações. Os fundos podem ter apenas um cotista, como é o caso do Fundo de Investimento Imobiliário Porto Maravilha (FIIPM) que trataremos no capítulo 4, ou múltiplos cotistas.

O FII pode adotar diversas estratégias de investimento. Podem investir na compra de um imóvel, seja um terreno ou um edifício, para incorporação e posterior venda. Podem, também, investir na construção ou compra de imóvel acabado para locação ou arrendamento. Podem investir apenas em títulos financeiros, ou, ainda, em uma mescla dessas estratégias. Os valores apurados nas transações remuneram os cotistas.

Através do FII é possível reunir capital para investimento em determinados empreendimentos sem se fragmentar a propriedade do imóvel, sendo o fundo proprietário do imóvel e os investidores donos de cotas do fundo, que representariam neste sentido frações do empreendimento. O FII pode, contudo, ser proprietário de um imóvel inteiro ou apenas de uma fração deste, como por exemplo um andar de um prédio.

Com os fundos de investimento imobiliário é possível atrair o investimento de agentes que não estão necessariamente interessados no uso do imóvel construído, desvinculando, assim, o uso da propriedade⁴³. O empreendimento é tratado então “como um

⁴³ A rigor, a desvinculação entre o uso e a propriedade imobiliária não é uma especificidade do FII, ou dessas novas formas jurídicas assumidas pela propriedade imobiliária. Ela é necessária à própria mercantilização dos imóveis. Mesmo nos primórdios do capital imobiliário mercantil essa desvinculação se fazia presente, já que o construtor não estava interessado no uso da propriedade. Ademais, há muito existem instrumentos jurídicos que estabelecem essa desvinculação, como o usufruto, por exemplo, e que nem está

ativo financeiro com maior liquidez, colocado ao lado de outros no portfólio de um investidor” (FIX, 2011, p.126). A maior vantagem para o investidor é a liquidez proporcionada por se tornar proprietário de cotas do fundo e não do imóvel em si, o que não quer dizer que ela se realizará. Nesta perspectiva, a liquidez depende da formação de um mercado secundário robusto.

Esta modalidade de fundo de investimento representa uma evolução na abstração da forma jurídica da propriedade imobiliária, e a constituição de um mercado secundário de suas cotas representa a formação de capital fictício, nos mesmo termos da argumentação de Hilferding (1985) para o mercado de ações, debatida no primeiro capítulo.

Cada vez mais os investimentos do setor imobiliário contam com a atuação de fundos de investimentos imobiliários, com destaque para as inversões realizadas por fundos de pensão. Como veremos no capítulo 4, muitas empresas do setor imobiliário têm utilizado essa estratégia no âmbito da Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha, inclusive com participação de capital estrangeiro. Além disso, os investimentos do FGTS e a própria participação da Prefeitura da Cidade do Rio de Janeiro no arranjo financeiro do projeto se deu através de fundos de investimento desse tipo.

A economia brasileira nos anos 2000 é marcada pela retomada do crescimento econômico, beneficiada por um ambiente externo de maior crescimento e ampliação do comércio e da liquidez internacional. O papel do Estado e de seus investimentos como indutor do crescimento econômico voltam a ser centrais neste contexto. Essas bases possibilitam que o país passe relativamente bem pela crise de 2008. Principalmente na segunda metade desta década, em que se observa um crescimento ainda maior, com o Governo Lula, as políticas econômicas passam a assumir um caráter eminentemente expansionista, dando ao mercado interno novamente um papel mais relevante no crescimento do país. Contribuíram para este cenário medidas sistemáticas de elevação do salário mínimo, de inclusão social através, sobretudo, da ampliação do consumo de massa, a retomada do investimento de estatais e do consumo do governo, além de um movimento de redução das taxas reais de juros (SERRANO; SUMMA, 2012). A atuação dos bancos públicos e a significativa ampliação do crédito são também fundamentais e impactam sobremaneira o setor imobiliário.

Nos últimos anos, já no Governo Dilma, este cenário começa a se deteriorar. O crescimento econômico reduz seu ímpeto e as pressões inflacionárias voltam à cena. A taxa SELIC volta a subir entre 2010 e o início de 2012, tem novamente uma queda entre 2012 e

associado à mercantilização destes bens. Contudo, o que queremos destacar é que essa desvinculação no contexto tratado aqui, expõe novos atributos. O essencial é que a propriedade imobiliária passa a ser tratada como um ativo financeiro. O investidor não está interessado nos atributos físicos do empreendimento, mas sim na rentabilidade que o investimento neste empreendimento proporcionará. De fato, enquanto investidor, este agente está impossibilitado de usar o imóvel de que o fundo imobiliário é proprietário. Os direitos do investidor, não se confunde os direitos reais do fundo sobre o imóvel.

2013, atingindo seu menor valor em toda série histórica, mas retoma a trajetória de alta que segue até os dias atuais. Em 2016 ela volta a patamares de 2006 estando no momento (julho de 2016) em 14,25% ao ano. Podemos dizer que houve neste período uma mudança nas políticas econômicas que passam a assumir um caráter restritivo sob a justificativa de controle dos níveis de inflação. O ajuste fiscal e monetário passa a ser o condutor das políticas macroeconômicas, dúbias em certos aspectos, em que se destaca a tendência de redução do crédito como um todo, ainda que o crédito imobiliário continue estimulado (SERRANO; SUMMA, 2012, p. 174). Ainda que seja importante notar a piora no cenário internacional, nos parece que a condução das políticas macroeconômicas contribuem para reforçar o quadro de baixo crescimento, inclusive com pouca efetividade no controle inflacionário a que se propunha.

O setor imobiliário acompanha estes movimentos da econômica brasileira no período, impactados também o SBPE e o FGTS. Estes fundos continuam a ser as principais fontes de financiamento do setor, a despeito da implementação e do crescimento da captação de recursos pelos novos canais criados pelo SFI.

Conforme argumentamos a seguir, a instituição dos títulos financeiros imobiliários e do SFI têm propiciado a captura das principais fontes de financiamento da habitação. Ao contrário do anunciado quando da criação deste novo sistema, o que ainda hoje dá sustentação a ele é o fundo público, destacadamente o SBPE e FGTS.

A propalada superioridade do SFI em relação à operacionalização e capacidade de captação de recursos e a confusão entre os objetos de financiamento do SFI e do SFH vão, aos poucos, rompendo a barreira distintiva entre um modelo estruturado pelo crédito dirigido e pela alocação política dos recursos no sistema e um modelo supostamente estruturado pela livre captação de recursos no mercado financeiro. E, assim como já ocorrera com o SFH nos tempos do BNH, tal confusão permite que os recursos do SBPE e do FGTS sejam canalizados para o financiamento de unidades de maior valor, por famílias de maior poder aquisitivo, em um processo concentrador de renda e de riqueza [...] A qualificação do SFI como sistema apto a financiar a política habitacional é, neste sentido, um processo ideológico que visa, justamente, a operação do seu contrário – a captura do sistema de crédito subvencionado e a concentração dos recursos do sistema em detrimento dos grupos de menos poder aquisitivo. (ROYER, 2009 p. 133).

Após um período de queda significativa na promoção de habitações nos anos 1990, em decorrência do cenário macroeconômico – que desestimulava a atividade produtiva – e da própria insuficiência das políticas habitacionais, nos anos 2000 essa atividade é retomada e o financiamento habitacional no âmbito do SFH volta a ter números significativos, superiores aos melhores anos do BNH (ROYER, 2009, p. 71).

O crescimento do número de habitações financiadas e dos valores concedidos por meio do SBPE é notável, sobretudo na segunda metade dos anos 2000. São fundamentais para isso a melhoria do ambiente regulatório para o investimento de construtoras e incorporadoras dando-lhes maior segurança jurídica, no que se destaca a adoção do

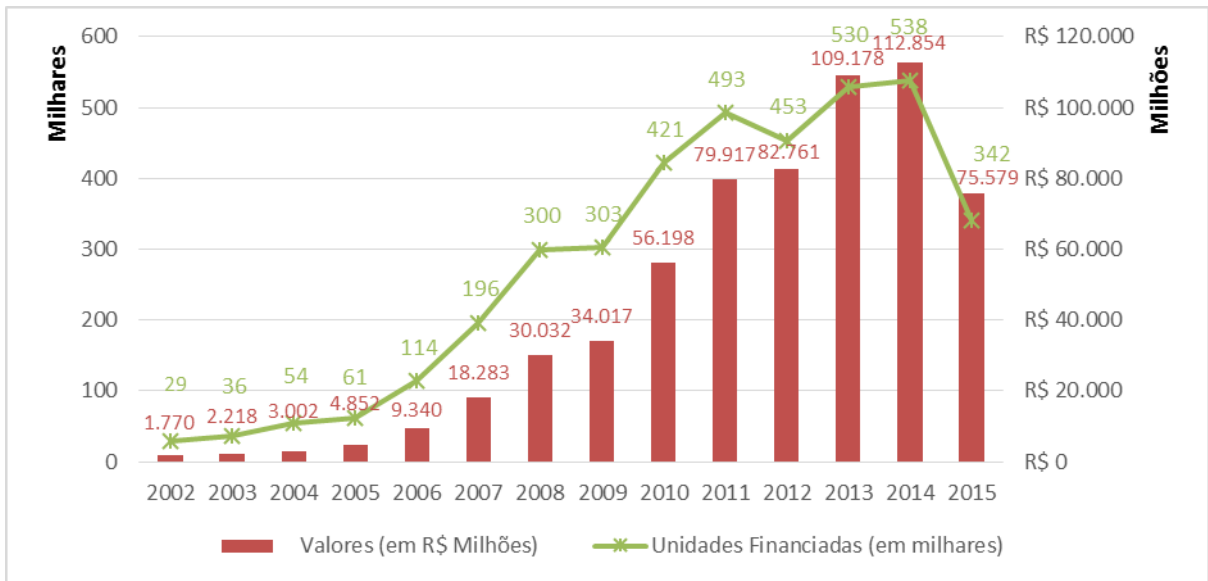
instituto da alienação fiduciária, aprovada em 2004, como vimos. Na outra ponta, e talvez ainda mais relevante, a elevação do crédito ao consumidor - com melhores condições de juros, prazo e exigência de valores menores de entrada nos financiamentos para a pessoa física - contribui para estas estatísticas. Some-se, ainda, as quedas contínuas da taxa SELIC e o melhor desempenho macroeconômico de maneira geral que, por certo, afetam o financiamento habitacional (ROYER, 2009, p. 73).

Há uma clara reversão do quadro dos anos 1990. Os números de unidades habitacionais e valores financiados pelo SBPE coadunam com a identificação de um *boom* imobiliário próximo ao ano de 2008, atingindo os maiores valores registrados até então. Os valores em 2008 são maiores do que os do período entre 1995 a 2002 somados, conforme mostra Royer (2009, p. 74). A autora vai mostrar que o grande crescimento do financiamento em todos os seguimentos tem o SBPE como fonte crucial de financiamento, seja para imóveis novos, usados, à taxa mercado, ou no âmbito do SFH.

À luz dos números de hoje, podemos afirmar que 2008 era apenas o início deste boom, que parece se encerrar em 2014. Neste período, as unidades e os valores financiados pelo SBPE crescem vertiginosamente, passam de 300 mil para 538 mil unidades e o valor nominal dos financiamentos vão de pouco mais de R\$ 30 bilhões para quase R\$113 bilhões. O volume de recursos em saldo e os resultados de captação líquida (depósitos - saques) do sistema de poupança também mostram seus melhores resultados entre 2008 e 2014. Se até 2008 estas séries mostram grande evolução, o crescimento entre 2008 e 2014 é ainda muito superior e mudam os valores observados de patamar.

Porém, já em 2014 esses indicadores mostram alguma desaceleração, sendo um ponto de inflexão nestas séries históricas. A partir de 2015, todas as series analisadas entram em declínio, tendência que parece persistir e se agravar nos primeiros meses de 2016.

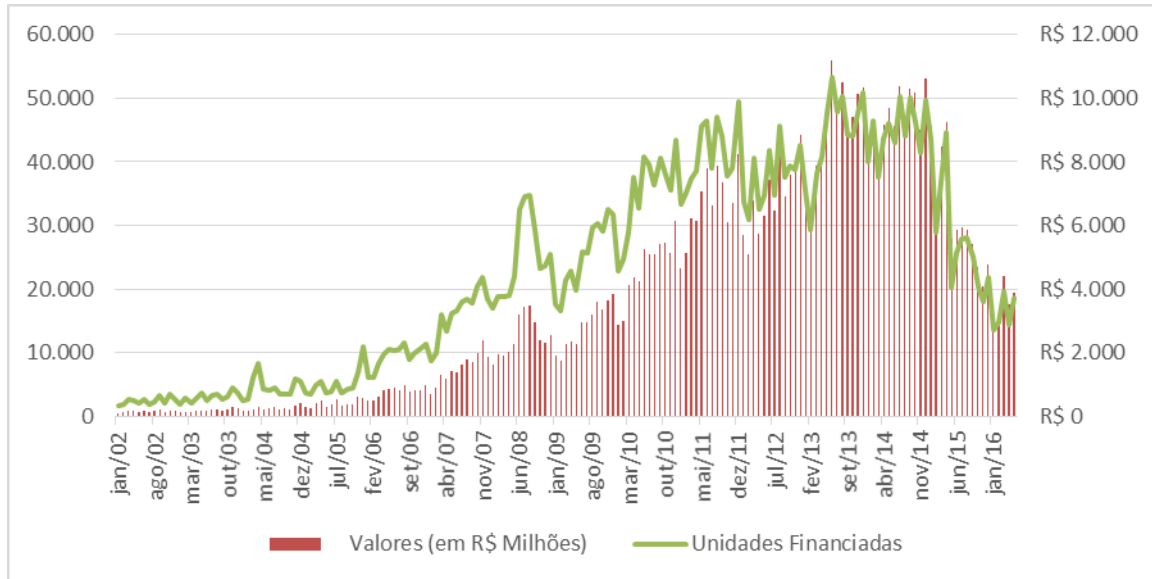
Figura 2 - Financiamentos imobiliários com recursos do SBPE: unidades e valor total anual



Fonte: Abecip (2016).

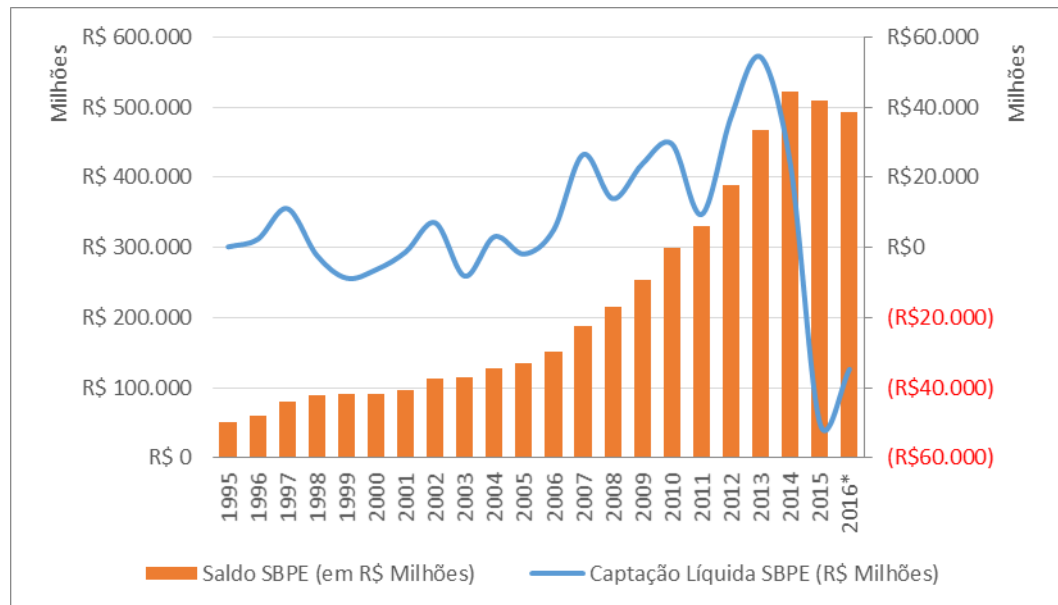
Ao analisarmos os dados mensais, para os quais já estão disponíveis valores até maio de 2016, podemos observar mais claramente a tendência de queda no número de unidades e valores financiados pelo SBPE ao longo dos primeiros meses do ano corrente.

Figura 3 - Financiamentos imobiliários com recursos do SBPE: unidades e valor total mensal



Fonte: Abecip (2016).

Figura 4 - Saldo e captação líquida do SBPE



Fonte: Abecip (2016). *Os dados de 2016 vão até o mês de junho.

Após a extinção do BNH as normas emitidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) do Banco Central são as principais diretrizes que definem o direcionamento dos recursos captados pelo sistema de poupança. Vários autores argumentam que estas regulamentações vêm sistematicamente flexibilizando uso destes recursos que deveriam ser destinados ao financiamento habitacional no âmbito do SFH.

Desde 1997, portanto, há um movimento claro, enfatizado a partir de 2002 e reiterado em 2010, de reduzir os percentuais de direcionamento e, também, de diminuir a "exigibilidade líquida" incluindo operações, inclusive as do setor

imobiliário, antes enquadráveis somente nas faixas de mercado ou livre, no cômputo do financiamento habitacional. Ou seja, apesar de mantida a sistemática de direcionamento, observa-se uma gradual flexibilização na utilização dos recursos, promovendo a desregulamentação do Sistema (MAGALHÃES ELOY, 2013, p. 115).

Em consonância com a citação acima, para Royer (2009, p. 70) a Resolução CMN nº 2.548, de 1997, “já apresenta os reflexos da política econômica no direcionamento dos recursos do SBPE”, isso porque a norma previa que dos 70% dos depósitos do SBPE destinados ao financiamento imobiliário, apenas 30% destinava-se a operações no âmbito do SFH. Outros 50% eram destinados ao que a lei chamava de operações em faixa especial⁴⁴ e o restante em operações a faixa de mercado.

Segundo as autoras comentadas, além do pequeno percentual de destinação vinculada ao SFH, as normas que seguem sendo editadas a partir de então também flexibilizam os critérios de exigibilidade para a utilização dos recursos captados pelo sistema de poupança no âmbito do SFH. É assim que parte importante destes recursos são capturados e deixam de ser aplicados em “financiamentos habitacionais efetivos” (MAGALHÃES ELOY, 2013, 119). Dentre os gastos elegíveis estavam títulos financeiros imobiliários vinculados ao SFI, como CRI, CCI, LCI, LH e também cotas de FII e de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC), nos termos e limitações impostos pelas normas.

A Resolução do CMN nº 3.932, de 16 dezembro 2010, altera os percentuais de vinculação e informa que 65% dos recursos captados nos depósitos em poupança pelas instituições integrantes do SBPE devem ser gastos em financiamentos imobiliários. Deste percentual, 80% devem ser destinados a financiamentos no âmbito do SFH, e os 20% restantes podem ser destinados a operações a taxas de mercado.

Se a flexibilização das normas de exigibilidade para a utilização dos recursos do SBPE destinados ao SFH é apontada como a causa da captura desta fonte por operações no âmbito do SFI, de outra perspectiva, justamente por isso, ela é vista como um impulso ao mercado dos títulos financeiros imobiliários. Uma vez mais se evidencia a necessária sustentação destes novos canais de financiamento, supostamente baseados no crédito privado do mercado de capitais, pelo fundo público.

Com a resolução do CMN nº 3.932, entre março de 2011 e dezembro de 2013, os investimentos em CRI e os próprios créditos cedidos a securitizadoras para a emissão desses títulos podiam ser contabilizados como operações de financiamento imobiliário. A partir de 2014, somente aplicações diretas em CRI⁴⁵ poderiam ser enquadrados para o atendimento da exigibilidade do percentual destinado a financiamento imobiliário, e “assim,

⁴⁴ Sobre a “faixa especial”, ver MAGALHÃES ELOY (2013, p. 108).

⁴⁵ A Resolução nº 4.464, de 11 de fevereiro de 2016, volta a enquadrar como operações de financiamento imobiliário os créditos cedidos às securitizadoras “nas operações de cessão realizadas entre 1º de março de 2016 e 31 de dezembro de 2017”.

para que os créditos cedidos continuassem sendo contabilizados para efeitos das exigibilidades da Resolução, foi necessário que os CRIs fossem recomprados pelas instituições financeiras” (ANBIMA, 2015, p. 30).

diversas são as instituições financeiras que compram ativos lastreados em créditos cedidos por elas próprias. O incentivo para este movimento estava relacionado à Resolução 3.932/2010, que, até maio de 2015, enquadrava como operações no âmbito do SFH as aplicações em CRIs lastreados em qualquer financiamento imobiliário (ANBIMA, 2015, p.42).

Para além disso, os investimentos em CRI eram também elegíveis para o cumprimento da exigibilidade das operações de financiamento habitacional no âmbito do SFH, ainda que os títulos fossem lastreados em operações fora das faixas de atendimento do SFH. Era necessário somente que os CRI fossem lastreados em financiamentos imobiliários, “o que incluía a produção, compra e venda de imóveis comerciais ou residenciais”, excluídos apenas aqueles lastreados em rendas de aluguéis (ANBIMA, 2015, p.30).

A vantagem dessa operação residia no fato de que um crédito imobiliário originalmente enquadrado como “operação de financiamento imobiliário contratada a taxa de mercado”, quando securitizado, poderia ser enquadrado como “operação de financiamento habitacional no âmbito do SFH” (ANBIMA, 2015, p.30).

Flexibilizações desse tipo, bem como elevações nos valores de imóveis que podem ser financiados pelo SFH, em tese, visam atender as instituições integrantes do SBPE que alegam dificuldades para atingir os valores de exigibilidade. Porém, o que demonstram é a captura dessas fontes para outros fins que não o financiamento habitacional.

Como apontado, tais medidas foram responsáveis por impulsionar o mercado de CRI.

a possibilidade de enquadramento da cessão de créditos imobiliários e das aplicações em CRIs como operações de SFH impulsionou o segmento de CRI e contribuiu para o alcance, pelas instituições financeiras, das metas impostas pela Resolução (ANBIMA, 2015, p.31).

A partir da resolução do CMN 4.410 de 2015, foram impostos alguns limites mais restritivos a esta prática. Para ser enquadrado nos critérios de exigibilidade do SFH, os investimentos em CRI passam a ter de ser lastreados em financiamentos no âmbito do SFH, e não mais em qualquer financiamento imobiliário. A nova resolução manteve algumas restrições da resolução de 2010, como, por exemplo, aquela que estabelece que, para fins dos critérios de exigibilidade, os CRI adquiridos não podem ser maiores que 50% do total a ser direcionado ao SFH. Além disso, a resolução de 2015 revoga, entre outras, a possibilidade de investimentos em cotas de FII serem enquadrados tanto como operações de financiamento habitacional no âmbito do SFH quanto como operações de financiamento imobiliário a taxas de mercado.

O percentual da poupança que não é aplicado no mercado de crédito imobiliário é de livre destinação, e pode ser aplicado, por exemplo, em títulos do tesouro pagos pela taxa SELIC, que mesmo com uma tendência de redução ainda seguem bastante elevadas. Assim, os recursos da poupança acabam “contribuindo com o financiamento do déficit público brasileiro e com o enriquecimento das instituições financeiras” (ROYER, 2009, p.84).

A utilização das poupanças concentradas compulsoriamente no FGTS segue, em grande medida, a mesma trajetória descrita para o SBPE: grande crescimento a partir dos anos 2000, sobretudo nos últimos cinco anos, e um progressivo desvio da utilização destes recursos de suas finalidades originais, ou, em outras palavras, captura desta fonte para outras destinações, sendo grande parte injetada no SFI.

O FGTS passa por mudanças importantes em 2003. Com a criação do Ministério das Cidades, este órgão passa a integrar Conselho Curador (CCFGTS), responsável pela gestão do fundo, e a Caixa Econômica Federal continua como operador de seus recursos. O CCFGTS é um conselho tripartite que conta com entidades representativas do Governo Federal, dos trabalhadores e dos empregadores. O órgão, que pelo Governo Federal conta com a participação de vários ministérios, é presidido pelo Ministério do Trabalho, e o Ministério das Cidades ocupa a vice-presidência, sendo o último responsável pelas aplicações do fundo em habitação popular, saneamento ambiental e infraestrutura.

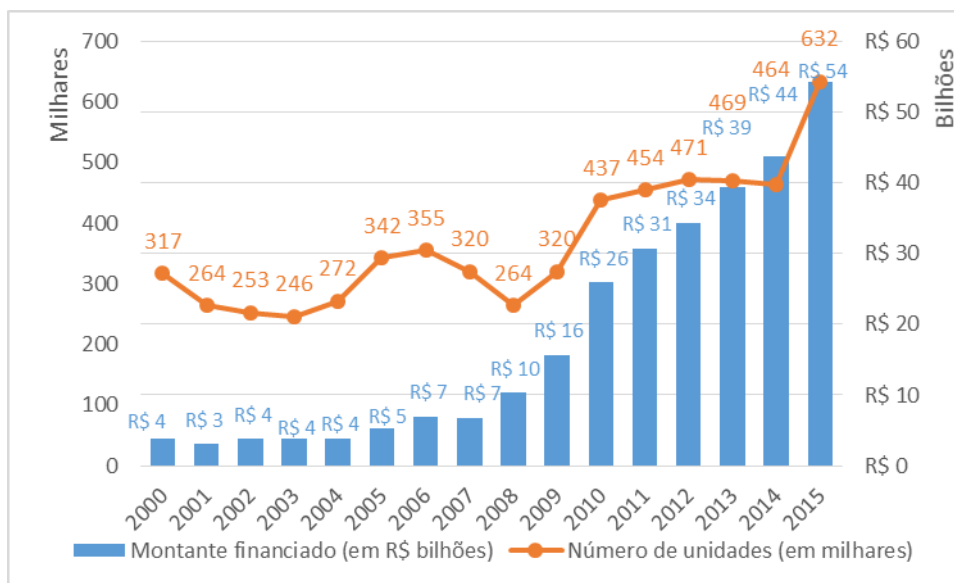
O Programa Carta de Crédito criado nos anos 1990, subdividido em Carta de Crédito Individual e o Carta de Crédito Associativa, se mantém ao longo dos anos 2000 como o “carro-chefe” das contratações do FGTS na área de habitação (ROYER, 2009, p. 85).

A partir de 2004, são tomadas medidas visando a ampliação do acesso aos recursos do FGTS às faixas de renda de mais baixas (até 3 salários mínimos), o que acontece inclusive com aplicação de recursos “a fundo perdido”, sem a obrigatoriedade de rendimentos ao fundo (ROYER, 2009, p. 89).

O orçamento e os valores aplicados pelo FGTS crescem constantemente ao longo dos anos 2000 e também contribuem para a formação do boom imobiliário já citado.

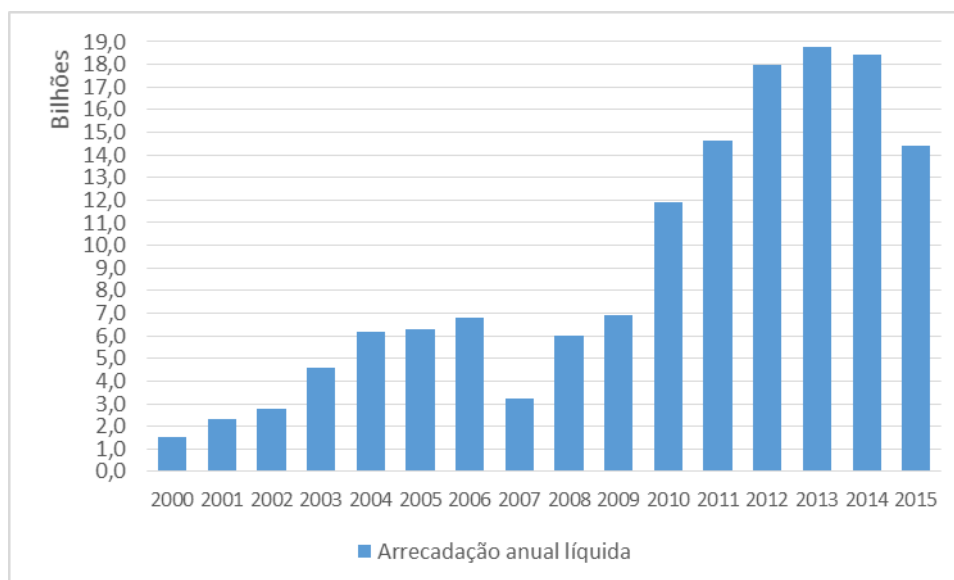
De fato, os valores aplicados pelo FGTS ao longo dos últimos anos apresentam uma curva crescente, contribuindo para o boom imobiliário de 2007 e 2008. Verifica-se que o orçamento final do ano de 2008 é aproximadamente 8,5 vezes o orçamento de 1995, o que demonstra a capacidade financeira do Fundo e também a disposição política e possibilidade da inversão desses recursos nas áreas de habitação e saneamento e infraestrutura (ROYER, 2009, p. 92).

Assim como acontece com o SBPE, o crescimento do FGTS enquanto fonte de financiamento imobiliário alça patamares ainda maiores a partir de 2008.

Figura 5 - Financiamentos imobiliários com recursos do FGTS

Fonte: Elaboração própria com base no Anuário Uqbar (2016, p.26)

Também em paralelo ao SBPE, a captação de recursos do FGTS desacelera já em 2014 e apresenta uma queda em 2015. Ao analisarmos a arrecadação líquida do fundo, que consiste na diferença entre depósitos e saques somados ao rendimento do saldo do fundo, podemos perceber esse movimento.

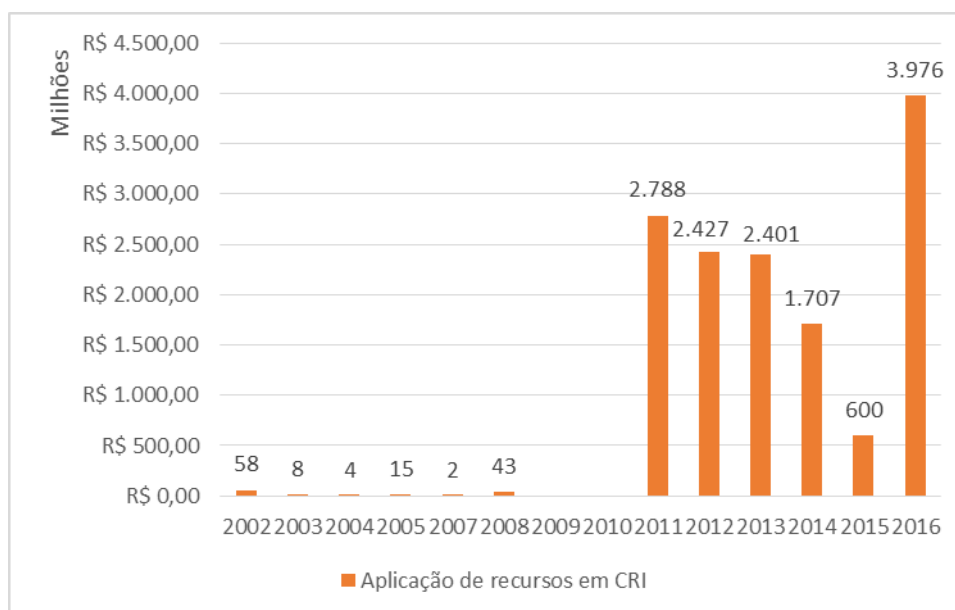
Figura 6 - Arrecadação líquida do FGTS

Fonte: elaboração própria a partir dos dados do sitio do FGTS

O que é crucial para nossa análise é observar a captura dessas fontes de financiamento pelas operações do SFI. As aplicações do fundo nos Certificados de Recebíveis imobiliário (CRI) toma uma grande relevância dentro de seu orçamento nos

últimos anos. Para 2016, estão previstos cerca de R\$ 10 bilhões para este fim⁴⁶, sendo já contratados quase R\$ 4 bilhões até o mês de julho. A destinação de recursos a este título financeiro não havia ultrapassado R\$ 60 milhões na década de 2000, não havendo destinações nos anos de 2009 e 2010. Em 2011, salta para R\$ 2,7 bilhões, declinando nos anos seguintes até o novo salto em 2016.

Figura 7 - Aplicação de Recursos do FGTS em Certificados de Recebíveis Imobiliários



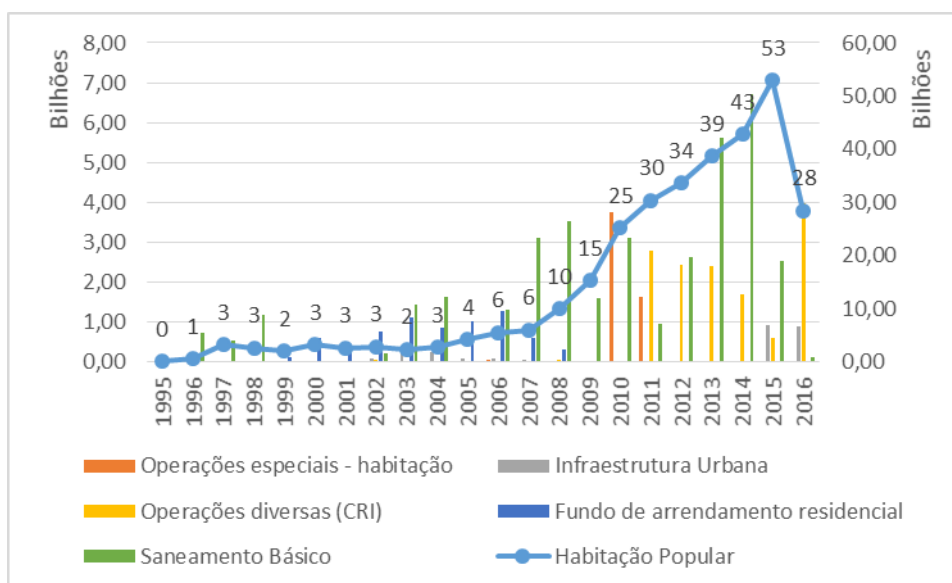
Fonte: elaboração própria a partir de dados do sitio do FGTS

A análise das contratações distribuídas pelas áreas de aplicação dos recursos do fundo⁴⁷, tal qual disponibilizadas pelo sitio do FGTS⁴⁸, permite notar como as aplicações em CRI vão ganhando relevância. Os recursos da área “habitação popular” – que incluem os programas “apoio a produção”, “carta de crédito associativa - COHAB”, “carta de crédito associativa - entidades”, “carta de crédito individual”, “pró-cotista” e “pró-moradia” – concentram amplamente as contratações, sendo responsáveis por cerca de 75% da destinação dos recursos do fundo em todo o período avaliado, de 1995 a 2016. O programa “carta de crédito individual” é o “o veículo formal do Programa Minha Casa Minha Vida” (ROYER, 2016, p. 38), sendo em grande medida responsável pela acentuada inclinação da curva da área “habitação popular” a partir de 2008 no gráfico abaixo (esta área segue o eixo secundário que vai de R\$ 60 bilhões, à direita do gráfico, para permitir a visualização das demais áreas, que por sua vez seguem o eixo à esquerda, que vai até R\$8 bilhões).

⁴⁶ Informação disponível nas bases de dados orçamentárias no sitio do fundo e veiculada em: <http://www.mtps.gov.br/noticias/2597-fgts-tem-orcamento-ampliado-para-r-104-7-bilhoes-em-2016>.

⁴⁷ Inclui aplicação em de recursos em todos os programas de todas as áreas – habitação, infraestrutura, operações especiais, saneamento, fundo de arrendamento residencial e operações diversas. A área chamada de “operações diversas” conta apenas com as aplicações em CRI.

⁴⁸ Disponíveis em: https://webp.caixa.gov.br/Portal/Relatorio_asp/contratacoes.asp

Figura 8 - Aplicação de recursos do FGTS: contratação por área

Fonte: elaboração própria a partir de dados do sitio do FGTS

Royer (2016) argumenta que o FGTS tem sido crucial para o crescimento do mercado de títulos financeiros de base imobiliária atrelados ao SFI. Não só no mercado de CRI como também no de cotas de fundos de investimento e de outros “investimentos especiais”, no que se enquadram investimentos em CEPAC realizados por meio do Fundo de Investimento Imobiliário Porto Maravilha (FIIPM). O caso do FIIPM é emblemático, pois ele é o maior FII do país e recebeu até o momento R\$ 5 bilhões provenientes do FGTS, conforme mostraremos no terceiro capítulo da dissertação.

Segundo a mesma autora, houve grande pressão no CCFGTS para que fossem aprovadas resoluções que autorizassem investimentos desse tipo, que, sob a justificativa de objetivar ganhos aos cotistas do FGTS, acabam por drenar os investimentos “que seriam destinados inicialmente para o atendimento a empreendimentos destinados à baixa renda” (ROYER, 2016, p. 43).

De acordo com entrevistas realizadas junto ao Agente Operador do FGTS e análise de documentos, houve pressão no âmbito do Conselho Curador desde a Resolução CCFGTS nº 578/2008 para que fosse autorizada a utilização dos recursos do FGTS em operações imobiliárias feitas diretamente ou por meio de títulos de base imobiliária. Nessas operações estão incluídas as debêntures para grandes empresas com a condição de executarem unidades habitacionais e também compras de CRIs “performados”, ou seja, CRIs com lastro em empreendimentos habitacionais, fundos de investimento imobiliários e investimentos especiais (ROYER, 2016, p. 44).

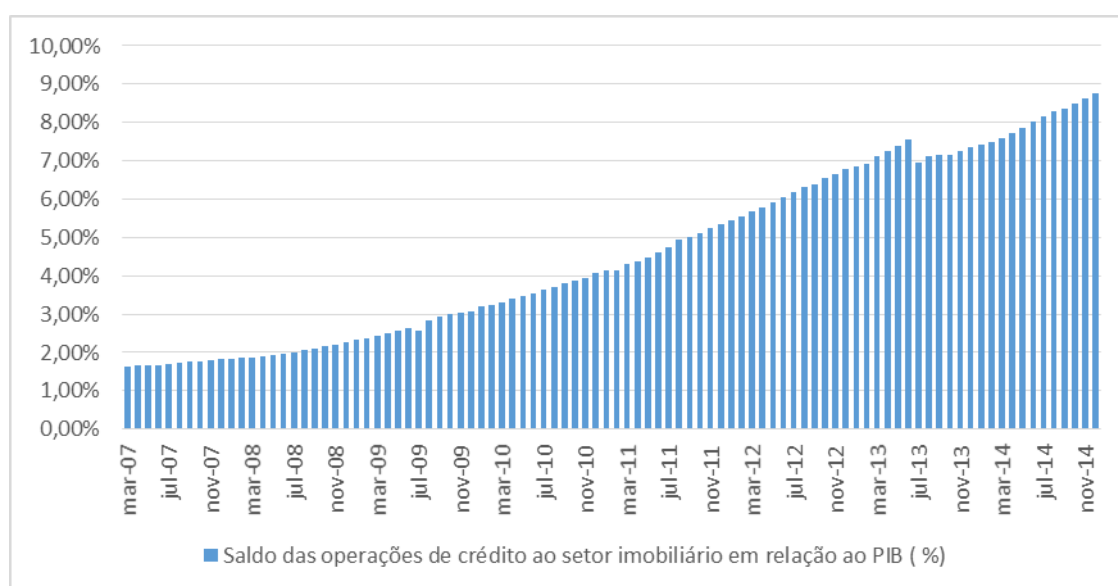
O FGTS tem destinado grandes montantes a estes investimentos, sobretudo a partir de 2008, que são realizados diretamente através do FGTS ou utilizando fundos de investimento criados por ele como veículo, em que se destaca o Fundo de Investimento FGTS (FI-FGTS) (ROYER, 2016, p. 45).

Neste cenário, nossa argumentação busca destacar que o SFI propiciou o esvaziamento das fontes de financiamento para habitação, contrariando o discurso que prometia a criação de novos canais de financiamento para setor imobiliário. A citação a seguir é emblemática por evidenciar que é a classe trabalhadora, através do fundo público, que dá sustentação a este novo sistema, cuja lógica de valorização, financeira, está centrada na punção da mais-valia gerada socialmente.

A utilização do FGTS completa o quadro: no lugar de fontes novas, prometidas pelo SFI, capturam-se recursos dos dois fundos que eram a base do BNH e que continuam sendo primordiais para a política habitacional. “Por esse financiamento a baixa renda continua sem acesso à casa. Mas poderá ajudar a construí-la”, disse um representante do Secovi a respeito do SFI, segundo reportagem da revista Obra (FIX, 2011, p.132).

Conforme argumentamos, ocorreu uma crescente disponibilização do crédito para habitação e imobiliário de maneira geral a partir dos anos 2000. O gráfico abaixo mostra a evolução do crédito imobiliário em relação ao seu percentual frente ao PIB do país.

Figura 9 - Saldo nas operações de crédito ao setor imobiliário – Percentual do PIB



Fonte: Banco Central do Brasil, Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS). Acesso em: 20/02/2016

Foram tomadas medidas destinadas a expandir o crédito imobiliário a partir do Governo Lula, no que se incluem os recursos para habitação de interesse social, e o programa Minha Casa Minha Vida (MCMV) ocupa papel central neste cenário.

Em síntese, o volume de recursos [para habitação de interesse social] cresceu significativamente combinando diversas fontes, como o Orçamento Geral da União, o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), o Fundo de Arrendamento Residencial (FAR), o Fundo de Desenvolvimento Social (FDS), o Tesouro Nacional e, principalmente, o FGTS (FIX, 2011, p.134).

Foi a Casa Civil que comandou a implementação do MCMV, relegando a segundo plano a participação do Ministério das Cidades, em um processo que se caracterizou pela

pouca participação popular, mas em interlocução direta com os empresários da construção civil. Além disso o programa se sobrepôs a outros que vinham sendo construídos em um processo muito mais democrático. FIX (2011, p.140) destaca que o MCMV fez uso também de recursos do Fundo de Arrendamento Residencial (FAR), mais maleável e desregulado, “secundário e sem conselho”. O FGTS, com aportes maiores do Orçamento da União, foi utilizado em sua maior parte como fonte de financiamento para empresas imobiliárias que destinavam seus produtos para famílias de 3 a 10 salários mínimos, enquanto o FAR foi destinado a famílias entre 0 e 3 salários, este último tendo sua demanda organizada pelas prefeituras.

É importante notarmos que o MCMV tem sido caracterizado mais como uma medida anticíclica, para o impulsionar o crescimento econômico e para enfrentamento das dificuldades do setor imobiliário, do que uma política de enfrentamento real do problema da habitação. Contudo, o discurso em torno do MCMV acomoda estes dois interesses e ainda abarca interesses eleitorais. Neste sentido, o MCMV eleva a habitação aos problemas de primeira ordem para o país, mas o define em função das exigências do capital, especialmente do capital imobiliário que já enfrentava dificuldades mesmo antes da crise de 2008.

[O MCMV] Responde, a um só tempo, a problemas de *acumulação*, por meio da injeção de recursos no circuito imobiliário (construção de edificações e construção pesada, indústria de materiais e componentes, mercado de terras) e *legitimação*, ao responder à pressão das lutas sociais do ponto de vista da demanda por habitação e por emprego (FIX, 2011, p.141).

Fix (2011, p. 141) vai identificar uma certa correspondência entre a temporalidade político-eleitoral do programa e as estratégias das grandes empresas que nele atuam, sob um contexto de crescente financeirização do setor.

O impacto de marketing do pacote depende da velocidade da construção, assim como os resultados financeiros da empresa dependem do valor geral de vendas (VGV). A temporalidade político-eleitoral do MCMV parece se ajustar melhor ao ritmo do capital financeiro – que promete atropelar resistências de todos os tipos – do que àquele das lutas urbanas e dos direitos sociais (FIX, 2011, p. 145).

As mudanças no arcabouço institucional e a ampliação das bases de financiamento imobiliário ao longo dos anos 2000 impactam as estratégias das grandes empresas do setor. Entre elas, Fix identifica a entrada no “segmento econômico” e em novos produtos imobiliários, em associação a empresas regionais ou com a compra de empresas que já atuavam no mercado de habitação popular; a expansão geográfica da atuação destas empresas em direção a cidades médias e em mais estados do país; e a abertura de seus capitais na bolsa de valores com a oferta pública de ações (IPO⁴⁹) (FIX, 2011, p. 136).

⁴⁹ Do termo em língua inglesa *Initial Public Offering*, cuja tradução literal é Oferta Pública Inicial.

O movimento de abertura de capitais das empresas do circuito imobiliário é recente, sendo a maior parte dos IPO das grandes empresas do setor realizado entre 2005 e 2008.

Em conjunto com a criação do novo arcabouço institucional que permite a incorporação das inovações financeiras de base imobiliária, este movimento de abertura de capital, ainda que restrito às maiores empresas, é crucial para afirmar a emergência do *capital financeiro imobiliário*. Ao colocarem suas ações na bolsa de valores, estas empresas passam a sofrer constantes pressões para se adequarem à lógica e à temporalidade deste mercado, próprios a um regime de acumulação sob dominância financeira. Se submetem, assim, às avaliações e aos parâmetros de rentabilidade do capital financeiro que opera no mercado bursátil, passando a ter na valorização acionária seu principal termômetro.

Este é o principal caminho de entrada do capital estrangeiro no setor. A abertura de capital proporcionou nos primeiros anos, entre 2005 e 2008, a captação pelas empresas de aproximadamente R\$ 8 bilhões nas ofertas primárias, e de R\$ 3 bilhões para os acionistas nas ofertas secundárias, sendo cerca de 75% desse volume obtido através de investidores estrangeiros (FIX, 2011, p.135).

Contudo, não foi observado o mesmo processo de desnacionalização que houve em outros setores ainda no início dos anos 1990. A entrada do capital estrangeiro não se dá pela compra total das empresas, mas pela aquisição de parte das ações, usando como veículos fundos de investimentos e garantindo assim a mobilidade típica dessas formas de inversão.

Entre as grandes empresas do setor que passam a ser listadas na BM&FBOVESPA analisadas por Fix (2011), predominam as de origem familiar e em sua maioria seus fundadores continuam a manter parcelas significativas das ações. Fica claro, porém, que ainda que o capital estrangeiro não assuma sozinho o comando da acumulação no setor, o mercado imobiliário deixa ser “espaço exclusivo de valorização do capital nacional” (FIX, 2011, p.164).

Os fundos de investimento estrangeiros, e também os nacionais, passam a contar com participação acionária em várias empresas, seja nas empresas de capital fechado ou aberto, sendo este um dos aspectos da financeirização do setor. Muitas vezes esses fundos de participação acionária (*private equity*) têm como estratégia a aquisição de parte das empresas imobiliárias antes da abertura de capital, participam deste processo e vendem sua participação acionária algum tempo depois do processo de abertura, realizando seus ganhos financeiros nesta operação. Como veremos no Capítulo 4, estes fundos se fazem presentes em grande parte das empresas e empreendimentos desenvolvidos no âmbito da Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha.

A presença no capital social destas empresas de um mesmo fundo de investimento, ou mesmo de mais fundos sob um mesmo administrador, e ainda que minoritária, impõem a elas muitas vezes os mesmos gestores, que podem interferir na estrutura de poder dentro das empresas e no próprio mercado imobiliário. Seria estabelecida, assim, uma segunda administração, ou uma “empresa fictícia”, comandada pelo capital financeiro, já que gestores dos fundos de investimentos participam da gestão de várias empresas. Com essa imposição, o grande capital imobiliário passa de forma definitiva a operar sob a lógica e dominância do capital financeiro, que assume, neste sentido, o centro decisório. É por tudo isso que afirmamos ser possível falar na conformação do *capital financeiro imobiliário* hoje no Brasil.

Desse modo, a participação dos fundos nas empresas introduz essa progressiva dissociação entre os centros de tomada de decisões e os territórios financeiros e físicos sobre os quais estas incidem concretamente [...] Desse modo, sobre as empresas imobiliárias já modificadas pela abertura de capital, sobrepõem-se “empresas fictícias” puramente financeiras, na verdade um portfólio de participações de fundos geridos por uma única gestora, com seus parâmetros de rentabilidade e liquidez almejada (FIX, 2011, 168).

É interessante notarmos aqui, desde que feitas as necessárias mediações, um paralelo com as análises de Hilferding (1985) sobre como o capital bancário começa a se impor sobre o industrial também pela participação nos conselhos fiscais das grandes corporações, conforme já destacamos no segundo capítulo.

Os casos das empresas Even e Cyrela – analisadas por Fix (2011) e Sanfelici (2013) – são exemplos interessantes das estratégias adotadas no cenário “pós abertura de capital”. Fusões, aquisições e *joint venture* com empresas locais são parte da estratégia dessas empresas para a expansão geográfica e entrada em segmentos econômicos do setor imobiliário em que não atuavam. O progressivo ingresso de capital estrangeiro e de fundos de investimento em seus capitais sociais exemplificam o movimento de financeirização do setor. Estas empresas estão presentes na Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha e serão novamente abordadas no Capítulo 4.

3.3 Considerações finais

Na segunda seção deste capítulo abordamos as condições históricas da emergência e formação do capital financeiro imobiliário no Brasil que coadunam com as proposições teóricas realizadas na primeira seção.

Narramos, em linhas gerais, a formação do mercado imobiliário e as principais transformações ocorridas desde o princípio à sua configuração atual. Paralelamente, abordamos a dinâmica macroeconômica do país ao longo do período tratado, buscando

ressaltar os impactos gerados no mercado imobiliário e, com este mesmo objetivo, fizemos também alguns apontamentos quanto a evolução da política habitacional.

Destacamos a criação de uma estrutura de financiamento habitacional e imobiliário – consubstanciada no SFH, BNH, SBPE e FGTS – que esteve desde o início centrada na captação e distribuição do fundo público. Observamos que esta estrutura vai se modificando e vão sistematicamente sendo criadas as condições para o aprofundamento da financeirização do mercado imobiliário.

A implementação do Sistema Financeiro Imobiliário e a criação das principais inovações financeiras de base imobiliária constituem um aparato jurídico e normativo que propulsiona a atuação do capital financeiro imobiliário, pois muito mais afeitos à temporalidade e às formas de valorização desta fração do capital. Embora esse novo aparato tenha sido acompanhado por um discurso que advoga pela captação de recursos privados no mercado de capitais, mostramos que o setor continua tendo o fundo público como alicerce, ocorrendo na verdade a captura de parte das principais fontes de financiamento habitacional, no que destacamos o FGTS e o SBPE.

O novo arcabouço institucional e a ampliação das bases de financiamento imobiliário na passagem ao século XXI impactam as estratégias das grandes empresas, estando entre elas a abertura de seus capitais na bolsa de valores, sendo esta a principal via de ingresso de fundos de investimento e do capital estrangeiro no setor. Assim, o setor imobiliário, que havia se caracterizado por se manter praticamente exclusivo ao capital nacional, passa a contar com a presença do capital estrangeiro, embora o último não chegue a assumir sozinho o comando do setor.

Destacamos que processo de financeirização da produção do espaço urbano e a emergência do capital financeiro imobiliário no Brasil, em consonância com a argumentação teórica realizada, está intrinsecamente associada às inovações financeiras, que promovem uma progressiva abstração da propriedade imobiliária e dos direitos relativos a rendas oriundos dela.

Ainda que sejam necessários maiores estudos sobre o mercado dos títulos financeiros de base imobiliária, que escapam ao alcance desta dissertação, podemos deduzir que estes dão causa a uma maior instabilidade econômica, pois ampliam as conexões entre os processos de valorização especulativa dos bens imobiliários e de seus ativos financeiros, a estrutura financeira de financiamento e os níveis de investimento na economia.

Por tudo isso, acreditamos ser possível inferir pela presença do capital financeiro imobiliário no Brasil. E, por fim, sugerimos nossa própria definição desta fração do capital financeiro, claro que tributária aos autores aqui debatidos e sem uma preocupação com o ineditismo desta proposição: o capital financeiro imobiliário é o capital que tem como

plataforma de valorização o espaço urbano construído e, sob a dominância da lógica de valorização financeira, se valoriza simultaneamente na esfera produtiva e financeira, através formas combinadas de lucros da construção, rendas fundiárias e juros. Assumindo múltiplas formas em seu movimento de autovalorização, como capital produtivo se valoriza no processo de produção, remunerado pelo lucro, pela extração de mais-valia, investido como capital portador de juros, se valoriza como capital fictício, remunerado pela renda fundiária e pelos juros, pela punção de mais-valia.

Dito isso, passamos agora a discutir o caso específico das operações urbanas consorciadas, tendo como base empírica a Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha, no município do Rio de Janeiro. Entre outros aspectos, buscaremos argumentar que este projeto tem se constituído como uma nova fronteira de valorização do capital financeiro imobiliário.

4 Regime de acumulação financeirizado e política urbana: a Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha

Este capítulo tem como objetivo central o estudo do caso da Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha. Julgamos importante que primeiro sejam abordadas as relações entre as transformações nos padrões de planejamento urbano, com a inserção deste instrumento na política urbana, e a emergência do regime de acumulação financeirizado. Faremos isso na primeira seção, na qual trataremos também dos Certificados de Potencial Adicional de Construção. Na seção seguinte, passamos à análise de nosso estudo de caso.

4.1 Introdução: política urbana, operações urbanas consorciadas e capital financeiro imobiliário

Nesta seção, buscamos apontar as conexões entre a trajetória dos padrões de planejamento urbano no Brasil e a confluência entre o surgimento do que chamamos de planejamento corporativo ou estratégico e a emergência do regime de acumulação sob dominância financeira. Neste contexto, buscamos apontar que as Operações Urbanas Consorciadas – enquanto modalidade das Parcerias Público-Privado – têm se mostrado como expressão de uma política urbana concatenada à lógica e à temporalidade de valorização do capital financeiro imobiliário.

Ao identificar os principais padrões de planejamento urbano historicamente observados no Brasil, Ribeiro e Cardoso (1994) apontam que as diversas correntes encontradas têm como característica comum a importação de ideários estrangeiros, apenas com certas adaptações à realidade social aqui encontrada.

De maneira geral, pode-se atribuir à Primeira República as primeiras iniciativas sistemáticas de intervenção na cidade, que se dão sob a égide dos planos de embelezamento e melhoramentos. Tal padrão se caracteriza por intervenções localizadas ou setoriais, não comprometidas com toda a cidade, que tratavam apenas da modernização dos espaços das elites. Com forte apelo higienista, entre os marcos deste padrão de planejamento urbano pode ser citada a reforma Pereira Passos no Rio de Janeiro de inspiração haussmaniana. O plano e a construção da cidade de Belo Horizonte, fundada em 1897, também possui este apelo higienista e inspiração haussmaniana.

Já o urbanismo da década de 1950 é marcado pelo predomínio do ideário progressista/racionalista, que tem como expoente Le Corbusier. É baseado nas mesmas premissas propagadas por esse autor que se desenvolve o urbanismo brasileiro desta

época. Neste modelo, ganha relevo a atuação dos profissionais do planejamento urbano e, neste sentido, já se pode falar em planos urbanísticos tecnocráticos.

A construção da cidade de Brasília é o apogeu do racionalismo brasileiro, mesmo que tenha se expressado anteriormente na construção de outras cidades planejadas. Em Brasília, o modernismo atinge seu ápice, superando o barroco de Belo Horizonte, ainda que ambas estejam, de alguma maneira, dentro dos marcos teórico-ideológicos do racionalismo. Sob esta corrente, são formulados modelos de cidades ideais, com foco no seu aspecto funcional, destinado ao indivíduo-tipo (atemporal e a-histórico) para o qual corresponderia uma ordem-tipo progressista, de maneira que tal modelo se aplicaria a qualquer cidade em qualquer lugar do mundo, uma vez, pois, que as necessidades do homem seriam as mesmas em qualquer parte. Deriva deste modelo uma visão fragmentada do espaço urbano, em que este é dividido em quatro funções vistas como fundamentais – habitação, recreio, trabalho e circulação (MONTE-MÓR, 2008).

Em resposta ao que é lido como desordem social e urbana gerada pelo processo de industrialização surge a “necessidade” de uma nova ordenação espacial dos núcleos urbanos. Busca-se, por meio da organização do espaço formal, a consequente organização do espaço social, acreditando-se que o primeiro seria capaz de moldar e fazer surgir uma nova sociedade baseada em princípios racionalistas, tão caros ao conceito de eficiência próprio da lógica capitalista-industrial.

Ribeiro e Cardoso (1994) destacam também o padrão de planejamento urbano que chamam de tecnoburocratismo desenvolvimentista. Este destaca-se por passar a assumir o urbano, ou, mais precisamente, os problemas urbanos, como decorrência de “problemas econômicos”, submetendo à essa ótica a “questão social”. Trata-se não mais de criar a cidade ideal, mas de gerir com eficiência a cidade existente. No contexto do autoritarismo político do durante o regime militar, “esse padrão irá produzir uma tecnificação dos problemas urbanos, com sua consequente despolitização” (RIBEIRO; CARDOSO, 1994, p.86). Assim, é sob os auspícios do Regime Militar que ganha corpo no Brasil a perspectiva de um planejamento urbano e regional de base tecnocrática, supostamente compreensivo (“abrangente”, “global”, “geral”) e integrado. É, então, em um processo de institucionalização deste planejamento urbano e regional, em uma estrutura autoritária, hierárquica e centralizadora, que ganha importância e papel central a atuação de órgãos como o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo – SERFHAU (1964-1974), a Comissão Nacional de Política Urbana e Regiões Metropolitanas – CNPU (1974-1979) e o Banco Nacional da Habitação – BNH (1967-1986).

Em que pese a insuficiência do brevíssimo relato da trajetória traçada acima⁵⁰, o objetivo aqui é compreender que, em linhas gerais, a partir de dos anos 1950 domina a prática do planejamento urbano brasileiro uma visão tecnocrática-centralizada-autoritária. Essa trajetória não é historicamente linear, tampouco homogênea no território brasileiro, o que reforça a ideia que uma abordagem geral, tal qual feita aqui, longe de esgotar o tema, serve apenas ao objetivo supracitado.

O ideário da Reforma Urbana é quem primeiro desafia este padrão descrito acima. Em Ribeiro e Cardoso (1994), são apontados dois padrões associados à reforma urbana, um chamado de Reforma Urbana Modernizadora e outro de Reforma Urbana Redistributivista. O primeiro, estabelecido nos anos 1960, se caracteriza pela politização, à esquerda, do diagnóstico desenvolvimentista, tratando a reforma urbana sob o prisma das reformas de base, com ênfase na questão habitacional e buscando promover políticas públicas redistributivistas. A reforma urbana redistributivista propriamente dita, situada pelos autores no fim da década de 1980 (assembleia constituinte de 1988), resgata o ideário redistributivista do padrão homônimo citado acima, tendo seu diagnóstico centrado nas desigualdades e nos direitos sociais.

A partir do início dos anos 1990, surge um novo padrão de planejamento que também desafia o padrão que se estabelece no país a partir dos anos 1950, mas de natureza bem distinta da reforma urbana. Este padrão passa a combater o caráter “abrangente” e, especialmente, o normativo, do padrão antes estabelecido. Assim, visando superar aquela tradição do planejamento urbano tecnocrático-centralizado-autoritário, surge um novo padrão de planejamento, que incorpora os ideários neoliberais então em ascensão, sob as práticas do que pode ser chamado de urbanismo corporativo (FERNANDES, 2013) ou do planejamento estratégico urbano (VAINER, 2000).

É preciso atentarmos para o conteúdo e o sentido dado a esta superação pelo novo padrão de planejamento sobre o seu predecessor.

Sendo assim, perdem relevância os órgãos centralizadores da política urbana e a escala local ascende como polo decisório. Nesta escala, toma vulto um tipo de planejamento *ad hoc*, em que flexibilização das normas torna-se regra. Não deixa de existir um arcabouço normativo a orientar as práticas urbanas, mas se trata de incluir neste arcabouço a flexibilização, em benefício de certos grupos de interesse, para os quais se legaliza a exceção.

⁵⁰ Para um panorama geral da trajetória do planejamento urbano e regional ver, entre outros: VILLAÇA, Flávio. Uma contribuição para a história do planejamento urbano no Brasil. In: DEÁK, Csaba; SCHIFFER, Sueli Ramos (orgs.). O processo de urbanização no Brasil. São Paulo: Edusp, 2004. p. 169 – 243; MONTE-MÓR, R.L. Do urbanismo à política urbana: notas sobre a experiência brasileira. In: COSTA, G.M.; MENDONÇA, J.G. (orgs.) Planejamento Urbano no Brasil: trajetória, avanços e perspectivas. Belo Horizonte: Ed. C/Arte, 2008 [p. 31-65.]; SOUZA, Maria Adélia A. de. O II PND e a política urbana brasileira: Uma contradição evidente. In: DEÁK, Csaba; SCHIFFER, Sueli Ramos. O processo de urbanização do Brasil. São Paulo: Edusp, 2004. p. 111-145.

A prefeitura e a Câmara Municipal irmanam-se para produzir toda uma nova e generosa (com o grande capital) legislação de isenções e favores fiscais e urbanísticos, transformando a exceção urbanística em regra (VAINER, 2013, p. 11).

Do mesmo modo, não podemos falar em um abandono da técnica. Talvez poderíamos dizer que perde prestígio a figura do planejador urbano. Se a técnica em padrões anteriores já servia e vinha a reboque dos interesses econômicos, sendo usada, antes, a justificá-los, neste padrão este comportamento passa a ser legitimado e, de certo modo, é assumido como tal. Emerge a figura do empreendedor urbano na condução das políticas urbanas.

Mais importante, o novo padrão de planejamento emergente irá superar o autoritarismo do antigo não por ser mais democrático, e em verdade permanece autoritário. Se não se trata do mesmo autoritarismo dos tempos ditatoriais, este novo padrão também não será caracterizado pela inclusão e pelo debate em torno das políticas urbanas. Pouquíssimo espaço é dado à construção coletiva destas políticas, não é dado voz aos cidadãos, e, deste modo, não há que se falar em democracia senão na “democracia direta do capital” (VAINER, 2011, p.11-2), pois participam das decisões apenas os atores que podem contribuir para a viabilização das ações previstas nos Planos que passam a ser criados.

Grosso modo, o chamado planejamento estratégico está vinculado à emergência do pensamento neoliberal na década de 1990 no Brasil, se caracterizando também pela incorporação do ideário de experiências estrangeiras com destaque ao forte apelo à, então recente, experiência catalã (VAINER, 2002, p. 75).

Os princípios do planejamento estratégico enunciam que as cidades estariam sujeitas às mesmas condições e desafios das empresas, ficando o debate da questão urbana centrado na competitividade urbana. Vainer (2002) sistematiza este padrão em torno de três metáforas: a cidade como mercadoria, a cidade como empresa e a cidade como pátria.

Ao ser tratada como mercadoria, a cidade deve ser vendida em um mercado internacional, e precisa ser superior às outras, sendo assim capaz de atrair investimentos, visitantes e usuários solventes.

Neste padrão, a cidade não é mais tratada como objeto de intervenção, como nas tradições do planejamento urbano anteriores, por exemplo, nas de inspiração modernista. A cidade passa a ser tratada como um agente em si (agente econômico), atuando em um mercado e, portanto, submetida às suas regras. Tal qual uma empresa, a cidade deve seguir um modelo de planejamento e ação exigido por este mercado. Logo, no âmbito do poder local, a cidade enquanto agente “necessita instrumentar-se para competir com as demais na disputa por investimentos” (MARICATO, 2007, p. 196).

É imperioso a uma estratégia vitoriosa voltada à construção de consensos entorno do projeto de cidade imposto, visto que esta deve ser tratada como unidade. Cria-se, assim, a ideia da cidade como pátria, solapando do âmbito local o debate político sobre o projeto de futuro adotado.

Num contexto de globalização financeira, sob os paradigmas do planejamento estratégico, a cidade é também apropriada pelos interesses empresariais, sendo posta como necessária a despolitização do debate do planejamento urbano, com a criação de consensos e a eliminação dos conflitos, tratados como impedências à promoção da cidade, prejudicando-a na competição internacional.

Harvey (2005), focando seus estudos nos EUA e na Inglaterra, busca compreender como se deu a passagem do ele chamou de uma abordagem “administrativa” da “governança urbana”, ou “administrativismo urbano”, típica dos anos 1960, às abordagens “empreendedoras”, ou “empreendedorismo urbano”, nos anos 1970 e 1980. O autor vai notar que os governos locais passam à centralidade das formulações da política urbana e das estratégias de desenvolvimento, em grande medida, corporificando esse “novo empreendedorismo urbano”. Vai identificar, também, que este processo está relacionado a um momento recessão nestas economias (crise do petróleo de 1973) e a um quadro de “desindustrialização”, “desemprego disseminado e aparentemente “estrutural”” e austeridade fiscal, somado “a uma crescente tendência ascendente do neoconservadorismo e a um apelo muito mais forte (ainda que, frequentemente, mais na teoria que na prática) à racionalidade do mercado e à privatização”. Destaca o autor, que este é um momento de fragilidade dos Estados-Nações no controle dos fluxos de investimentos internacionais, em que parece haver alguma supressão da escala nacional em função de relações mais diretas entre poderes locais e o capital financeiro internacional (HARVEY, 2005, p. 166).

Ante a este quadro, o empreendedorismo urbano passa a fazer uso da parceria público-privada como elemento central de sua estratégia.

Em primeiro lugar, o novo empreendedorismo tem, como elemento principal, a noção de “parceria-público-privada”, em que a iniciativa tradicional local se integra com o uso dos poderes governamentais locais, buscando e atraindo fontes externas de financiamento, e novos investimentos diretos ou novas fontes de emprego (HARVEY, 2005, p. 170).

Deste modo, a figura da Parceria Público-Privada (PPP), da qual a Operação Urbana Consorciada é uma modalidade, e sua aplicação como instrumento de política urbana, emerge como solução paradigmática, ainda na década de 70, nos EUA e na Europa, no contexto da ascensão do regime de acumulação financeirizado e ocaso do estado de bem-estar social. O período é marcado pelos déficits de arrecadação do Estado, crise fiscal, e, de maneira geral, pelo esgotamento do modelo fordista-taylorista (MARICATO; FERREIRA, 2002, p.2).

A ideia da PPP aparece, assim, associada à implementação das políticas neoliberais desde o final dos anos 1970 nos países centrais. Focados em recuperar suas economias, consideraram a PPP com uma oportunidade de atração de capital, arrecadação tributária e captação de recursos, promovendo a ampliação da atuação do mercado. O espaço urbano torna-se arena privilegiada das parcerias, possibilitando a realização de obras e serviços ao setor público em condições economicamente vantajosas a investidores privados concedidas pelos governos locais, em crise fiscal e motivados pela possibilidade de reestruturação econômica.

Mais do que isso, o essencial é que Harvey sugere que este novo padrão de planejamento é parte integrante da emergência de um novo padrão de acumulação capitalista.

A ascensão do empreendedorismo urbano talvez tenha tido um papel importante na transição geral da dinâmica do capitalismo de um regime fordista-keynesiano de acumulação capitalista para um regime de “acumulação flexível” (HARVEY, 2005, p. 166-7).

De maneira análoga, embora os termos conceituais não sejam exatamente coincidentes, queremos destacar que a emergência de um novo padrão de planejamento alicerçado em uma lógica empresarial, que está, sobretudo, fundamentado sobre uma lógica de valorização própria do capital financeiro, é parte constitutiva da consolidação do regime de acumulação financeirizado.

Neste cenário de “competitividade globalizada”, projetos de “revitalização” de áreas ditas “degradadas” das cidades que se pretendem “globais” passam a representar uma nova fronteira da acumulação capitalista.

Concomitante ao processo de reconfiguração de estruturas espaciais se observou um movimento de reificação da cidade, através da disseminação da idéia de um novo planejamento urbano, cujos principais instrumentos de valorização do espaço urbano estariam estruturados num plano de desenvolvimento estratégico que promoveria a reconversão econômica de áreas urbanas decadentes ou em processo de deterioração, de modo a inserir essas localidades num “arquipélago das cidades globais” (PAIVA, 2007, p. 71).

Áreas centrais, antigas zonas industriais ou portuárias – “decadentes”, “esvaziadas” e desvalorizadas – passam a configurar como novos vetores de desenvolvimento imobiliário e representam um território fértil à valorização dos capitais invertidos na construção do espaço urbano, com interconexões entre capital imobiliário e capital financeiro cada vez mais fortes, como vimos no capítulo anterior. A emergência de uma nova fração do capital, o capital financeiro imobiliário, passa a reunir estratégias de valorização financeira, fundiária e lucros da construção. Sendo assim, projetos de “revitalização” de áreas “degradadas” são oportunidades únicas de realização destes ganhos, onde impera a dimensão especulativa, dado a potencialidade de captura do diferencial de renda fundiária criado por estas intervenções. No desenho dessas oportunidades, os instrumentos das PPP são arquétipos primorosos de uma política urbana na qual se engaja esse novo padrão de planejamento (urbanismo corporativo, planejamento estratégico, empreendedorismo urbano). E, com isso,

como veremos a seguir, instrumentos como as Operações Urbanas Consorciadas ganham espaço, valendo-se de um discurso que ressalta o suposto potencial distributivo do instrumento e a “necessidade” de “revitalização” destes espaços “degradados”.

Em condições regulatórias distintas, que tornassem a formatação da parceria público-privada mais sujeita a padrões democraticamente definidos, o instrumento poderia ser compatível com uma política urbana pautada pela inversão de prioridades, servindo na reestruturação que muitas vezes se faz necessária em áreas maiores, redefinindo o desenho urbano inclusive, em antigas regiões industriais ou portuárias em processo de esvaziamento. E este discurso do potencial distributivo do instrumento é diretamente apropriado pelo mercado como forma de promoção das operações nestas localidades, justamente onde o *gap fundiário* (Smith, 1987) pode ser mais elevado em função da desvalorização presente, onde se usa também o discurso da deterioração e da necessidade *de revitalização*, termo que é progressivamente substituído pela *requalificação*, como uma forma de se evitar a crítica de moradores e usuários que se afirmam contra a ideia daquele espaço estar *morto* (Magalhaes, 2015, p. 143).

O debate sobre as PPP e as Operações Urbanas chega ao Brasil na década de 1980 “em um contexto caracterizado pelo crescente endividamento, pela elevação e aceleração inflacionária e pela consequente redução dos financiamentos estatais” (COTA, 2010, p.27). Para Cota (2010, p.147), parece insuficiente creditar unicamente à emergência do neoliberalismo a introdução destes instrumentos enquanto política urbana, sobretudo no Brasil. Concomitante ao processo de redemocratização política brasileira está o avanço do ideário neoliberal, mas também ganha algum fôlego o movimento pela reforma urbana, estando postos frente a frente o ideário da cidade-mercadoria e do direito à cidade, e entre eles o instrumento da PPP. Assim:

Se em um primeiro momento a parceria público-privada é vista como uma expressão do neoliberalismo na política de desenvolvimento urbano, que busca viabilizar a cidade-mercadoria, no Brasil ela desponta, inicialmente, como um instrumento capaz de viabilizar os princípios de uma reforma urbana e promover o direito à cidade, considerando-se a dificuldade de se implementar outros instrumentos mais redistributivistas (COTA, 2010, p.147)

As Operações Urbanas Consorciadas têm suas origens nas legislações da cidade de São Paulo, sendo que “o Plano Diretor de São Paulo de 1985, elaborado na gestão Mario Covas, já apresentava a ideia de Operações Urbanas” (MARICATO; FERREIRA, 2002, p. 15).

O instrumento da Operação Urbana Consorciada não é novo e já apareceu – sob configurações e nomenclaturas diversas e nem sempre idênticas às regulamentadas agora no Estatuto da Cidade – em Planos Diretores de muitas cidades brasileiras. Uma mostra da maleabilidade do instrumento para responder a interesses muito diversos está no fato de ele ter sido regularmente defendido e em alguns casos implementado por administrações paulistanas ideologicamente e eticamente tão diferentes quanto as de Mário Covas, Jânio Quadros, Luiza Erundina, Paulo Maluf, Celso Pitta e Marta Suplicy (MARICATO; FERREIRA, 2002, p. 1).

Ainda na gestão de Jânio Quadros (PTB, 1986-1989) é aprovado em lei o instrumento das Operações Interligadas, que é apontado como um antecedente, ou precursor, das Operações Urbanas Consorciadas (FIX, 2004; PEREIRA, 2015). Este instrumento foi utilizado nos mandatos

seguintes de Luiza Erundina (PT, 1989-1992) e Paulo Maluf (PPB, 1993-1994), gestões com orientações bastante distintas no espectro político.

foi no contexto da crise da dívida, na década de 1980, que as 'parcerias público-privadas', privatizações e concessões de serviços públicos, passaram a ser defendidas, quase unanimemente, e constituíram-se em parte fundamental da política urbana dos governos que se seguiram, ***fossem eles de esquerda ou de direita***. O processo de urbanização do país seguiu acelerado, num quadro de grande restrição fiscal e falta de recursos para investimentos. O impasse se deu concomitantemente à extinção das políticas nacionais de saneamento e habitação e à descentralização das políticas sociais. As operações urbanas não correspondem, no caso brasileiro, a um abandono da ideia de plano, tal como aconteceu em países da Europa, com sua substituição por projetos urbanos pontuais [...] Assim, uma hipótese para o interesse despertado pelas operações urbanas pode ser o fato de que elas reúnem, em um mesmo projeto de lei: um programa de investimentos (característico dos planos) e a definição de novas regras de uso e ocupação do solo (características do zoneamento); a legitimidade social conferida por seu suposto autofinanciamento, de modo a dispensar qualquer discussão sobre o fato de serem prioritárias ou não; e o respaldo do ***urbanismo dito progressista***, que as identifica como ***um mecanismo de recuperação das chamadas 'mais-valias urbanas'*** (FIX, 2009, p.52, grifo nosso).

Já no início dos anos 2000, o Estatuto da Cidade institui novos instrumentos para o planejamento urbano e regulamenta outros, como no caso das Operações Urbanas Consorciadas (OUC), instituindo a possibilidade de uso de títulos financeiros, os Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPAC), como pagamento de outorga no âmbito da OUC. As primeiras formulações do uso de títulos financeiros para esse fim surgiram em 1995, no âmbito da Operação Urbana Faria Lima, mas, declarado inconstitucional, seu uso só foi viabilizado com o Estatuto da Cidade.

No contexto de sua argumentação favorável ao uso dos títulos mencionados, Sandroni (2009, p.10) salienta que "o Cepac (Certificados de Potencial Adicional de Construção) foi criado basicamente para separar a contrapartida econômica da realização do projeto que lhe deu origem". Assim, poderia o poder público antecipar a arrecadação das contrapartidas, que financia a execução do projeto elaborado para a área sem a oneração dos cofres públicos. Esse é o discurso utilizado pelos responsáveis pela promoção das Operações, como tem feito o prefeito do Rio de Janeiro Eduardo Paes em relação à Operação Urbana Porto Maravilha.

Segundo o Prefeito Eduardo Paes, esse projeto quebra alguns paradigmas de como a cidade vem se desenvolvendo, tendo "a iniciativa privada como aliada na recuperação de uma área importantíssima sem onerar os cofres municipais". Em sua visão, isso acontece porque "a valorização imobiliária prevista a partir da revitalização da região financia antecipadamente a recuperação da infraestrutura", sendo esse "o ativo com que a prefeitura trabalha" (PEREIRA, 2015, p. 184).

A não oneração do poder público tem sido a tônica do discurso dos agentes interessados e das administrações que implementam as Operações Urbanas Consorciadas com o intuito de legitimar o uso do instrumento em questão, o que não se sustenta à luz dos fatos. Às vezes de forma contraditória, os governantes assumem a necessidade de investimentos públicos iniciais na área da OUC, ou em seu entorno, destinados a

impulsionar o projeto. Os chamados projetos âncoras e obras de infraestrutura são frequentemente realizados com esse objetivo, incorrendo em custos ao erário público que deixam de lembrados como ônus da Operação. Muitas vezes não são contabilizados passivos menos óbvios gerados pela OUC e negligenciados outros custos que surgem ao longo de sua implementação, sempre assumidos pelos cofres públicos. O que as análises das experiências recentes têm mostrado é que essa prática tem sido comum, em oposição ao discurso adotado.

Em análise das Operações Urbanas Consorciadas em São Paulo, Fix (2009, p.52) argumenta o seguinte:

[...] seu uso tem sido sempre associado a investimentos feitos diretamente com recursos orçamentários, utilizados antes da aprovação da operação (como na Água Espraiada), ou no entorno do seu perímetro, como em outra operação, a Faria Lima – de modo a acentuar fortemente a valorização imobiliária, pressuposto básico para o funcionamento do instrumento.

Em Belo Horizonte, no processo de elaboração do projeto da Operação Urbana Consorciada Antônio Carlos / Pedro I⁵¹, em 2013, a própria Prefeitura Municipal destacava em seu sítio na internet a conveniência de obras anteriores necessárias à viabilidade da OUC. Dizia que esta OUC apresenta um diferencial perante as demais experiências, pois “a principal intervenção reestruturadora do eixo já está sendo implantada e corresponde ao alargamento das avenidas e à implantação do corredor rápido de ônibus (BRT)” (BELO HORIZONTE, 2013a).

No caso da Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha no Rio de Janeiro, como veremos neste capítulo, o governo municipal arcou com os custos da primeira fase do projeto, mediante licitação. Embora admitissem estes gastos e os colocassem como necessários à época, eles são frequentemente omitidos quando a administração fala sobre o projeto atualmente. Outros custos, como aditivos aos contratos e a licitação das obras e serviços do Veículo Leve sobre Trilhos (VLT) – que tem praticamente todo seu trajeto compreendido na área da Operação –, e embora seja colocado como um legado desta OUC, não são contabilizados no passivo da Operação. Além disso, está sendo investigado o caso de pagamentos de propinas relacionados à OUC, que abordaremos a frente.

As Operações Urbanas Consorciadas, tal qual prevista no Estatuto da Cidade, são o conjunto de uma série de intervenções e medidas planejadas e coordenadas pelo poder

⁵¹ Posteriormente a Prefeitura decidiu unificar este projeto ao projeto de outra OUC, dando origem ao projeto ao qual a publicação do Diário Oficial do Município (DOM) do dia 27 de Julho de 2013 se referiu como Operação Urbana Consorciada Corredor Antônio Carlos / Pedro I / Eixo Leste-Oeste / Vale do Arrudas. Várias modificações nestes projetos foram realizadas, sendo lançado depois sob o nome de OUC Nova BH, e mais a frente como OUC ACLO (Operação Urbana Consorciada Antônio Carlos + Leste-Oeste). O processo de elaboração destes projetos corre sob forte pressão popular e com irregularidades apontadas pelo Ministério Público que impediram a sua aprovação até o momento.

público municipal, “com o objetivo alcançar em uma área transformações urbanísticas estruturais, melhorias sociais e a valorização ambiental” (BRASIL, 2001, sem página).

Grosso modo, a lei municipal que cria uma OUC delimita uma área da cidade, define um plano de intervenções e estabelece uma série de modificações nas normas urbanísticas e edilícias que, quase sempre, ampliam os coeficientes de aproveitamento permitidos (o potencial construtivo) e permitem novas atividades econômicas, de forma supostamente compatível com as novas condições de uso e ocupação do solo viabilizadas pelos investimentos que ali serão realizados. Para ter direito a esse potencial construtivo adicional, os empreendimentos lançados nesta área devem pagar uma contrapartida ao poder municipal, o que, a partir do Estatuto da Cidade, pode ser feito mediante a compra de CEPAC. Os recursos arrecadados devem obrigatoriamente ser reinvestidos pelo poder público dentro dos limites da área da OUC, realizando o conjunto de intervenções previstos pela lei que a institui. Assim, os recursos da venda de CEPAC financiariam melhorias na área que a dotariam de infraestrutura capaz de absorver o novo adensamento construtivo induzido pela OUC. O mecanismo financeiro das Operações pretende viabilizar tais intervenções por meio da captura de parte da “mais-valia urbana” criada pelas próprias intervenções.

Para que uma OUC se viabilize, ou que tenha “sucesso”, é preciso que se forme uma espiral de valorização imobiliária na área, que parte de uma expectativa dos agentes imobiliários nesta valorização (expectativa de valorização > captação de recursos e execução das intervenções > valorização fundiária). Deste modo, se tem como necessária a adesão dos agentes do mercado imobiliário ao projeto, pois para que funcione é preciso que sejam criadas essas expectativas de valorização fundiária e a partir dela sejam arrecadados os recursos que viabilizarão as obras. As expectativas em torno da valorização dos CEPACs, que neste sentido exprime a expectativa de valorização fundiária, se inserem nesta lógica e o sucesso na venda destes títulos pela prefeitura, e, portanto da própria OUC, está condicionado a este processo.

Portanto, uma vez condicionada ao sucesso das vendas dos títulos citados, a escolha de uma determinada área passa a ser determinada em função da expectativa do interesse da iniciativa privada nesta mesma área. Assim, não seriam as necessidades de “melhorias sociais e a valorização ambiental”, objetivos da OUC inscritos no texto legal do Estatuto da Cidade, e sim o interesse do mercado imobiliário na região que justificariam a existência de uma OUC e determinaria o seu “sucesso”.

Ao lançar mão do instrumento debatido aqui, a prefeitura está aprisionada na adesão do mercado imobiliário e em seu interesse prévio em determinada área, ou no fato de que poder público seja capaz de gerar essas expectativas em outra área, para o que será preciso que a administração municipal faça concessões extremamente favoráveis ao

mercado. O que as experiências paulistanas têm revelado é que acontecem as duas coisas: as áreas escolhidas são as de interesse do mercado e a OUC estabelece condições muito favoráveis aos seus interesses. Sem isso não há OUC.

O exame sobre como essas operações aconteceram em São Paulo indica que, embora possam ser propostas para qualquer região da cidade, só funcionam em áreas de interesse imobiliário, acentuando, desse modo, a concentração de investimentos em poucos trechos da cidade. Paradoxalmente, os mecanismos concentradores de renda foram reforçados com o Estatuto da Cidade, que institui a obrigatoriedade de que os recursos obtidos sejam aplicados exclusivamente na área da operação, criando um circuito de reinvestimento em regiões já favorecidas. Assim, tenham ou não sucesso financeiro, as operações são contrárias ao desenvolvimento de políticas de distribuição de renda, democratização do acesso à terra e aos fundos públicos (FIX, 2009, p. 52)

As experiências mostram, também, que estes agentes se fazem presentes na própria elaboração do projeto e impõem a ele seus interesses.

Neste contexto, uma vez que os recursos arrecadados só podem ser gastos dentro do perímetro da OUC, este instrumento acaba por intensificar as desigualdades sócioespaciais na cidade, posto que incentiva e canaliza investimentos em áreas nas quais já havia interesse dos agentes do mercado imobiliário, promovendo a concentração de investimento nestas áreas em detrimento de outras.

Deste modo, as obras realizadas com os recursos obtidos das contrapartidas, captando parte da valorização fundiária - o que supostamente dotaria o instrumento de um caráter redistributivo -, têm como imperativo valorizar a área. Ou seja, o que o Estado retira dos ganhos imobiliários via CEPAC, retorna sob a forma de investimentos que continuarão a valorizar a área. Somam-se a isso os gastos públicos frequentemente realizados e não contabilizados no passivo das Operações, além das concessões e flexibilizações das normas muito permissivas aos investidores do mercado imobiliário.

Outro ponto fundamental para que seja rechaçado o suposto caráter redistributivo deste instrumento é compreender que este imperativo de valorização fundiária, intrínseco à OUC, carrega em si a lógica da segregação.

Este é o principal nó de toda a questão em torno do instrumento: se o mercado não aderir ele tende a não funcionar, e caso os agentes do setor privado acreditem que as condições impostas não são suficientemente favoráveis, a venda de CEPACs fica aquém do necessário, não ocorrendo sua própria valorização, pressuposto para a arrecadação de recursos investidos na área e a efetivação dos projetos. É aí que se encontra uma das contradições que dificultam a efetivação das operações em formas democráticas de planejamento: elas pressupõem uma valorização fundiária acima da média na área, o que, nos padrões do mercado imobiliário brasileiro, envolve a exclusividade (muitas vezes explicitamente apresentada como vinculada à própria exclusão social, como é o caso claro da produção imagética do marketing dos condomínios fechados, que agregam valor a partir da autosegregação e da produção de muralhas) como pressuposto, sendo que a presença de elementos urbanos como a habitação social tende a diminuir fortemente tal potencial de valorização (Magalhaes, 2015, p. 146).

De fato, é difícil imaginar que o capital imobiliário aumente suas expectativas de valorização fundiária com obras que tenham realmente um caráter redistributivo, como aquelas destinadas a habitação de interesse social.

Embora teoricamente seja possível reverter os recursos obtidos com a venda de CEPACs para o custeio de ações de cunho redistributivo no interior de uma operação urbana, como, por exemplo, a provisão de moradia popular, os fundamentos econômicos desse instrumento regulatório são refratários à realização de ações nesse sentido. Promover a ampliação da oferta de moradia popular no interior de uma operação urbana é uma ação que não apenas se mostra inócua como vetor de valorização imobiliária, mas que pode inclusive agir no sentido de obstá-la (PEREIRA, 2015, p. 144).

No caso da Operação Urbana que trataremos neste capítulo, a única iniciativa nesse sentido foi a elaboração do Plano de Habitação de Interesse Social do Porto Maravilha (PHIS-Porto) passados quase cinco anos de aprovação da lei da OUC e por exigência de uma nova resolução do Ministério das Cidades que vincula a aplicação de recursos do FGTS à elaboração destes planos.

É crucial, também, a expectativa de que valorização fundiária ocorra em um determinado período de tempo considerado satisfatório pelos investidores, pois depende disso a expectativa de rentabilidade dos capitais aportados no âmbito da Operação. Para isso, é fundamental que se passe a sensação de que as obras e as transformações na região ocorrerão em um prazo a contento das expectativas dos investidores. É por isso que a construção imagética produzida pela OUC e seus empreendimentos âncora é tão relevante, talvez maior até que a própria funcionalidade dessas intervenções.

Em um contexto em que emerge o capital financeiro imobiliário, tal como tratado ao longo da dissertação, essa fração do capital impõe sua temporalidade às OUC. Este instrumento tem como característica uma maior flexibilidade e agilidade em seus processos decisórios, a custo de uma despolitização do debate e supressão dos controles sociais em torno de sua implementação, processo típico do novo padrão de planejamento urbano que se estabelece. Como veremos, o caso do Porto Maravilha exemplifica bem este ponto. De outra perspectiva, seria justamente por se adequar a essa temporalidade – do capital financeiro imobiliário – é que a OUC tem se disseminado como instrumento de política urbana.

Concretiza-se, assim, o projeto de conferir flexibilidade e agilidade aos processos decisórios e liberando-os definitivamente dos “controles políticos e burocráticos”. As chamadas parcerias público-privadas e as operações urbanas constituem um exemplo perfeito desta “expansão de redes de poder e correias de transmissão paralelas que se cruzam e vinculam diferentes ramos e centros”, ao largo dos partidos e do governo formal, a que se refere Jessop. Nestas redes de poder e correias de transmissão paralelas que constituem o terreno propício às parcerias público-privadas, a cidade de exceção se conforma também como democracia direta do capital (VAINER, 2011, p.11-2).

A própria adoção dos CEPAC – um título financeiro de base imobiliária – aprofunda o processo de financeirização do mercado imobiliário e da produção espaço urbano, pois que “cria-se a possibilidade de um novo tipo de especulação imobiliária financeirizada, com os investimentos feitos segundo os parâmetros e as expectativas próprios de uma lógica de valorização de tipo financeiro” (FIX, 2009, p. 53). Neste sentido, o CEPAC institucionaliza a possibilidade do surgimento da especulação imobiliária financeirizada na área da OUC.

Com tudo isso, entendemos que não se trata de buscar uma calibragem do instrumento que possibilite atender ao interesse público ou que assuma um caráter verdadeiramente redistributivo, como advogam os autores que defendem sua capacidade de captura de mais-valia urbana. À OUC se impõe necessariamente a lógica – especulativa – e a temporalidade – curtoprazista – de um regime de acumulação sob dominância financeira, que ao fim não se sustenta sem a apropriação privada de grandes quantias do fundo público. O uso crescente das Operações Urbanas Consorciadas como instrumento de política urbana indica sua confluência com o processo de acumulação do capital financeiro imobiliário.

4.1.1 O CEPAC

O Certificado de Potencial Adicional de Construção (CEPAC) é um título que corresponde ao pagamento de outorga onerosa do direito de construir acima do coeficiente de aproveitamento básico de um terreno – limitado ao coeficiente de aproveitamento máximo – estabelecido pela lei que institui uma OUC específica. Pode também ser utilizado para o pagamento de outorga onerosa de alteração do tipo de uso permitido (residencial, comercial, industrial) em um determinado empreendimento nos limites de uma OUC, a depender da lei que a institui.

Em regra, nos termos da lei que institui a OUC, o CEPAC é convertido em uma quantidade de m² de potencial construtivo – é, portanto, um terreno virtual, solo criado – que pode variar conforme os fatores de conversão estabelecidos para o local e o uso do empreendimento. Este mecanismo é usado para que seja induzida a ocupação e determinados usos em cada área dentro dos limites da OUC.

O CEPAC é um título mobiliário emitido pelos municípios que são vendidos ao mercado. É por serem considerados valores mobiliários, que os CEPAC, assim como outros títulos financeiros, são regulados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), sendo a Instrução CVM nº 401 – de 29 de dezembro de 2003 – o principal dispositivo infralegal sobre tais títulos.

Conforme já foi abordado, é o Estatuto da Cidade que o regulamenta na legislação federal e estabelece que os CEPACs devem ser vendidos pela municipalidade em leilão no

mercado de balcão organizado – ao que se chama de oferta pública de distribuição secundária – ou usados diretamente pela prefeitura no pagamento das obras previstas pela lei da OUC.

Uma vez comercializado pelo município, o CEPAC pode ser livremente comercializado, mas só terá validade para a OUC específica à qual está vinculada sua emissão, ou seja, somente são conversíveis em direito de construir dentro dos limites da área desta OUC específica. Com isso, criou-se a possibilidade de criação de um mercado secundário operando, inclusive, na bolsa de valores.

Sua comercialização cria um mercado para esses títulos que não está vinculado diretamente ao mercado de terrenos dentro da área de uma OUC, pois há uma desvinculação entre a compra de potencial construtivo – feita por meio do CEPAC – e a posse dos lotes. Em teoria qualquer pessoa pode comprar estes títulos, sendo ou não proprietário de um terreno na área da OUC, e, assim, como qualquer outro título financeiro, a variação de seu preço ocorrerá em função, também, de determinações deste mercado, além da própria valorização da área. É por isso que a crítica em relação aos CEPAC tem apontado que sua criação gera a possibilidade uma nova forma de especulação imobiliária, agora financeirizada (FIX, 2009; FIX 2011; MARICATO; FERREIRA, 2002).

o preço dos Cepacs é determinado em leilões e passa, depois, a ser negociado no mercado secundário, ou seja, oscila conforme o interesse do mercado, característica típica de títulos financeiros. A especificidade dos Certificados é que essa oscilação deverá ocorrer em função da expectativa dos investidores em relação às possibilidades de valorização (e desvalorização) de uma região da cidade: passa a ser desejável, portanto, que essa valorização aconteça [...] Com isso, cria-se a possibilidade de um novo tipo de especulação imobiliária financeirizada, com os investimentos feitos segundo os parâmetros e as expectativas próprios de uma lógica de valorização de tipo financeiro [...] Os Certificados representam, portanto, um salto na escala especulativa, que passa do edifício a trechos urbanos; envolvem, ainda, políticas públicas, valorização de bairros inteiros, e acentuam os mecanismos de competição intraurbana (FIX, 2011, p.183).

De maneira análoga a ações de uma empresa colocadas no mercado, que têm seu preço apenas em última instância vinculados ao capital real das empresas, o preço dos CEPAC só em parte vincula-se à valorização dos terrenos em uma OUC, ou aos preços destes terrenos, outra parte é dado pela dinâmica do mercado específico destes títulos. Neste mercado, essencialmente especulativo, o preço pode variar em descompasso à valorização fundiária dos terrenos. Pode variar, por exemplo, pela escassez destes títulos em um determinado momento, o que impulsionará seu preço para cima, ou seja, oscilará determinado por forças que comandam o mercado financeiro e de capitais, não mais, necessariamente, atreladas ao mercado fundiário.

É claro que a valorização do CEPAC e a valorização fundiária se afetam mutuamente. Um terreno na área de uma OUC sem que haja quantidade “suficiente” de CEPAC para ser vinculada a ele, terá, provavelmente, seu preço drasticamente reduzido. Do

mesmo modo, quantidades de CEPAC ainda no mercado sem que haja terrenos disponíveis para sua vinculação sofrerão desvalorização, ou, em última instância, não terão valor algum. Não há garantias de que situações assim não ocorrerão em uma OUC, apesar de colocarmos exemplos extremos.

O CEPAC não é título da dívida municipal e por isso seu comprador não pode exigir da municipalidade o valor investido. Não há nenhuma garantia de que se conseguirá vendê-lo pelo valor de face do título. Ou seja, os compradores de CEPAC estão sujeitos aos riscos e volatilidade deste mercado, havendo, inclusive, a possibilidade de perda de parte ou mesmo da totalidade dos investimentos realizados. O CEPAC é, por isso, considerado pela CVM como um ativo de renda variável.

O CEPAC está sujeito à fiscalização pela CVM, que exige que seja realizado o registro da OUC junto ao órgão, com a elaboração de uma série de documentos. O principal deles é o prospecto da Operação Urbana, que deve conter, entre outras, informações sobre o estoque de potencial construtivo adicional previsto, os parâmetros de conversão dos CEPAC em potencial construtivo, o programa de obras e intervenções elaborados para a OUC e os estudos de viabilidade econômica e financeira da Operação. No prospecto deve ser descrito, também, os fatores de risco da OUC e do CEPAC. Por exemplo, o prospecto da Operação Urbana consorciada Porto Maravilha alerta para fatores de risco da Operação, entre outros, de natureza jurídica, macroeconômicos e políticos, além de outros fatores de risco que envolvem o CEPAC especificamente: “inovação”, trata-se de uma modalidade de investimento recente; “liquidez”, os títulos estão sujeitos às variações no mercado; “limites de CEPAC”, há um limite das quantidades de CEPAC que podem ser absorvidos em cada subsetor da operação (CDURP, 2010b). Para a comercialização dos CEPAC na bolsa de valores ou nos mercados de balcão organizados é preciso que estes sejam previamente registrados. Além disso, após a aprovação e registro da Operação, o poder municipal está obrigado a publicar relatórios trimestrais sobre o andamento da Operação e das negociações de CEPAC. De tudo isso, podemos depreender que o CEPAC vai muito além de um meio de pagamento de potencial construtivo, sendo conformado como um título financeiro como outro qualquer.

Essas exigências mostram que o CEPAC não foi concebido simplesmente como uma forma de pagamento da contrapartida pelo potencial construtivo adicional, mas como um novo instrumento de mercado de capitais que tem como lastro o valor econômico do direito de construir no interior de uma operação urbana (PEREIRA, 2015, 139).

À vista disso é que podemos argumentar que o CEPAC é mais uma inovação financeira propícia à acumulação do capital financeiro imobiliário, que traz à tona a vinculação entre mercado imobiliário e formas de valorização financeira. Noutros termos, o

uso do CEPAC mostra-se como uma experiência que aponta para as possibilidades do aprofundamento do processo de financeirização do mercado imobiliário.

Sob uma perspectiva teórica de inspiração marxiana a análise do CEPAC traz flexões interessantes. Queremos indicar que ao CEPAC confluem duas vias de formação de capital fictício: uma enquanto título de propriedade de terra, que dá direito sobre a renda da terra, e outra como título financeiro, que se “valoriza” na esfera financeira. Em ambas o CEPAC se equipara ao capital portador de juros, que em seu processo de circulação gera capital fictício, conforme debatemos no segundo capítulo.

O CEPAC é um título de propriedade da terra – terreno virtual, solo criado – e, sob este aspecto, já que em uma sociedade capitalista a terra torna-se mercadoria, seu preço é dado pela capitalização da expectativa da valorização imobiliária futura, que renderá a seu possuidor uma remuneração como renda da terra. Essa valorização poderá ocorrer ou não por motivos alheios ao esforço de seu possuidor, donde emana seu caráter essencialmente especulativo. Do mesmo modo que “o que é comprado e vendido não é a terra, mas o direito à renda fundiária produzido por ela”, o que se compra ao adquirir o CEPAC não seria o potencial construtivo (terreno virtual, solo criado), mas o direito à renda terra produzido por este potencial construtivo, e assim, “o comprador adquire um direito sobre as receitas futuras antecipadas, um direito sobre os frutos futuros do trabalho. O direito à terra se torna, em resumo, uma forma de capital fictício” (HARVEY, 2013, p. 471). A equiparação do CEPAC à terra, enquanto título de propriedade de terra, explica a primeira via de formação de capital fictício. Este processo se dá ainda que o CEPAC seja usado apenas como mero meio de pagamento por potencial construtivo entre seu comprador e a municipalidade.

A possibilidade de tais títulos serem negociados na bolsa de valores ou nos mercados de balcão organizados, ou em um mercado secundário qualquer que seja seu formato, implica em uma segunda via de formação de capital fictício.

Após serem emitidos pela prefeitura e colocados em um mercado secundário, o CEPAC passa a circular sob uma nova dinâmica, ganha neste mercado uma “segunda vida”. O CEPAC e seu preço continuam a representar o direito sobre a renda da terra capitalizada, conferido por sua propriedade de se converter em potencial construtivo, mas, além disso, passa a refletir também variações próprias da dinâmica do mercado destes títulos na esfera financeira. Abre-se a possibilidade de ganhos com a “valorização financeira” do CEPAC, pela comercialização destes títulos mantida na esfera financeira, atrelada à mera especulação ou arbitragem, criando-se aqui também capital fictício. Neste mecanismo encontra-se a possibilidade de que seu preço varie sem que haja alterações nas expectativas sobre apropriação da renda da terra a que o CEPAC dá direito, sendo mais determinante para essa variação a dinâmica das transações financeiras neste mercado, como se fosse criado um circuito fechado no mercado financeiro de CEPAC. A lógica aqui é

mesma debatida no capítulo 2 sobre o sentido dado ao termo “valorização financeira”, que cria capital fictício. Nestas trocas no circuito financeiro não há geração de valor, como se dinheiro gerasse mais dinheiro (D-D’), e por isso trata-se de capital fictício, capital sem base real de valorização. Como no caso dos CEPAC já não há, nestes termos, uma base real de valorização, posto que é a capitalização das rendas fundiárias futuras, sugerimos que há em verdade a potencialização da criação de capital fictício. Ou seja, é a criação de capital fictício sobre uma base que já representa capital fictício.

Seja pela primeira via, geração de capital fictício pela apropriação da renda da terra, ou pela segunda via, capital fictício pela “valorização financeira” dos CEPAC, não há outra fonte senão a punção de mais-valia gerada pelo trabalho: são, em ambos os casos, a apropriação antecipada da mais-valia futura gerada pelo trabalho no processo produtivo.

Com a comercialização dos CEPAC, o poder público municipal passa a desempenhar papel próximo do proprietário de terra, neste caso de terra virtual. Assim, o preço de venda dos CEPAC representa a disputa pela apropriação da renda da terra futura entre a municipalidade, o proprietário do terreno propriamente dito e o incorporador/construtor. Se houver de fato a criação de um mercado secundário, com a venda dos CEPAC pela municipalidade, insere-se a possibilidade de incluir o especulador de CEPAC neste esquema.

As experiências recentes mostram que não há até o momento a criação de um mercado secundário significativo, *stricto sensu*. Isso, contudo, não lhe retira seu caráter especulativo, nem prejudica as afirmações teóricas sobre a natureza deste título. Como veremos a seguir, na Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha há um mercado secundário de CEPAC, mas com características muito específicas. O Fundo de Investimento Imobiliário Porto Maravilha (FIIPM), ao adquirir a totalidade dos CEPAC da Operação, passa a ter o monopólio deste mercado secundário e os vende em uma espécie de mercado de varejo. As negociações têm sido realizadas sob várias formas, como a venda direta, permutas e mesmo leilão na bolsa de valores. Esta última modalidade, ainda que represente um percentual pequeno das vendas, é a que melhor indica a possibilidade formação de um mercado secundário especulador. Em todas modalidades, porém, o preço realizado do CEPAC está sujeito à expectativa de valorização fundiária da área da OUC, e portanto das expectativas de apropriação da renda da terra futura, mas também se sujeita à dinâmica do mercado de CEPAC propriamente. Este tem como determinantes os estoques existentes e a quantidade disponíveis à oferta a cada momento de negociação, a demanda pelos títulos, a situação de liquidez deste mercado e, mesmo, determinantes macroeconômicos do país – em que destacamos a taxa de juros básica adotada a cada período –, que de resto afeta as decisões de investimento e condicionam a economia de um modo geral.

Por fim, é forçoso concluirmos que a introdução dos CEPAC, e as OUC de maneira geral, se mostram funcionais aos processos de acumulação do capital financeiro imobiliário, em um cenário de crescente vinculação da terra e do espaço construído urbano à dinâmica do regime de acumulação financeirizado, com implicações importantes.

a transformação da terra num campo aberto à circulação do capital portador de juros significa não só a dominação do poder social da terra pelo poder social do dinheiro, como a subsunção da primeira ao processo de acumulação, ao atribuir aos proprietários de terra o papel ativo de dar fluidez e dinamismo ao mercado de terras, direcionando os fluxos de capital. Harvey lembra, no entanto, que, quanto mais aberto for o mercado de terras à peregrinação do capital portador de juros, tanto maior o risco de o excedente de capital monetário imprudentemente construir pirâmides de dívidas, transformando-se na fonte, e aqui Harvey lembra uma expressão famosa de Marx, “de todas as formas alucadas de capital” e de distorções potencialmente muito sérias. Daí porque, conclui Harvey, o capitalismo ser periodicamente assaltado por orgias especulativas que o colocam num pântano de destruição. Se ele está certo e o destino da terra, enquanto capital fictício, é mesmo ser tratada como capital portador de juros, não é preciso muito tino para concluir que esse processo é evidentemente potenciado, num contexto em que a financeirização dá o tom do processo de acumulação (PAULANI, 2012, p.18-9).

4.2 A Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha

O estudo empreendido aqui sobre a Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha no Rio de Janeiro⁵² está focado na dinâmica dos Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPAC).

A OUC Porto Maravilha foi criada pela Lei Complementar nº 101 de 23 de novembro de 2009. Abrangendo uma área de cinco milhões de metros quadrados entre as avenidas Presidente Vargas e Rodrigues Alves, propõe a “revitalização” da zona portuária do Rio de Janeiro. A Lei supracitada enuncia como objetivo da Operação a reestruturação urbana da área e a requalificação dos espaços de uso público da região “visando à melhoria da qualidade de vida de seus atuais e futuros moradores, e à sustentabilidade ambiental e socioeconômica da região” (RIO DE JANEIRO, 2009a). Em 2011, foi realizado leilão para vendas dos Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPACs), adquiridos em lote único pelo Fundo de Investimento Imobiliário Porto Maravilha (FIIPM), cujo o único cotista é o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), administrado pela Caixa Econômica Federal. No mesmo ano, tiveram início as obras de infraestrutura e viárias previstas (RIO DE JANEIRO, 2013), que se encontram em fase final, com algumas das principais intervenções já concluídas em julho de 2016.

Para nosso estudo de caso, partimos da proposição metodológica de Vainer *et al.* (2012) para a avaliação de grandes projetos urbanos. Sendo os grandes projetos urbanos “definidos como uma intervenção que instaura rupturas na cidade, entendida esta como

⁵² A legislação que cria essa OUC a denomina de Operação Urbana Consorciada da Região do Porto do Rio. Porém, fizemos a opção de nos referir a ela como Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha (OUCPM) dando ênfase ao codinome “Porto Maravilha” que é como o projeto ficou popularmente conhecido.

espaço social multidimensional” (VAINER *et al.*, 2012, p. 16), tal abordagem pode nos auxiliar no presente estudo, pois certamente a OUC Porto Maravilha pode ser entendida como um grande projeto urbano tal qual definido acima. Assim, os autores citados propõem uma estrutura para a avaliação de tais projetos fundada em sete dimensões: política, institucional, simbólica, arquitetônico-urbanística, fundiária, socioambiental e econômico-financeira. Porém, destacam que a avaliação não deve seguir rigidamente tal estrutura, e nem podem ser tais dimensões analisadas separadamente. O mais relevante está em observar como as dimensões se inter-relacionam. Além disso, em cada caso é preciso avaliar a pertinência de cada dimensão, bem como a necessidade de ampliar ou reduzir a matriz analítica a partir dos objetivos e dos limites de cada estudo, como advertem os próprios autores:

A relevância maior ou menor de cada dimensão é definida de acordo com as características específicas do projeto e do seu ambiente de implantação. Cada projeto analisado exige uma crítica da própria matriz de análise – que é tomada apenas como ponto de partida –, que pode ser complementada ou reduzida de acordo com as necessidades (VAINER *et al.*, 2012, p.19).

Isso posto, passamos a definir nossa própria matriz analítica, como se segue, que deverá ser observada para o estudo de caso da OUC Porto Maravilha.

Este estudo foi estruturado a partir de três grandes dimensões analíticas: *político-institucional*, *urbanístico-fundiária* e *econômico-financeira*.

Na dimensão que chamamos de *político-institucional*, almejamos identificar os principais agentes envolvidos na proposição, elaboração e execução da OUC. Buscaremos identificar a relação entre os agentes privados envolvidos e o poder público, bem como a relação entre as três esferas governamentais, Federal, Estadual e Municipal.

Analisaremos o arcabouço institucional criado na elaboração da OUCPM, percorrendo os principais aspectos legais que dão sustentação ao projeto.

Propomos na dimensão analítica *urbanística-fundiária* observar os aspectos gerais da caracterização fundiária da área em questão e sua ocupação, relacionando-a aos estoques construtivos previstos pela legislação da OUC. Debateremos também a presença significativa de áreas públicas, a “privatização” destes terrenos e a relevância destas áreas em relação à venda do estoque de CEPAC e na estruturação do projeto como um todo.

Nas análises da dimensão *econômico-financeira* buscaremos identificar a forma como foram negociados os CEPAC, os principais compradores, a distribuição espacial dos estoques e dos CEPACs negociados, a composição atual do patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário Porto Maravilha (FIIPM) e a evolução da valorização dos CEPAC frente à valorização imobiliária.

Partiremos dos empreendimentos realizados e anunciados para identificar os principais compradores do CEPAC. Pretendemos realçar suas principais características

quanto ao tamanho – se é um investimento de grande ou pequeno porte -, origem do investimento – se trata-se de capital nacional ou internacional -, e se o capital investido tem sua origem no setor produtivo ou financeiro. Indicaremos se a motivação do investimento é a vinculação do título a um empreendimento imobiliário ou a especulação no mercado financeiro. Aqui, intentamos elucidar se há a formação de um mercado secundário de tais títulos. A preocupação quanto à participação do fundo público nestas negociações permeia toda a *dimensão econômico-financeira*.

Após a conclusão do estudo aqui proposto, acreditamos ser possível compreender melhor as articulações entre o capital financeiro imobiliário, a construção do espaço urbano, os instrumentos de planejamento urbano e a participação do fundo público, que são, em resumo, os objetivos desta dissertação.

4.2.1 Apresentação

O arranjo institucional e financeiro que envolveu a Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha (OUCPM) é complexo e muitas vezes descrito como uma inovação importante e um legado para futuros projetos similares no Brasil. Ele apresenta características típicas de uma política urbana muito próxima ao mercado e seus interesses, e incorpora mecanismos próprios da administração empresarial em sua prática e mesmo quanto aos parâmetros utilizados para aferir seus resultados. Assim, ao condicionar a ação dos agentes estatais à lógica de mercado, podemos mesmo argumentar que o projeto se insere na qualificação de um padrão de intervenção estatal na política urbana que acaba por provocar um processo de “privatização funcional” destes agentes, conforme destaca Pereira (2015, p. 226) em análise do caso do Porto Maravilha.

Além disso, o projeto aqui debatido traz também inúmeras características próprias ao mercado financeiro. Não só os agentes do mercado imobiliário, mas também os entes estatais lançam mão de instrumentos e estratégias próprias à esfera financeira, potencializados pela OUC. Queremos argumentar que este processo é parte constitutiva da emergência do regime de acumulação financeirizado contemporâneo, e não apenas um reflexo deste regime. Ou seja, as mudanças na política urbana não são somente o resultado, ou produto, do regime de acumulação financeirizado, são, na verdade, componente estruturante, ou elemento integrante, deste regime de acumulação.

Basicamente, o arranjo institucional e financeiro do Porto Maravilha foi estruturado em dois alicerces. Um é o contrato de PPP que concede as obras e serviços previstos para a “revitalização” da área portuária; o outro é o leilão de CEPACs, cuja arrecadação financia, supostamente sozinha, este contrato. Como mostraremos a seguir, nem a “revitalização” é

promovida unicamente por este contrato de PPP, nem os recursos da “revitalização” advém unicamente do leilão de CEPACs.

Para gerenciar a OUCPM a prefeitura criou a Companhia de Desenvolvimento Urbano da Região do Porto do Rio de Janeiro (CDURP), uma companhia por ações com personalidade jurídica de direito privado e de economia mista, embora a prefeitura seja até o momento a sua única cotista. Esta companhia criou o Fundo de Investimento Imobiliário Região do Porto (FIIRP) veículo financeiro utilizado para gerenciar os ativos e passivos da OUCPM. O FIIRP é administrado pela Caixa Econômica Federal (CAIXA), através da Vice-presidência de Gestão de Ativos de Terceiros (VITER)⁵³. A Prefeitura Municipal do Rio de Janeiro emitiu 6.436.722 CEPACs objeto do leilão e os aportou no capital social da CDURP, que por sua vez os integralizou no FIIRP. A CDURP ainda integralizou no FIIRP terrenos públicos na área da OUC de propriedade da prefeitura ou adquiridos de outros entes estatais. A CDURP é cotista amplamente majoritária do FIIRP, que conta hoje com uma pequena participação do fundo vencedor do leilão de CEPACs.

A concorrência pública para a PPP foi vencida pelo consorcio Porto Novo. O contrato de PPP tem um custo de aproximadamente R\$ 7,6 bilhões, que é pago em “Contraprestações Públicas Mensais e Anuais” pela CDURP através dos repasses feitos pelo fundo de investimentos vencedor do leilão de CEPACs (FIIRP, 2011, p. 4). A este montante se somam outros custos⁵⁴, como os previstos para investimento em patrimônio histórico e para manutenção da CDURP, totalizando o custo integral da OUCPM em torno de R\$ 8 bilhões, em valores de 2011, a serem pagos ao longo dos 15 anos previstos para o projeto. Assim, o leilão de CEPACs deveria arrecadar este montante.

O edital de leilão dos CEPACs prevê que, além adquirir esses títulos, em lote único e indivisível, o proponente vencedor teria o direito de compra de terrenos situados na área da Operação. Esses terrenos são aqueles originalmente públicos, adquiridos previamente pela CDURP e integralizados no FIIRP. Essa condição foi posta como necessária ao desenvolvimento do projeto, já que a área continha aproximadamente 75% terrenos de propriedade pública, seja municipal, estadual ou federal.

⁵³ A VITER é uma área segregada da estrutura da CAIXA e é responsável pela administração e gestão de vários fundos de investimento, não só do FIIRP. Ao administrador compete a gestão dos ativos dos fundos, tendo autonomia para realizar as mais diversas transações, sempre seguindo as decisões dos cotistas e o regulamento do fundo. Não se confunde, assim, a propriedade das cotas dos fundos com a função de administrador. A CAIXA, novamente através da VITER, é também a instituição financeira que administra o Fundo de Investimentos Imobiliários Porto Maravilha (FIIPM), vencedor do leilão de CEPACs, cuja propriedade integral de suas cotas pertencem ao FGTS.

⁵⁴ Além do custo da PPP, o custo da OUCPM é formado, principalmente, pelos custos: do contrato de prestação de serviços do gerenciamento de obras do Contrato da PPP (aproximadamente R\$ 25 milhões); de manutenção da CDURP (5% do valor total do leilão de CEPACs, aproximadamente R\$175 milhões); relativos à recuperação do patrimônio histórico (3% do valor total do leilão de CEPACs, aproximadamente R\$ 105,2 milhões); devidos ao Agente Fiscalizador dos CEPAC (0,38% do valor total do leilão de CEPACs, aproximadamente R\$ 13,3 milhões); e demais custos referente à distribuição dos CEPAC (R\$ 3,5 milhões). O Edital de leilão define todos os custos da OUCPM (FIIRP, 2011, p. 5, p. 28).

O Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), que tem a CAIXA como seu agente operador, venceu o leilão de CEPACs por meio do Fundo de Investimento Imobiliário Porto Maravilha (FIIPM), fundo que tem o FGTS como único cotista. De posse dos títulos, o FIIPM os negocia livremente no mercado imobiliário com o objetivo auferir lucro e garantir a rentabilidade de seu investimento.

Os CEPACs foram leiloados ao valor unitário de R\$ 545,00, e, assim, o “Valor Total do Leilão” foi definido em R\$ R\$ 3.508.013.490,00, que é a soma dos valores unitários dos 6.436.722 CEPACs leiloados. Ocorre que, nos termos do edital de leilão, o proponente vencedor não se obrigava somente ao pagamento deste valor. Na realidade, se obrigava ao pagamento do custo total da OUCPM, os R\$ 8 bilhões já citados.

O FIIPM se obrigou a pagar o custo total da OUCPM em contrapartida à aquisição da totalidade dos CEPACs e ao direito de opção de compra dos terrenos que deveriam ser integralizados no FIIRP, sendo devido pelo fundo vencedor, respectivamente, o “Preço dos CEPAC” e “Prêmio da Opção de Compra (POC)”.

O “Preço dos CEPAC” é igual ao “Valor Total do Leilão”, aproximadamente R\$ 3,5 bilhões, sendo a contrapartida a esses títulos. Já o POC soma uma quantia em torno de R\$ 4,5 bilhões. Deste valor é subtraído o montante pago pelos terrenos em que o FIIPM de fato exercer a opção de compra. O valor pago por cada terreno é denominado pelo edital como “Preço de Exercício da Opção” e a soma destes o “Preço Global”, que estava limitado a R\$ 500 milhões. O “Preço de Exercício da Opção” está determinado pelo edital a ser igual ao valor utilizado pela CDURP na integralização destes terrenos no patrimônio do FIIRP (FIIRP, 2011, p. 7), o que quer dizer que a Companhia se comprometeu a “vender” os terrenos pelo mesmo valor que os adquiriu. O cálculo do “POC” é definido de maneira que se o FIIPM não exercesse a opção de compra dos terrenos ainda assim continuaria obrigado ao pagamento de R\$ 4,5 bilhões. Ou seja, se fossem adquiridos terrenos, o valor desembolsado na compra seria pago sob a rubrica “Preço de Exercício da Opção” e este abatido do POC.

O pagamento integral tanto do “Preço dos CEPAC” quanto do “POC” estão condicionados à integralização dos terrenos no FIIRP e disponibilização destes terrenos para compra pelo FIIPM, que exerce ou não seu direito de compra. O POC só é devido após o pagamento integral do “Preço dos CEPAC”. A CDURP se obrigou a integralizar nos três primeiros anos terrenos que tenham potencial de absorver pelo menos 60% da quantidade de CEPAC e, à medida que o fazia, ia liberando o pagamento de certa fração do “Preço dos CEPAC”, de acordo com as formulas previstas na cláusula 10 do edital de leilão (FIIRP, 2011, p. 27). Do total de R\$3,5 bilhões do “Preço dos CEPAC”, apenas um primeiro desembolso, no valor de R\$877.003.372,50 (cláusula 10.1.1 do edital), era devido já ao início do contrato independente da integralização de terrenos e não seguia tais formulas. A partir do percentual de 60%, os imóveis que a CDURP integralizasse no patrimônio do FIIRP

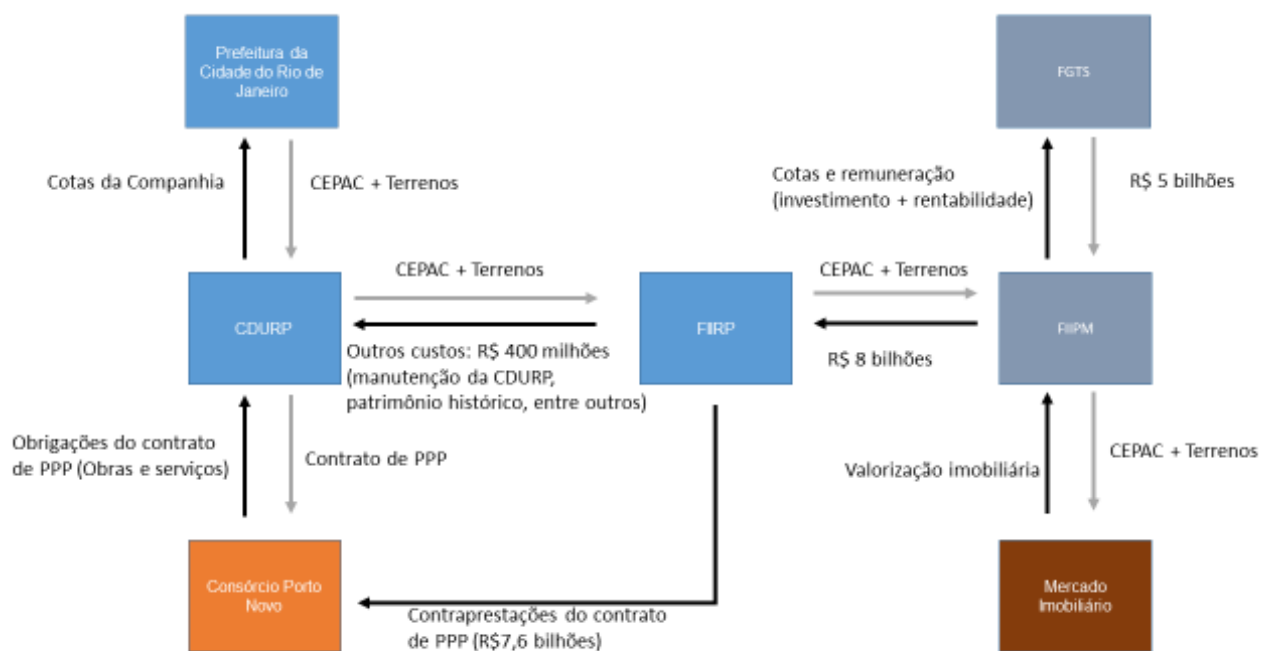
dão direito à liberação de uma fração do “POC”⁵⁵, tendo esses imóveis que possuem potencial de absorver mais 15% da quantidade de CEPAC. Estes últimos terrenos têm de ser levados ao mercado e não necessariamente oferecidos ao FIIPM, como os anteriores.

Quando o edital diz que os terrenos disponibilizados devem ter um potencial de absorção de 75% dos CEPACs, 60% vinculados ao “Preço do CEPAC” e 15% ao “POC”, isso quer dizer que estes terrenos podem virtualmente absorver essa quantidade, dados os parâmetros edilícios estipulados para o setor em que estão localizados e a área do terreno. Isso não quer dizer que de fato serão utilizadas essas quantidades, o que irá depender do projeto dos empreendimentos ali desenvolvidos. A título de exemplo, ao terreno chamado de Pátio da Marítima foi imputado um potencial de absorver 245.828 CEPACs, mas o empreendimento ali desenvolvido pela Tishman Speyer utilizou de fato 194.490.

Toda a transação dos ativos e valores devidos se dá juridicamente entre os dois Fundos, FIIPM e FIIRP, no caso do leilão de CEPAC, e entre FIIRP e o consórcio Porto Novo, no caso do contrato de PPP. Como veremos, o próprio contrato de PPP estava condicionado ao leilão de CEPAC e os pagamentos oriundos desse leilão também estão vinculados ao cronograma do contrato de PPP. A figura abaixo resume o arranjo descrito:

⁵⁵ As fórmulas que estabelecem tanto a liberação do “Preço dos CEPAC” (FIIRP, 2011, p. 27) quanto do “POC” (FIIRP, 2011, p. 29), basicamente, seguem uma função linear em que percentual de CEPAC que os terrenos integralizados no FIIRP podem absorver é a variável independente e o montante disponibilizado é a variável dependente. No caso “POC”, como envolve uma quantia maior de recursos que varia em função de percentual menor de CEPAC, resulta em uma função com maior inclinação. Pereira (2015, p. 204) faz essa análise.

Figura 10 - Arranjo financeiro da OUCPM



Fonte: CDURP

Feita essa apresentação, passamos ao debate em maior detalhe da OUCPM, evidenciando seus aspectos mais relevantes consubstanciados em torno das três dimensões que propomos à esta análise: *político-institucional*, *urbanístico-fundiária* e *econômico-financeira*.

4.2.2 Dimensão político-institucional

A ideia de se implementar um plano de “revitalização” da área portuária do Rio de Janeiro existe ao menos desde os anos 1980, e começa a tomar forma enquanto uma intervenção estatal estruturada na década seguinte. Várias versões destes planos foram criadas e pouca coisa havia sido realizada pelas diversas gestões que ocuparam a prefeitura municipal até então. A partir do primeiro mandato de Cesar Maia como prefeito (1993-1996), planos e projetos neste sentido passam a ocupar papel central na agenda desta e das gestões seguintes (Luis Paulo Conde se elege em 1996 e Cesar Maia retorna à prefeitura para mais dois mandatos consecutivos, de 2001 a 2008), e começam a dar forma ao que veio a ser colocado em prática ainda nos primeiros meses da gestão de Eduardo Paes, eleito em 2008.

Ainda em 1983, a Associação Comercial do Rio de Janeiro (ACRJ) já havia proposto intervenções visando a “reciclagem urbanística” da zona portuária. Nesta mesma década,

outros projetos como Corredor Cultural e SAGAS se ocupavam da manutenção do patrimônio histórico e cultural da região (MINISTÉRIO DAS CIDADES, 2005, p. 27).

O projeto “Porto do Rio: plano de recuperação e revitalização da região portuária do Rio de Janeiro”, apresentado já em 2001, se propunha um plano de ação mais estruturado para a “revitalização” da área portuária e tinha na construção do Museu Guggenheim, no píer Mauá, seu projeto âncora (PREFEITURA DA CIDADE DO RIO DE JANEIRO, 2011). Propunha, ainda, uma maior articulação com outros programas que também abrangiam a área, como o Rio-Cidade e o Favela-Bairro. A longa e polêmica negociação da implantação do Museu Guggenheim se estendeu pelas gestões de Luis Paulo Conde e as seguintes de Cesar Maia, mas, sob grande oposição da opinião pública e de setores organizados da sociedade civil, acabou sendo abortado. Proibido pela justiça de continuar com o projeto, Cesar Maia suspendeu outras ações da “revitalização”, como o “Rio-Cidade”, e condicionou à construção do Guggenheim as intervenções na região da praça Mauá, já que, segundo ele, sem o museu a revitalização não seria viável.

A adoção de métodos de planejamento estratégico começam a ser incorporadas na rotina da gestão urbana do primeiro mandato de Cesar Maia, que passa a se caracterizar por uma maior e nova forma de aproximação entre a prefeitura e empresariado. É nesta gestão que se lança o primeiro Plano Estratégico da Cidade do Rio de Janeiro (PECRJ), em 1993. Vainer (2011) considera que se inaugura neste período uma nova coalizão no poder local carioca responsável por uma nova concepção de cidade e de planejamento urbano, que se manterá, grosso modo, até hoje. Esta coalizão estaria representada na articulação entre Associação Comercial (ACRJ), Federação das Indústrias (FIRJAN) e Prefeitura para a promoção do Plano Estratégico, simbolismos dessa nova concepção e dessa nova coalizão no poder.

É nesse decênio [1993-2003] que se implanta, de forma contínua, um novo relacionamento, mais explícito, entre a Prefeitura da Cidade do Rio de Janeiro e o empresariado com interesses econômicos no Rio de Janeiro. Também é nesse período que se consagra, se justifica e se difunde todo um ideário sob a égide do qual se concretizará a adoção da gestão empresarial como modelo para a gestão urbana [...] (OLIVEIRA, 2003, p. 83)

O urbanismo de resultados, a incorporação das práticas internacionais, o discurso da competitividade globalizada e a adoção de práticas empresariais passam a reverberar com maior intensidade na prática do planejamento urbano das gestões dos governos municipais no Rio de Janeiro, embora não se possa excluir a importância explicativa de outras lógicas nesta configuração. Ou seja, começa a se sentir o impacto da difusão do “pensamento hegemônico e o receituário global para as cidades”, mas não se pode atribuir unicamente a

este processo o sentido da política urbana posta em prática, tendo grande relevância desde aspectos personalistas dos gestores à frente da municipalidade “mas, principalmente, as ações e políticas que têm raízes em processos históricos específicos do Rio de Janeiro e do Brasil e não podem ter sua gênese reconstruída a partir da referência à norma internacional” (OLIVEIRA, 2003, p. 228). Tratando especificamente do período entre 1993 e 2002 no Rio de Janeiro, Oliveira (2003, p. 225) afirma o seguinte:

[...] a busca dos resultados imediatos, a aceitação das tendências existentes como realidades futuras inevitáveis, o abandono do planejamento compreensivo de longo prazo, a busca de estratégias adaptativas ou “amigáveis” ao mercado (market friendly strategies), a insistência na potencialização da informação e da comunicação na gestão e a característica ênfase na construção dos resultados antes dos planos e projetos que, ao invés de os produzir, os justificam (como é o caso do primeiro Plano Estratégico carioca), demonstram que a busca da performatividade e do urbanismo de resultados dão sentido à boa parte das políticas empreendidas no período .

Já em meados dos anos 2000, no âmbito do Programa de Reabilitação de Áreas Urbanas Centrais, foi instituído um Grupo de Trabalho interministerial sob a coordenação do Ministério do Planejamento e com a participação do Ministério das Cidades, além de entidades de classe e fundações federais, “com o objetivo de avaliar as propostas da prefeitura do Rio de Janeiro para a reabilitação da área portuária” (MINISTÉRIO DAS CIDADES, 2005, p. 30). Em 2006, como resultado deste Grupo de Trabalho, por meio do Ministério das Cidades foi assinado um Acordo de Cooperação Técnica com a prefeitura do Rio de Janeiro.

Porém, o prefeito Cesar Maia desconsiderou os esforços empreendidos pelo Ministério no debate sobre o projeto de “revitalização” da área portuária e decidiu tocar o projeto sozinho, assinando o decreto 26.852 no mesmo ano. Nas justificativas do decreto, se considera que “as intervenções, revitalizações e renovações urbanas bem sucedidas nas áreas portuárias deram-se sempre mediante parceria público-privada precedida da articulação entre o Município e a Autoridade Portuária”. Deste modo, a partir do pressuposto de que as intervenções seriam feitas a partir de uma PPP, o decreto 26.852/2006 cria a Área de Especial Interesse Urbanístico da Região Portuária do Rio de Janeiro (AEIU Portuária) e institui uma proposta de manifestação de interesse (PMI)⁵⁶ para estruturar o projeto, ou seja, autoriza empresas privadas a realizarem os estudos “necessários para viabilização de uma concessão ou parceria público-privada no intuito de implementar a intervenção requerida para a área”, mediante a aprovação do Município. A Prefeitura se comprometia ao ressarcimento dos custos caso algum estudo fosse de interesse da municipalidade e fosse de fato implementado seu projeto, hipótese na qual estaria

⁵⁶ RADAR PPP (2015, p. 41-5) apresenta um quadro interessante contendo o histórico do contrato de PPP da OUCPM desde a promulgação do decreto 26.852/2006. Disponível em: <http://infraestruturaeppps.com.br/Portugues-CBIC-Radar-PPP.pdf>. Acesso em: 02/10/2015.

assegurado também o direito das empresas a participarem do certame licitatório. Além disso, o prefeito assina outro decreto formando um Grupo de Trabalho composto apenas por órgãos municipais para acompanhar as propostas que surgiriam.

O consórcio Mar e Vila foi o único a demonstrar interesse a apresentar os estudos da PMI. Fato relevante a ser observado é que este consórcio era formado pelas mesmas empresas que futuramente viriam a ganhar a licitação para as obras do Porto Maravilha, que se baseou, em vários aspectos, no estudo proposto. O consórcio era formado, portanto, pelas empresas Construtora Norberto Odebrecht Brasil S.A., Construtora OAS Ltda. e Carioca Christiani-Nielsen Engenharia S.A. (a Andrade Gutierrez S.A. também fazia parte do consórcio da PMI, mas se retirou durante o processo). Ao final, conclui-se pelo não ressarcimento dos estudos, já que o Consórcio não teria concluído pela modelagem de parceria público-privada.

Foi o estudo apresentado pelo consórcio acima mencionado que propôs a instituição de uma Operação Urbana Consorciada para AEIU portuária, inclusive com a emissão de CEPAC e a criação de um fundo de investimento como veículo para gerir o patrimônio de uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) que seria formada pela Prefeitura da Cidade do Rio de Janeiro, Estado do Rio de Janeiro e União. Deste modo, Estado e União integralizariam neste fundo seus terrenos e a Prefeitura os CEPAC. Como veremos, o arranjo proposto é bastante similar ao executado.

A OUCPM foi beneficiada por circunstâncias bastante específicas do período em que foi lançada. A articulação política entre Prefeitura, Estado e União, os megaeventos que seriam sediados pelo Rio de Janeiro (a Copa do Mundo de Futebol de 2014 e os Jogos Olímpicos de 2016), o bom momento macroeconômico do país, que mantinha o crescimento econômico e passara relativamente bem pela grande crise mundial do fim de 2008, além do aquecimento do mercado imobiliário nas grandes cidades do país (em especial, no Rio de Janeiro), que viviam um grande boom imobiliário, formavam uma conjuntura de grandes expectativas positivas ainda não vivenciada.

O alinhamento político entre os três entes federativos foi de grande relevância para a viabilidade do projeto de “revitalização” da área portuária. O Partido do Movimento Democrático do Brasil (PMDB), que já dispunha de grande diálogo com o Governo Lula, se torna o principal partido da base aliada em seu segundo mandato. Com Sergio Cabral já a frente do Governo do Estado e com a eleição de Eduardo Paes para prefeitura em 2008, ambos do PMDB, esse alinhamento se completa. A situação política é mantida ao longo do período de implementação do projeto, já que Lula e Cabral elegeram seus sucessores em 2010, Dilma e Pezão, e Paes se reelegera em 2012. Neste sentido, o empenho dessa coalizão política em torno do Porto Maravilha foi essencial na consecução dos objetivos do

projeto, tanto na atuação da União e do Estado para desembaraçar os terrenos públicos existentes na área e disponibilizá-los à Operação Urbana, quanto na formulação do arranjo financeiro, que contou com a participação da CAIXA através do FGTS, sem o qual dificilmente o projeto se viabilizaria.

Paes, que já havia anunciado que a “revitalização” da área portuária estaria entre as ações prioritárias de seu governo, retoma a articulação com o Ministério das Cidades, interrompida por Cesar Maia. Mas é a prefeitura que toma a frente desse projeto, e o espaço de atuação do Ministério passa a ser limitado a programas específicos de moradia de interesse social ou subordinado a outros órgãos da administração federal que terão relevância muito maior no desenrolar do projeto, como a Secretária de Patrimônio da União.

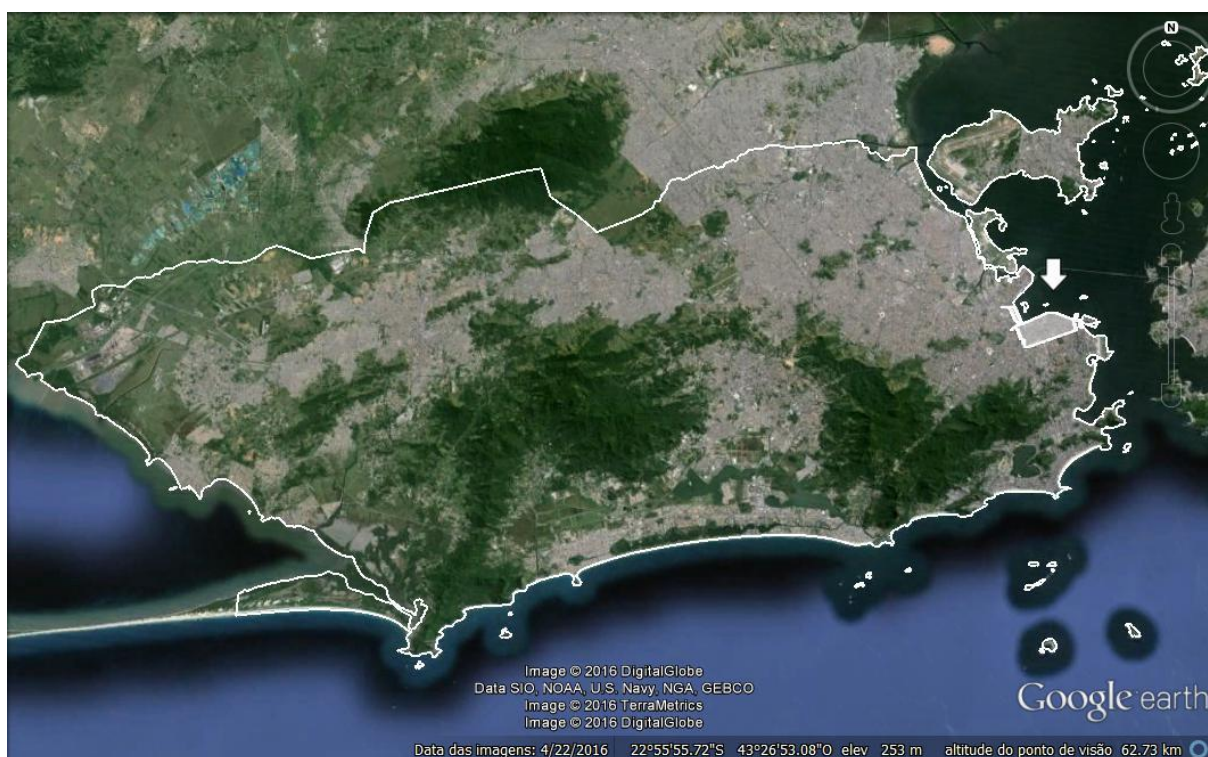
Ainda nos primeiros meses de mandato, o prefeito encaminha à câmara de vereadores os projetos de lei que formam a base da Operação Urbana Consorciada da Região do Porto do Rio, todos aprovados ainda em 2009. O núcleo do projeto está na Lei Complementar nº 101 de 23 de novembro de 2009, que cria a OUC propriamente dita, e na Lei Complementar nº 102, promulgada na mesma data, que cria a Companhia de Desenvolvimento Urbano da Região do Porto do Rio de Janeiro (CDURP). Além dessas, devem ser mencionadas a Lei Complementar nº 105, de 22 de Dezembro de 2009, que institui o Programa Municipal de Parcerias Público-Privadas (PROPAR-RIO), regulamentando no âmbito municipal as PPP, e também a Lei nº 5.128 de 16 de Dezembro de 2009, que dispõe sobre os benefícios fiscais concedidos pelo município no âmbito da OUC.

Como dito, a Lei complementar 101/2009 cria a OUCPM. Contudo, para isso era preciso alterar o Plano Diretor da cidade de 1992 em vigor, atropelando seu processo de revisão em tramitação e que seria concluído apenas em 2011⁵⁷. Inverte-se, assim, a ordem hierárquica do estatuto jurídico municipal em nome da celeridade do projeto. Assim, a Lei 101/2009 modifica o Plano Diretor de 1992, incluindo, além do instrumento da operação urbana consorciada, a outorga onerosa do direito de construir e de alteração de uso de solo, a cessão ou qualquer outra forma de transferência do direito de construir, direito de superfície e direito de preempção.

A AEIU da Região do Porto do Rio, instituída pela Lei 101/2009 (ver figuras abaixo), é bastante similar àquela definida no Decreto nº 26.852/2006 assinado por Cesar Maia e que serviu de referência aos estudos da PMI.

⁵⁷ Lei Complementar nº 111, de 1º de fevereiro de 2011, que “Dispõe sobre a Política Urbana e Ambiental do Município, institui o Plano Diretor de Desenvolvimento Urbano Sustentável do Município do Rio de Janeiro e dá outras providências”.

Figura 11 - Perímetro municipal do Rio de Janeiro e localização da AEIU portuária



Fonte: elaboração própria com uso de imagem de satélite do Google Earth. O perímetro municipal tem como fonte o IBGE e a AEIU o Anexo I-A da Lei Complementar Municipal 101/2009.

Figura 12 - AEIU portuária sobre imagem de satélite



Fonte: elaboração própria com uso de imagem de satélite do Google Earth e Anexo I-A da Lei Complementar Municipal 101/2009

Já a Lei Complementar 102/2009 cria a Companhia de Desenvolvimento Urbano da Região do Porto do Rio de Janeiro (CDURP). A CDURP foi constituída como uma sociedade por ações de economia mista, com personalidade jurídica de direito privado, a ser controlada pelo município. Ainda que hoje a Prefeitura seja sua única cotista, a lei estabelece a possibilidade de que participem de seu capital social a União e o Estado do Rio de Janeiro e suas entidades de administração direta ou indireta, ou mesmo investidores privados. A CDURP pode ainda assumir a forma de companhia aberta e ter até mesmo suas ações negociadas em bolsa ou no mercado de balcão, mas sempre com o controle acionário pertencente a municipalidade. A CDURP está vinculada ao Gabinete do Prefeito do Município do Rio de Janeiro e tem como objetivo gerir a Operação Urbana Consorciada da Região do Porto do Rio de Janeiro.

O poder executivo está autorizado pelo parágrafo 4º do artigo 3º dessa lei a subscrever e integralizar o capital da CDURP por meio de bens imóveis, de ações de titularidade do Município no capital de sociedades anônimas, dos CEPACs e, ainda, “outros bens e direitos de titularidade direta ou indireta do Município, inclusive créditos decorrentes de obrigações tributárias, recursos federais, estaduais ou de outra forma oriundos de suas participações constitucionais, cuja transferência independa de autorização legislativa específica, na forma da lei”.

Com isso, o arranjo institucional básico da OUCPM estava criado. As obras do projeto Porto Maravilha foram divididas em duas etapas. A primeira etapa se ocupou com obras de infraestrutura em uma parcela reduzida da AEIU, conforme a Figura 13. As obras foram realizadas mediante licitação da Secretaria Municipal de Obras na modalidade concorrência pública (Edital CO nº 010/2009, contrato nº 033/2010), previstas para serem finalizadas em três anos. O consórcio vencedor contava novamente com a Odebrecht, por meio da Odebrecht Serviços de Engenharia e Construção S/A e a Construtora OAS Ltda., além da EIT- Empresa Industrial Técnica S/A. As três empresas formaram o consórcio Saúde-Gamboá, do qual a Odebrecht era a líder.

Figura 13 - Área de intervenção da primeira fase



Fonte: Associação de Dirigentes de Empresas do Mercado Imobiliário, disponível em: <http://www.ademi.org.br/IMG/pdf/doc-876.pdf>

As obras licitadas compreendiam a modernização da rede de infraestrutura – como as redes de água, esgoto, drenagem e iluminação –, obras viárias, nas quais se incluía a demolição da alça de subida do viaduto da perimetral, e ainda obras requalificação do mobiliário urbano, todas em uma área que abrangia parcialmente os bairros da Gamboa e Saúde, abrangendo pequenos trechos no Morro da Conceição. Tinham como alvo pontos de grande visibilidade, nos quais se destacam a Praça Mauá, o Jardim do Valongo, o Largo de São Francisco da Prainha e a Pedra do Sal (CDURP, 2010c, p. 23). As obras se iniciaram em maio de 2010 e foram entregues em julho de 2012, de acordo com a Secretaria municipal de Obras, com um custo de R\$ 186.972.613,10⁵⁸. Assim, a licitação, paga com verba do orçamento municipal, entra em contraste com o discurso mais recente adotado pela Prefeitura de que a OUCPM teria sido paga pela iniciativa privada, sem ônus ao erário público.

A segunda etapa das intervenções do Porto Maravilha compreende um conjunto de obras e serviços muito mais abrangentes que as da primeira etapa. Para tal, a prefeitura, agora já por meio da recém criada CDURP, lançou um edital de licitação de uma PPP de

⁵⁸ De acordo com a declaração da Secretaria de Obras do Município o valor foi de R\$139.628.601,54 (<http://oglobo.globo.com/rio/quebra-quebra-na-zona-portuaria-causa-transtornos-6700581>). Este é o mesmo valor que consta em outros documentos como o parecer do Tribunal de Contas do Município do Rio de Janeiro (<https://www.yumpu.com/pt/document/view/34051473/sce-2-inspetoria-geral-de-controle-externo>). Porém, de acordo com a Controladoria Geral do Município o valor pago foi de R\$186.972.613,10. Disponível no site: <http://riotransparente.rio.rj.gov.br/dados.asp?situacao=TODAS&CNPJ=11655168000151&favorecido=CONSORCIO%20SAUDE%20GAMBOA&totalGeral=88.779.632.931,16&totalFav=186.972.609,10&instContratual=33&totalnstr=186.972.613,10&exercicio=TODOS&favorecidoPesquisa=SAUDE%20GAMBOA&CNPJPesquisa=&orgao=1500&anoContrato=2010&situacaoContrato=ATIVO&cmd=contratosFavorecidoResposta3&visao=contratos>

serviços precedidos de obras, por meio de concorrência pública publicada em 29 de julho de 2010 (Concorrência Pública nº. 001/2010), na modalidade de concessão administrativa.

Além do consórcio vencedor da concessão, a empresa Queiroz Galvão S.A. também apresentou proposta à concorrência, mas foi inabilitada por falta de comprovação dos documentos exigidos (CDURP, 2010, p. 3).

O consórcio Porto Novo S.A. foi o vencedor da concorrência pública, sendo o contrato, no valor de R\$ 7,609 bilhões, assinado em 26 de novembro de 2010. A concessionária é formada pelas empresas Construtora Norberto Odebrecht Brasil S.A., Construtora OAS Ltda e Carioca Christiani-Nielsen Engenharia S.A., com a participação acionária de 37,5% para as duas primeiras empresas e 25% para a última. Essas empresas são, portanto, as mesmas que apresentaram os estudos da PMI de 2006, que, de fato, propõem as bases do projeto. Fato notável, que explicita este tipo de relação entre o empresariado e a administração pública, e ainda coloca em xeque o discurso de não oneração dos cofres públicos nestes projetos, é que a reportagem do O Globo que relata denúncias do pagamento de propina relacionados à OUCPM, abordada no fim desta seção, diz que o presidente da OAS, Leo Pinheiro, é “apontado como um dos mentores da operação urbana montada para o Porto Maravilha”, ou ainda, é “apontado como padrinho da operação urbana Porto Maravilha”⁵⁹.

O contrato prevê como seu objeto a “prestação dos Serviços visando à revitalização, operação e manutenção da AEIU Portuária, precedida ou cumulada com a execução de obras” constantes no Plano Geral de Urbanização da AEIU Portuária, a serem cumpridos ao longo do prazo de 15 anos de vigência do contrato (CDURP, 2010b, p. 15).

O Plano Geral de Urbanização prevê um grande volume de obras visando a “revitalização” de toda AEIU. As obras de infraestrutura, viárias e de requalificação do mobiliário urbano ocupam grande parte do contrato, e se propõe de fato à reestruturação da área. Entre as principais obras viárias estão a derrubada do elevado da Perimetral, com a implementação de novas vias para absorver o grande volume de tráfego da região, as vias Expressa e Binária, túneis, viadutos, implantação de corredores do BRT compreendidos na área, a reurbanização de aproximadamente 65 Km de vias e a implantação de um circuito cicloviário. Contempla também: a remodelação paisagística de um longo passeio público que acompanha grande parte da área à beira mar, ao que se chamou posteriormente de Orla Prefeito Luiz Paulo Conde; as obras do Museu de Arte do Rio (MAR); a construção do Museu do Amanhã (incluído após o primeiro aditivo ao contrato); além da implantação de novas redes infraestrutura de esgotamento sanitário, água, energia elétrica, telefonia e gás encanado; entre outras (CDURP, 2010c, p. 23).

⁵⁹ Disponível em: <http://oglobo.globo.com/brasil/cunha-investigado-por-suspeita-de-propina-em-financiamento-concedido-pela-caixa-18312897>. Acesso em: 27/05/2016.

Ainda que no Plano Geral de Urbanização esteja previsto este grande volume de obras, ele não contempla igualmente toda área, ficando de fora grande parte dos morros compreendidos da região. O primeiro aditivo ao contrato da PPP⁶⁰, assinado em 17 de abril de 2012, inclui no contrato a construção do Museu do Amanhã e exclui as obras de infraestrutura do setor “F”, justamente onde está localizado o Morro do Pinto, como contrapartida destinada a manter o equilíbrio econômico-financeiro do contrato (CDURP, 2012a, p. 4; PEREIRA, p. 190). Também o Morro da Providência não conta com grandes intervenções deste contrato, sob a justificativa de algumas áreas dessa localidade já tinham sido contempladas nas obras da primeira etapa, além de contar com obras do programa municipal de reurbanização de favelas Morar Carioca, executadas pelo Consórcio Rio Faz, também formado pelas empresas Odebrecht, OAS e EIT.

Entre os serviços públicos concedidos que devem ser prestados pelo consórcio Porto Novo, em toda a extensão da AEIU, estão previstos pelo contrato de PPP: conservação da rede de infraestrutura e viária, com a prestação de serviços de suporte à rede de transporte; serviços de conservação de áreas verdes e praças; iluminação pública; limpeza urbana e coleta de lixo; serviços de drenagem; sinalização contendo informações históricas e geográficas da área; além de instalação e operação de bicicletário e manutenção e conservação de pontos e monumentos turísticos (CDURP, 2010b, p. 25-6). De acordo com o anexo 5 do edital da PPP⁶¹, após uma primeira fase de adequação, os serviços passarão à “fase plena”, em que “a operação definitiva deverá ser implantada após a conclusão das Obras de revitalização urbana, a partir do 7º (sétimo) ano da Concessão” (CDURP, 2010d, p.9).

Conforme mencionado, o valor do contrato de PPP é de R\$ 7.609.000.000,00, pagos ao longo dos 15 anos de operação a partir da Ordem de Início concedida em junho de 2011. A maior parte desse valor⁶², no entanto, foi paga nos primeiros 5 anos de contrato, pois neles se concentram o maior volume das obras, restando após este prazo praticamente a remuneração aos serviços concedidos.

Porém, todo este arranjo criado pelo contrato de PPP estava condicionado ao processo de leilão dos CEPACs, que garantiriam à CDURP os recursos necessários para o cumprimento do contrato. Para tal, a CDURP criaria um Fundo de Investimento Imobiliário, que seria o veículo por meio do qual se daria toda a transação, de modo que “o Contrato [de PPP] terá sua eficácia condicionada à autorização pela CVM para a constituição do FII” (CDURP, 2010d, p. 17). O leilão dos CEPACs é o ponto central da OUCPM, pois a partir dos

⁶⁰ Disponível em: <http://www.portomaravilha.com.br/conteudo/contratos/aditivo.pdf>.

⁶¹ Disponível em: <http://www.portomaravilha.com.br/contratos/#porto>.

⁶² Pelas análises dos demonstrativos financeiros do FIIRP os pagamentos sob a rubrica “Pagamentos Operação Urbana Consorciada da Região do Porto Rio de Janeiro” somam, aproximadamente R\$ 4,5 bilhões até 2015 (FIIRP, 2016).

recursos nele angariados é que será financiado o contrato de PPP exposto acima. Deste modo, a montagem do arranjo institucional e a articulação política para sua formulação estão essencialmente articulados à *dimensão econômico-financeira* deste projeto e também à *dimensão urbanístico-fundiária*, como veremos mais à frente.

Pelo lado do poder municipal, o arranjo institucional da OUCPM se completa com a criação do Fundo de Investimento Imobiliário da Região do Porto (FIIRP), que é a figura jurídica que de fato realizou o leilão, o ofertante, nos termos do edital do leilão. Conforme já debatido, o CEPAC é título financeiro de emissão exclusiva do município que realiza a OUC. Deste modo, a Prefeitura do Rio de Janeiro emitiu esses títulos, os integralizou no capital social da CDURP que por sua vez os integralizou no FIIRP. A CDURP era inicialmente a única cotista do Fundo e julgou-se mais adequado sua criação para a gestão dos ativos e passivos ligados à OUCPM. Mais tarde o FIIPM também se tornaria cotista do FIIRP com uma parcela ínfima de suas cotas.

Formalmente, o leilão de CEPAC realizado foi uma oferta pública no mercado de balcão organizado da Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Título (CETIP), mas os termos impostos em seu edital se revelaram fatidicamente muito onerosos, se não proibitivos, à entrada de outros agentes pelo volume de recursos envolvidos, entre outras exigências. Assim, os termos do edital expressam aqueles negociados previamente entre município (CDURP) e a CAIXA (FGTS).

Assim, ao longo das negociações entre a CAIXA e o poder municipal, foram cogitados outros arranjos até que se chegasse ao que foi implementado. Cogitou-se a possibilidade de o FGTS investir diretamente no FIIRP, mas possíveis conflitos de interesse entre FGTS e CDURP na gestão compartilhada dos ativos e passivos da OUC poderiam atrapalhar seu desenvolvimento e a comercialização dos CEPACs (PERREIRA, 2015, p. 198). Desse modo, concluiu-se pela criação do Fundo de Investimento Imobiliário Porto Maravilha (FIIPM), tendo como único cotista o FGTS, que compraria o lote único de CEPACs leiloado pelo FIIRP. Nas palavras do gestor do FIIPM entrevistado por Pereira (2015):

Por que a gente fez essa estrutura com dois fundos? Por que não é um fundo só? Se fosse um fundo só, nós teríamos dois cotistas no fundo: o FGTS e a CDURP. Dependendo de como se viesse a valorar os ativos, a CDURP seria até majoritária no fundo. Sendo majoritária, ela teria a priori a prerrogativa de tomar as decisões relevantes do fundo. Nós entendemos que isso não era a melhor estrutura para a operação. Porque uma coisa é pagar a infraestrutura. Outra coisa é você vender adequadamente aqueles CEPACs para ter dinheiro para pagar a infraestrutura. A ideia dos dois fundos foi segregar isso aí. [...] Se fosse um veículo só, a governança teria que ser dividida entre Prefeitura e o FGTS/CAIXA. A gente entendia que nem em todas as ocasiões, provavelmente, as nossas visões estariam alinhadas. Porque o fundo está fazendo o que é melhor para o seu cotista, para amortizar o investimento, e a Prefeitura, que tem um papel público e institucional diferente, vai buscar o que for melhor para a operação. Então, ao segregar, a gente manteve a gestão da venda dos CEPACs das áreas num ente apartado, de maneira que a gente preservasse sempre o intuito máximo de tomar uma decisão de natureza e

viés exclusivamente técnico (Vitor Hugo dos Santos Pinto *apud* PEREIRA, 2015, p. 198).

Além disso, a constituição do FIIPM também resolveria problemas de adequabilidade dos investimentos às normas de investimento do próprio FGTS. Não era expressamente permitido o investimento do FGTS em operações urbanas ou em CEPAC, mas a Resolução do Conselho Curador do FTGS (CCFGTS) n.º. 578, de 2 de dezembro de 2008, autorizava o investimento em FII, FIDC, CRI e debêntures de empresas do setor imobiliário. Posteriormente, a Resolução CCFGTS n.º. 591, de 4 de março de 2009 amplia a resolução anterior “autorizando o FGTS a adquirir ativos que tivessem como lastro operações vinculadas a infraestrutura urbana”. Assim, baseado nestas duas resoluções, foi criado o FIIPM e feitos os aportes nesse fundo, uma vez que já eram permitidos investimentos do FGTS em fundos de investimento imobiliários. A Resolução CCFGTS n.º. 681, de 13 de janeiro de 2013, que autoriza expressamente a realização de investimentos em ativos vinculados a operações urbanas consorciadas, foi aprovada para afirmar a adequabilidade legal destes investimentos aos objetivos do FGTS. Contudo, por certo, ainda cabem questionamentos sobre o papel dos investimentos do FGTS, que não devem ter unicamente a busca por rentabilidade como objetivo, e neste sentido várias das parcerias entre o FIIPM e incorporadores no âmbito da OUCPM podem ser questionadas quanto à elegibilidade do aporte de recursos oriundos da poupança compulsória dos trabalhadores. O FIIPM seria também um veículo que permitiria escapar das regulações que se impõe sobre as aplicações dos recursos do FGTS.

É importante ressaltar o papel exercido pelos novos instrumentos financeiros de base imobiliária nesse processo. A princípio, várias das parcerias formadas entre o FII Porto Maravilha e os incorporadores privados não se enquadrariam nas modalidades de investimento elegíveis para receber recursos do FGTS. No entanto, com a entrada em cena de um veículo intermediário como o FII Porto Maravilha, barreiras regulatórias desse tipo puderam ser contornadas, e investimentos feitos com recursos oriundos do FGTS passaram a ter como único parâmetro norteador a busca por rentabilidade (PERREIRA, 2015, p.224).

A venda dos CEPACs em lote único e indivisível, que exigiu a autorização prévia da CVM, também fez parte das negociações entre prefeitura e CAIXA, conforme afirma Pereira (2015, p. 195):

Segundo o gestor do FII Porto Maravilha entrevistado, a proposta de venda de todo o estoque de CEPACs a um comprador único e o desenho das condições contratuais adotadas nessa transação partiram da CAIXA.

Passando a ter o monopólio dos CEPACs o FIIPM podia se concentrar nos objetivos de maximização de valorização dos CEPAC, se desvincilhando de aspectos políticos que poderiam afetar este processo caso fosse realizada uma gestão conjunta entre CDURP e FGTS desses ativos no patrimônio do FIIPM.

Do ponto de vista do poder local, devido à necessidade de um grande volume de recursos para as obras iniciais, em especial a derrubada do Elevado da Perimetral e dos tuneis, “justamente quando o preço dos CEPACs ainda não teria sido significativamente influenciado pelos efeitos da valorização imobiliária”, avaliou-se que seria mais adequada a venda dos CEPAC em lote único, garantido a execução da totalidade do projeto. Em contrapartida, ao adquirir a totalidade dos CEPAC, permitiria ao FIIPM controlar “o perfil dos empreendimentos que seriam promovidos na área, sobre a proporção entre empreendimentos comerciais e residenciais, sobre o ritmo dos lançamentos imobiliários, entre outros fatores, permitindo que os negócios na região fossem orientados por uma estratégia de desenvolvimento imobiliário centralmente planejada” (PERREIRA, 2015, p. 198), e também capturar a valorização dos CEPACs que seria maior em um estágio mais adiantado da OUC.

Segundo o gestor do fundo entrevistado, o controle sobre a dinâmica do processo era visto como uma condição fundamental para que se pudesse alcançar as margens de retorno esperadas (PERREIRA, 2015, p. 198).

O custo da OUCPM estava estimado em R\$8 bilhões, ao longo de 15 anos, que ao valor presente, na época do leilão, seria referente a aproximadamente R\$5,5 bilhões. O total de “ativos” da OUCPM estava estimado em cerca de R\$ 4,0 bilhões, sendo a soma do preço total dos CEPACs (R\$ 3,5 bilhões) e dos terrenos (R\$ 0,5 bilhões). Assim, de todo modo os CEPACs tinham de se valorizar ao longo do tempo para cobrir essa diferença de R\$ 1,5 bilhões em valor presente. Por isso, a CDURP só poderia vender todos os CEPACs caso estivesse garantido que quem comprasse pagasse R\$ 8 bilhões ao longo do tempo, assumindo a valorização destes ativos no transcorrer da OUC. Assim, a CDURP deixaria de captar a valorização dos CEPACs, que seria maior quanto mais se avançam as obras do projeto, mas custearia toda a operação.

Restava ainda a superação de um outro obstáculo para que se concluísse a viabilidade deste arranjo institucional: os terrenos públicos da AEIU. Em verdade, esse seria um obstáculo à execução de uma OUC na área portuária, qualquer que fosse o arranjo escolhido. Apenas 25% dos terrenos ali localizados eram privados, e deste modo não seria possível que esta fração absorvesse todo potencial construtivo planejado pela OUCPM expressos nos CEPACs emitidos. Entre outros fatores, a própria estrutura fundiária da região nos leva a crer que este instrumento não seria o mais adequado ao desenvolvimento da região. Não havia a possibilidade de realizar uma OUC da magnitude prevista sendo apenas uma pequena fração de terrenos privados. A solução encontrada não passou por questionar a aplicabilidade do instrumento ou readequar a sua ordem de grandeza: a solução foi privatizar os terrenos públicos. Ou seja, era necessário transformar as várias

áreas públicas da região em privadas para que o projeto se tornasse atrativo ao FGTS, e ao FIIPM.

Então, o arranjo montado estipulou que a CDURP se obrigava a levar ao mercado esses terrenos, escolhidos entre aqueles listados no Anexo X do edital de leilão. A CDURP se obrigou a adquirir terrenos públicos que absorvessem 75% do estoque de CEPAC. Uma parte destes terrenos (que consumissem até 60% do estoque de CEPAC) deveriam ser integralizados no FIIPR e oferecidos ao vencedor do leilão, que teria a opção de compra pelo mesmo valor pago pela CDURP. Outra parte (os 15% restantes) não precisa necessariamente ser oferecida ao FIIPM, mas deve ser levada ao mercado, tirada do domínio público. Ao proponente vencedor caberia a decisão de exercer seu direito de compra ou não. Além do valor pago na compra dos terrenos, o proponente pagaria ainda um “Prêmio de Opção de Compra (POC)” à medida que estes terrenos fossem oferecidos, e valores efetivamente pagos pelos terrenos (“Preço de Exercício da Opção”) seriam abatidos do POC.

Com este arranjo, a liberação de recursos pelo FIIPM ao FIIRP fica vinculada à privatização dos terrenos, condicionando a CDURP a envidar seus maiores esforços neste processo. Este mecanismo também será abordado na análise da dimensão *urbanístico-fundiária*.

Com tudo isso, estava completo o arranjo institucional da OUCPM. O FIIPM foi registrado na CVM em Março de 2011, sendo o FGTS seu único cotista, e o FIIRP em abril, sendo a CDURP sua única cotista até então, ambos administrados pela CAIXA⁶³. Em maio foi lançado o “edital do leilão da oferta pública de distribuição secundária no mercado de balcão organizado” da CETIP dos 6.436.722 CEPACs emitidos pela Município do Rio de Janeiro e de propriedade do FIIRP, em lote único e indivisível. O leilão ocorreu em 13 de junho de 2011, sendo o FIIPM o vencedor e único proponente.

Vencido o leilão, o FIIPM, como proprietário da totalidade dos CEPACs da OUCPM e dos terrenos que viessem a adquirir, passa a negociá-los com o mercado imobiliário.

Conforme mostram os demonstrativos financeiros do FIIPM, as principais formas de negociação desses títulos têm sido a permuta física ou financeira dos CEPACs. Nesta modalidade o FIIPM cede os CEPACs necessários à realização de um empreendimento e, em contrapartida, tem direito, respectivamente, a uma fração ideal ou unidades autônomas do empreendimento, ou à percepção de um percentual da receita de venda das unidades imobiliárias.

Também têm sido realizadas negociações de capitalização de Sociedades de Propósito Específico (SPE) com CEPAC. Nestas negociações, o FIIPM integraliza os títulos

⁶³ Através da Vice-presidência de Gestão de Ativos de Terceiros (VITER), conforme destacamos na seção anterior.

no patrimônio de uma SPE passando a ter cotas dessas sociedades, tornando-se sócio da empresa que desenvolve o empreendimento.

Foram realizadas, ainda, vendas diretas de CEPAC. Neste caso, o fundo simplesmente realiza um contrato de compra e venda estipulando o preço e as condições de pagamento pelos títulos.

Por fim, o FIIPM também realizou um leilão de CEPAC no mercado de balcão organizado da BM&FBOVESPA. Essa colocação no mercado secundário é única hipótese em que é permitido aos adquirentes especular com os títulos, já que nas demais modalidades é vedada contratualmente essa hipótese. Contudo, neste leilão foram ofertados 100.000 CEPACs e realizada a venda de apenas 26.086. As quantidades de CEPACs ofertados e vendidos representam, respectivamente, somente 1,55% e 0,41% dos 6.436.722 CEPACs totais da OUCPM. Portanto, o leilão é quantitativamente irrelevante. Porém, qualitativamente, revela aspectos importantes da financeirização do mercado imobiliário, o que será debatido na *dimensão econômico-financeira*.

Das formas de negociação descritas, o leilão no mercado secundário era única modalidade de negociação previamente autorizada pela CMV, já que a Instrução da CVM nº472⁶⁴, que regula os fundos de investimento imobiliários tal qual o FIIPM, vedava outras formas de negociação de seus ativos mobiliários, como o CEPAC, fora de mercados organizados autorizados pela CVM (BM&FBOVESPA e CETIP). Sendo assim, para a realização das demais formas de negociação foi necessária a autorização do órgão regulador para que houvesse esta flexibilização dada as peculiaridades do fundo. Tal autorização foi requerida e concedida junto à CVM⁶⁵ em 2013, sendo, então, permitido ao fundo realizar operações envolvendo os CEPACs em mercados não organizados.

Como um último aspecto a ser destacado na dimensão *político-institucional*, é preciso mencionar as recentes denúncias veiculadas pela mídia de um suposto esquema de corrupção no âmbito do projeto do Porto Maravilha. Segundo reportagem da revista Carta Capital⁶⁶ e do jornal O Globo⁶⁷ o esquema envolveria pagamento de propina ao deputado federal e ex-presidente da Câmara dos Deputados Eduardo Cunha (PMDB), atualmente afastado de suas funções por determinação do Superior Tribunal Federal, pelas empresas do Consorcio Porto Novo. Investigado e preso pela força-tarefa do Ministério Público Federal

⁶⁴ Segundo o art. 35 da instrução, “É vedado ao administrador, no exercício das funções de gestor do patrimônio do fundo e utilizando os recursos do fundo: XII – realizar operações com ações e outros valores mobiliários fora de mercados organizados autorizados pela CVM, ressalvadas as hipóteses de distribuições públicas, de exercício de direito de preferência e de conversão de debêntures em ações, de exercício de bônus de subscrição e nos casos em que a CVM tenha concedido prévia e expressa autorização”.

⁶⁵ O documento que contém as razões do pedido e decisão por deferi-lo está disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0010/8683-0.pdf>. Acesso em: 27/05/2016.

⁶⁶ Disponível em: <http://www.cartacapital.com.br/blogs/parlatorio/delator-aponta-pagamento-de-us-46-mi-em-22-parcelas-a-eduardo-cunha>. Acesso em: 27/05/2016.

⁶⁷ Disponível em: <http://oglobo.globo.com/brasil/cunha-investigado-por-suspeita-de-propina-em-financiamento-concedido-pela-caixa-18312897>. Acesso em: 27/05/2016.

(MPF) denominada “Lava Jato”, o empresário Ricardo Pernambuco Júnior, da empresa Carioca Engenharia, teria revelado o esquema em delação premiada. Segundo o depoimento do empresário, o Consórcio deveria pagar propinas no valor de R\$ 52 milhões ao deputado como condição para a liberação de verbas pelo FIIPM, proveniente do FGTS, à CUDRP e destinadas ao pagamento dos valores do contrato de PPP. Os presidentes da Odebrecht e da OAS, Marcelo Bahia Odebrecht e José Aldemário Pinheiro, também foram presos nas investigações da “Lava Jato”, que investiga outros casos de além do Porto Maravilha.

Nos demonstrativos financeiros publicados em 2016, tanto do FIIPM quanto do FIIRP, são citadas as denúncias de fraude e pagamento de propina no âmbito da OUCPM mencionadas. Sob o título de “Riscos relacionados a não conformidade com leis e regulamentos” os documentos trazem o mesmo texto, a seguir:

Em 22 de março de 2016, foram veiculadas notícias na mídia mencionando acordo de delação premiada de executivos de empreiteiras, mencionando que as obras no Porto do município do Rio de Janeiro (“Porto Maravilha”) teriam sido citadas como sendo objeto de potenciais pagamentos irregulares.

Até a data de divulgação das demonstrações do exercício findo em 31 de dezembro de 2015, o Administrador e o Gestor do Fundo não foram notificados sobre qualquer denúncia ou evidência objetiva, eventualmente decorrentes dos fatos relacionados com as notícias divulgadas na mídia (FIIPM, 2016, p. 2; FIIRP, 2016, p. 10).

4.2.3 Dimensão urbanístico-fundiária

Conforme já afirmamos, o sentido da proposição metodológica deste estudo é evidenciar sempre a inter-relação entre as dimensões analíticas. A *dimensão urbanístico-fundiária* também está intimamente ligada à *econômico-financeira* e à *político-institucional*, quanto mais pelo arranjo montado para essa OUC descrito na seção anterior.

Como veremos, os terrenos públicos liberados são os gatilhos para a disponibilização dos recursos pelo FIIPM, e, mais importante, tornam-se ativos desse fundo de investimento e passam a ser negociados essencialmente como quaisquer outros ativos financeiros. Entendemos que isso corrobora com a conexão entre a terra urbana e a lógica do mercado financeiro, o que, conforme queremos demonstrar nesta dissertação, é um aspecto central da financeirização do mercado imobiliário, para além da utilização dos CEPACs, outro aspecto mais evidente dessa conexão. De acordo com o que temos argumentado, o instrumento da OUC, em especial o caso do Porto Maravilha, tem propiciado esse processo.

Nesta seção apresentaremos os aspectos gerais da Área de Especial Interesse Urbanístico (AEIU) da Região do Porto, atentando para características relativas à sua ocupação e à distribuição interna do potencial de absorção de área construtiva adicional previsto pela lei da OUCPM. Trataremos também dos principais terrenos originalmente de

propriedade pública presentes na área e da relação destes com o arranjo institucional e financeiro da Operação. Conforme debateremos a seguir, a “privatização” destes terrenos ocupa um papel central no arranjo institucional e financeiro, constituindo na realidade um dos pilares da viabilidade do projeto aqui debatido. Além de ser condição necessária à venda e vinculação dos CEPACs, a transferência destes terrenos do domínio público ao privado condiciona a disponibilização dos valores devidos pelo FIIPM ao FIIRP utilizados no cumprimento do contrato de PPP, que se destina à “revitalização” da região portuária do Rio de Janeiro.

A participação da CDURP foi fundamental para que estes terrenos fossem colocados no mercado na velocidade que se exigia. “O FII Porto Maravilha ou outros agentes privados não teriam condições de constituir esse banco de terras na mesma velocidade e pelo mesmo custo que uma entidade como a CDURP pôde fazer” (PEREIRA, 2015, p. 214). Do mesmo modo, a cooperação entre os Governos Federal, Estadual e Municipal também foi fundamental.

A AEIU da Região do Porto: características gerais e parâmetros urbanísticos

A AEIU Região do Porto é bastante complexa do ponto de vista fundiário. Nela estão localizadas o Quilombo da Pedra do Sal⁶⁸ aos pés do Morro da Conceição, a favela do Morro da Providência⁶⁹, uma grande quantidade de terrenos públicos com situações jurídicas diversas, além das dificuldades impostas pelas distinções históricas do Rio de Janeiro em relação a sua posição enquanto ente federativo ao longo do tempo: capital federal, Estado da Guanabara e capital do Estado do Rio de Janeiro. Soma-se, ainda, o fato de que grande parte da área é composta por terrenos de marinha e acrescidos de marinha, originados a partir do aterramento feito no início do século XX, principal obra da reforma de Pereira Passos. Os proprietários destes terrenos possuem na verdade apenas seu domínio útil sendo devido foro e laudêmio à União⁷⁰.

A AEIU soma ao todo uma área de aproximadamente 5 milhões de m², sendo por volta de 75% área composta por terrenos públicos, e entre estes terrenos aproximadamente 63% de propriedade da União, 6% do Estado e 6% do Município⁷¹.

⁶⁸ A Lei nº 5.781, de 22 de Julho de 2014, de autoria do Vereador Eliomar Coelho, cria a Cria Área de Especial Interesse Cultural (AEIC) do Quilombo Pedra do Sal.

⁶⁹ Segundo dados do Instituto Pereira Passos, o Complexo da Providência é formado pelo Morro da Providência e Pedra Lisa. Existem ainda na área da OUCPM as favelas São Diogo e Moreira Pinto, estas de porte muito pequeno. Ver tabela 3402, disponível em: <http://www.armazemdedados.rio.rj.gov.br>.

⁷⁰ O foro é uma taxa paga anualmente e o laudêmio é uma taxa de 5% do valor do terreno devida quando realizada a transferência do seu domínio útil.

⁷¹ Valores apresentados por Sérgio Lopes, diretor financeiro da CDURP no curso “Parcerias público-privadas em grandes projetos urbanos: marco regulatório, instrumentos e modelagem”, realizado na Faculdade de Arquitetura e Urbanismo da Universidade de São Paulo (FAU/USP), no dia 30 de setembro de 2015.

Os bairros Saúde, Gamboa e Santo Cristo estão integralmente contidos na AEIU, que é formada, ainda, por uma pequena parcela do Centro e da Cidade Nova ao sul da área até a Av. Presidente Vargas, e, ainda, um pequeno trecho de São Cristóvão e Caju, na porção oeste da área, próxima à Av. Francisco Bicalho.

Figura 14 - Bairros na AEIU portuária



Fonte: elaboração própria com uso de imagem de satélite do Google Earth. O perímetro dos bairros tem como fonte o IBGE.

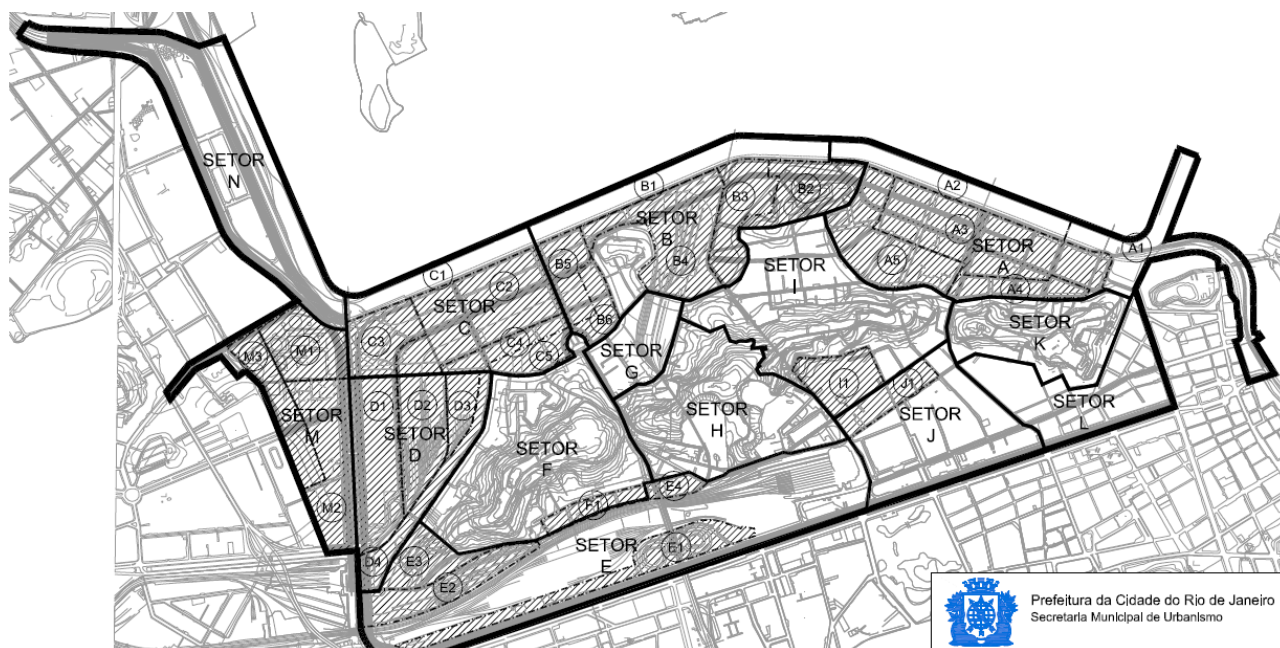
A lei complementar 101/2009, que criou a OUCPM, estabelece a divisão da AEIU da Região do Porto em 14 setores, conforme a Figura 15.

Figura 15 - Setores da AEIU da Região do Porto



Fonte: elaboração própria com uso de imagem de satélite do Google Earth

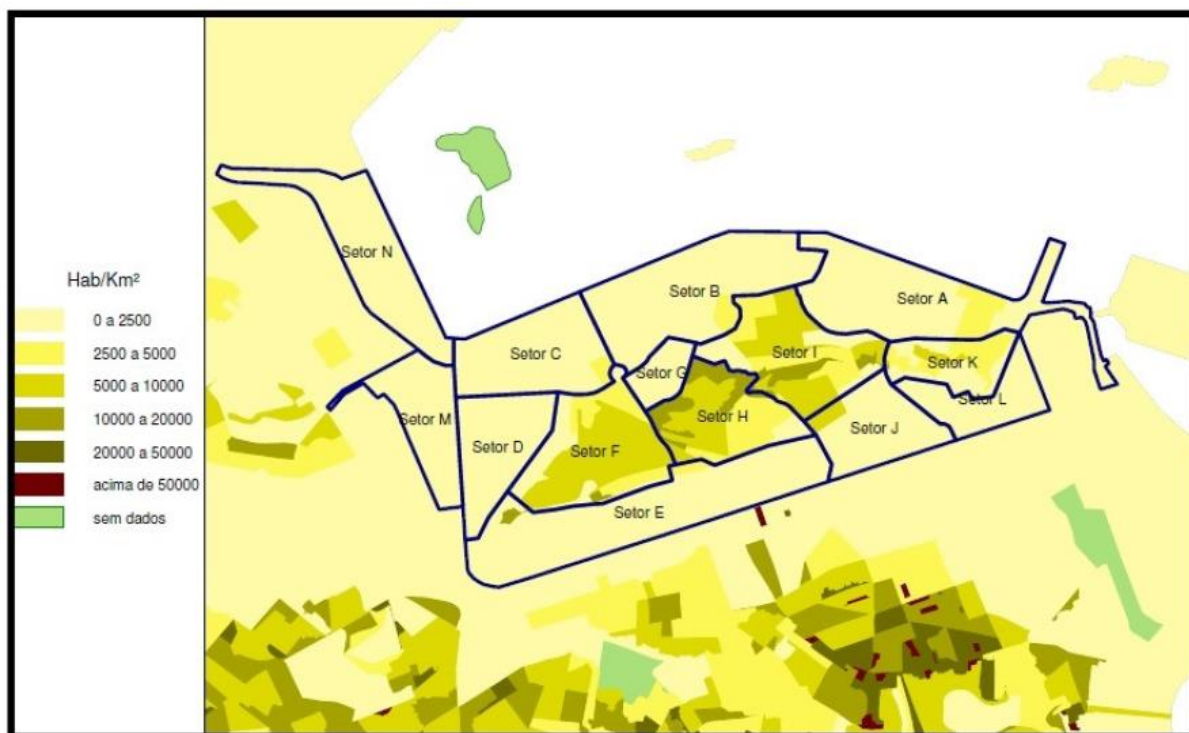
Estes setores foram ainda subdivididos em 30 subsetores. A Lei criou também a Zona de Uso Misto (ZUM), onde são permitidos os usos residencial, comercial, serviços e até industrial, se compatível com os demais usos. A ZUM basicamente coincide com as áreas passíveis de utilização de CEPAC na AEIU da OUCPM e que correspondem às áreas hachuradas na Figura 16 abaixo.

Figura 16 – AEIU portuária: setores e subsetores

Fonte: Anexo V-A da Lei Complementar Municipal 101/2009

Em 2010, a área possuía cerca de 30 mil habitantes concentrados, sobretudo, na parte mais central da AEIU, onde não está prevista a aplicabilidade dos CEPACs. O mapa a seguir mostra a densidade populacional na AEIU.

Figura 17 - Densidade demográfica na AEIU Região do Porto do Rio de Janeiro



Fonte: Pereira (2015, p. 181)

A AEIU é uma área de grande heterogeneidade quanto à ocupação. Nas áreas mais próximas ao mar observa-se a presença de lotes de grandes dimensões, com grandes galpões e terrenos ociosos, onde também predominam os terrenos de origem pública. Essa caracterização é notada nos setores ao longo da Av. Rodrigues Alves – setores A, B, C e N, e também nos setores D e M, separados pela Av. Francisco Bicalho. Nestes setores há pouca ocupação residencial, sendo registradas as densidades populacionais mais baixas da área (Figura 17). Por isso, estes são os setores com maior disponibilidade de terrenos e, portanto, com maior potencial para absorver área adicional com os CEPACs (exceto o setor N, onde não é exigido CEPAC).

O setor A abrange uma parcela dos bairros Gamboa e Saúde, na parte leste da AEIU. Ali estão localizados muitos edifícios institucionais, sendo talvez a área mais privilegiada pelas intervenções já ocorridas na OUCPM. Ali se encontram a praça Mauá, o Museu de Arte do Rio e o Museu do Amanhã, por exemplo. O setor possui um estoque de área adicional que corresponde a aproximadamente 7% do total previsto para a OUC

Já o setor B abrange uma parcela dos bairros Gamboa e Santo Cristo, e também nota-se a presença significativa de edifícios institucionais, como o complexo de galpões da Cidade do Samba. O setor é passível de absorver até 7,16% da área adicional prevista.

O setor C tem um potencial de absorver área adicional significativamente maior que os anteriores, quase 20% do total, justamente por ali se encontrarem uma grande

quantidade de terrenos e galpões ociosos, muitos destes de origem pública. A rodoviária Novo Rio está localizada neste setor.

Os setores D e M são setores limítrofes, separados pela Av. Francisco Bicalho. Juntos, concentram quase 50% do potencial de área adicional da OUC. Isso se deve ao fato de estarem localizados nestes setores os maiores terrenos públicos na área. Em verdade, os setores são basicamente compostos por esses terrenos. O setor D é formado pelos terrenos Praia Formosa, Galpão do Aplauso e Clube dos Portuários. No caso do setor M, destacam-se os terrenos do Gasômetro, da CEDAE e da Usina de Asfalto. Abordaremos cada um destes terrenos mais à frente.

A maior parte da população residente na área está concentrada nos setores F, H, I e K. No setor F está localizado o Morro do Pinto, no setor K o Morro da Conceição e no setor H o Morro da Providência, cuja parte mais baixa e de maior ocupação regular se estende ao setor I. Conforme mostra a Figura 16, apenas em alguns poucos quarteirões do setor F, no limite do bairro Santo Cristo com a Cidade Nova (subsetor F1), e outra pequena área do setor I no limite entre a Gamboa e o Centro (subsetor I1), próxima à parte baixa da Providência, são passíveis de utilização de CEPAC. Contudo, mesmo somadas, essas áreas não representam nem 1% do potencial de área adicional da prevista pela OUC. Nos setores K e H não são aplicáveis CEPACs.

O setor G tem alguma ocupação residencial, mas apresenta baixíssima densidade populacional porque é composto por uma grande área onde se localizava a Vila Olímpica da Gamboa, onde hoje está sendo implantado o Centro Integrado de Operação e Manutenção (CIOM) do Veículo Leve Sobre Trilho (VLT). Neste setor também não é possível a utilização de CEPACs.

No Setor E, estão a linha dos trens metropolitanos e do metrô, a estação Cidade Nova e a Central do Brasil. As áreas passíveis de se utilizar os CEPACs se concentram na faixa limítrofe ao setor D, entre a rua Pedro Alves e a linha férrea, e também ao longo da Av. Presidente Vargas. Ainda que concentrado em uma pequena extensão, o estoque de área adicional passível de outorga neste setor é significativo, chegando a quase 16% do total previsto para a OUC.

Seguindo ao longo do Av. Presidente Vargas em direção ao centro da cidade, estão os setores J e L. O setor J já apresenta hoje uma ocupação significativa de prédios comerciais na Av. Presidente Vargas. A área deste setor passível de utilização dos CEPAC são os quarteirões entre a rua Senador Pompeu e Barão de São Felix, e têm capacidade máxima de absorver apenas 0,4% da área adicional prevista para OUC. O setor L é o setor mais próximo ao centro da cidade e com a ocupação mais consolidada, sobretudo ao longo das Av. Presidente Vargas e Rio Branco, tradicional área de edifícios comerciais do Rio de Janeiro. Neste setor não é possível a de utilização de CEPAC.

Conforme já debatido, a lei da OUCPM altera os parâmetros urbanísticos previstos no Plano Diretor para a AEIU da Região do Porto. Dentro dos objetivos desta dissertação, a principal alteração é aquela que estabelece novos coeficientes de aproveitamento do terreno, básico (CAB) e máximo (CAM). O coeficiente de aproveitamento do terreno consiste em um número que, multiplicado pela área do terreno, define a área construída permitida⁷². O coeficiente de aproveitamento básico (CAB) estabelece a área construída permitida em um terreno sem a necessidade do pagamento de outorga ao poder municipal, sendo esta devida para a construção de área adicional que ultrapasse o CAB, até o limite de área construída estabelecido pelo coeficiente de aproveitamento máximo (CAM). Ou seja, a área adicional apurada pela diferença entre os coeficientes de aproveitamento básico e máximo determina o pagamento pela outorga onerosa do direito de construir, que, no caso da OUCPM, é feito por meio dos CEPAC.

De forma geral, a Lei da OUCPM estabelece o coeficiente de aproveitamento básico igual a 1 na AEIU, sendo necessário o uso de CEPACs para se construir uma área maior que a própria área do terreno. Ocorre que os coeficientes de aproveitamento básico e máximo são diferenciados pela lei em cada um dos subsetores da OUCPM, conforme a Tabela 1. A maioria dos subsetores têm coeficiente de aproveitamento básico igual 1, exceto A1, A2, B1 e C1, podendo o coeficiente de aproveitamento máximo chegar a 12.

Além do coeficiente de aproveitamento, a Lei complementar 101 de 2009 estabelece, também, para cada um dos subsetores, a taxa de ocupação e o gabarito máximo permitido, sendo este composto pela altura máxima e pelo número máximo de pavimentos das edificações.

⁷² O coeficiente de aproveitamento é a taxa que mede a área construída proporcionalmente à área deste terreno. Assim, um terreno que possui uma área de 100m² e uma área construída igualmente de 100m², terá um coeficiente de aproveitamento é igual a 1, se a área construída for de 200m², o coeficiente é igual a 2 e, do mesmo modo, se a área construída for de 50m² o coeficiente é igual a 0,5.

Tabela 1 - Parâmetros urbanísticos por subsetor da OUCPM

ANEXO V-B														
QUADRO DE PARÂMETROS URBANÍSTICOS POR SUBSETOR														
SUBSETOR	GABARITO metros-pavimentos	TAXA DE OCUPAÇÃO	CAB	CAM	SUBSETOR	GABARITO metros-pavimentos	TAXA DE OCUPAÇÃO	CAB	CAM	SUBSETOR	GABARITO metros-pavimentos	TAXA DE OCUPAÇÃO	CAB	CAM
A1	15-4	70%	2,80	2,80	B6	11-3	70%	1,00	2,10	E1	90-30	100%	1,00	11,00
A2	11-3	70%	2,10	2,10	C1	11-3	70%	2,10	2,10	E2	120-40	50%	1,00	8,00
A3	90-30	70%	1,00	8,00	C2	120-40	50%	1,00	8,00	E3	15-5	70%	1,00	2,80
A4	9-2	70%	1,00	1,40	C3	150-50	50%	1,00	12,00	E4	11-3	70%	1,00	2,10
A5	11-3	70%	1,00	2,10	C4	60-20	50%	1,00	4,20	F1	7,5-2	70%	1,00	1,40
B1	11-3	70%	2,10	2,10	C5	11-3	70%	1,00	2,10	I1	11-3	70%	1,00	2,10
B2	11-3	70%	1,00	2,10	D1	150-50	50%	1,00	10,00	J1	11-3	70%	1,00	2,10
B3	18-6	70%	1,00	2,80	D2	120-40	50%	1,00	8,00	M1	150-50	50%	1,00	12,00
B4	90-30	70%	1,00	8,00	D3	60-20	50%	1,00	4,20	M2	150-50	50%	1,00	10,00
B5	60-20	50%	1,00	4,20	D4	11-3	70%	1,00	2,10	M3	120-40	50%	1,00	8,00

Fonte: elaboração própria com base no Anexo V-B da Lei Complementar Municipal 101/2009

Além disso, a Lei também estabelece fatores de conversão dos CEPAC em metros quadrados em cada subsetor, variável em função do uso – residencial ou não residencial. Em todos subsetores, o cálculo é mais favorável ao uso residencial, pretendendo com isso incentivar tal uso na AEIU. A Tabela 2 mostra estes fatores.

A Lei complementar 108, de 25 de novembro de 2010⁷³, estende aos hotéis construídos nos limites da AEIU os benefícios extraídos dos fatores de conversão de CEPACs aplicados aos empreendimentos residenciais.

⁷³ Art. 22. Na construção de edificações destinadas à hospedagem, realizada na AEIU do Porto do Rio de Janeiro até 31 de dezembro de 2015, o pagamento do Certificado Potencial Adicional de Construção – CEPAC, previsto na Lei Complementar nº 101, de 2009, será calculado segundo as faixas de equivalência para a área residencial, conforme o estabelecido no Anexo VII na referida Lei Complementar.

Tabela 2 - Fatores de conversão dos CEPAC em m² por uso

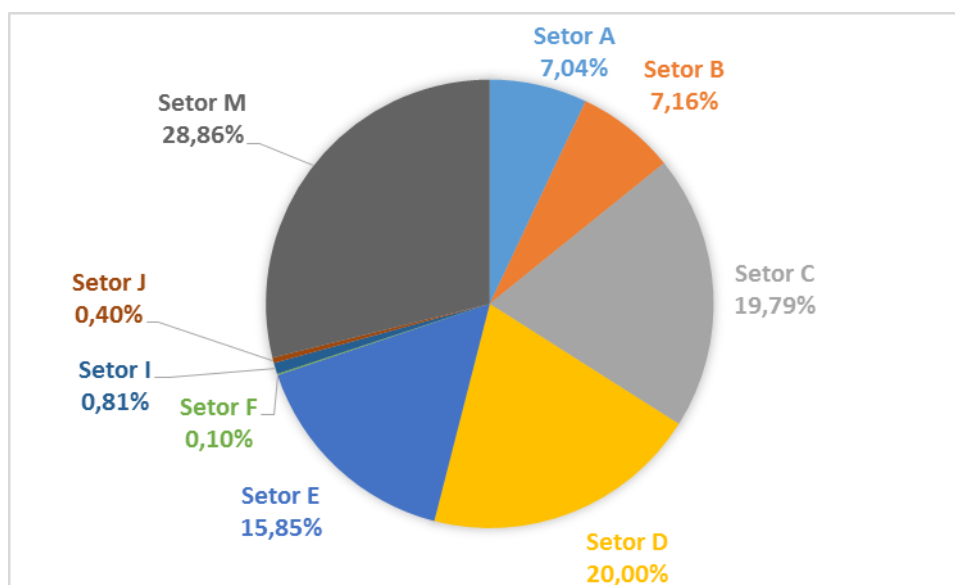
SETOR	FAIXA DE EQUIVALÊNCIA	ÁREA NÃO RESIDENCIAL CONST./CEPAC (m ²)	ÁREA RESIDENCIALCON ST./CEPAC (m ²)
A	A1	0,4	0,8
B	B1	0,5	0,8
	B2	0,7	1
	B3	0,8	1,2
C	C1	0,4	0,8
	C2	0,6	1
	C3	0,8	1,4
D	D1	0,5	0,8
	D2	0,6	1
	D3	0,7	1,2
	D4	1	1,4
E	E1	0,4	1,2
F	F1	1	1,4
I	I1	1	1,2
J	J1	0,9	1
M	M1	0,4	1

Fonte: Anexo VII da Lei Complementar 10/2009

A legislação urbanística do Rio de Janeiro é bastante permissiva de um modo geral, em várias áreas da cidade, mas cabe salientar que os coeficientes de aproveitamento máximo praticados na OUCPM estão, por certo, entre os mais altos do Brasil.

A OUCPM prevê um estoque total de 4.089.502 m² de área adicional mediante a aplicação dos CEPACs. O gráfico a seguir mostra a distribuição do estoque de área adicional passível de ser absorvido em cada um dos setores da AEIU. Apenas quatro setores concentram 84,5% do estoque total, sendo o setor M o de maior potencial, seguido pelos setores D, C e E. O mapa em sequência mostra essas informações na AEIU sobre a imagem de satélite.

Figura 18 - Distribuição do estoque de área adicional por setor



Fonte: elaboração própria com base na Lei Complementar Municipal 101/2009

Figura 19 - Mapa da distribuição do estoque de área adicional por setor



Fonte: elaboração própria com uso de imagem de satélite do Google Earth com base na Lei Complementar Municipal 101/2009

A questão fundiária: aquisição e negociação de terrenos públicos

Como dito anteriormente, de acordo com os termos do edital do leilão de CEPACs, a CDURP se obrigava a integralizar no FIIRP terrenos que tinham um potencial de consumir até 60% dos CEPACs nos três primeiros anos, à proporção de 20% a cada ano, e ainda

mais outros terrenos com potencial de absorver mais 15% do total de CEPACs, estes sem prazo estipulado. Assim, a CDURP deveria envidar “seus melhores esforços para a aquisição dos imóveis públicos localizados na AEIU” entre aqueles listados no “Anexo X” do próprio edital (“Relação de imóveis objeto da opção de compra de imóveis”) (FIIRP, 2011, p. 25).

A aquisição dos terrenos começou pelas grandes áreas com potencial de absorver um grande número de CEPACs. Deste modo, com poucos terrenos seria possível cumprir a exigência contratual. Assim, com aquisição de sete dos terrenos listados no “Anexo X” a CDURP conseguiu disponibilizar áreas que somavam um potencial de absorver 62,84% dos CEPACs da Operação. A aquisição desses terrenos pela CDURP se concluiu em 2014, portanto, dentro do prazo de três anos estipulado em contrato, garantindo a disponibilização dos R\$3,5 bilhões referentes ao “Preço do CEPAC”, e também de uma fração dos R\$4,5 bilhões referentes ao “POC”, pois ultrapassou o limite de 60%, entrando nos 15% restantes que condicionam a exigibilidade do POC. Recentemente, a CDURP adquiriu mais um terreno, o oitavo, aumentando este percentual.

Os sete primeiros terrenos em questão são aqueles conhecidos com Pátio da Marítima, Praia Formosa, Gasômetro, Usina de Asfalto, Cedae, Galpão do Aplauso e Clube dos Portuários, o oitavo é aquele localizado na avenida Venezuela nº 232 a 264. O controle desses terrenos estava distribuído entre os três entes federados e apenas a Usina de Asfalto já estava sob o domínio da Prefeitura, o que evidencia a complexidade fundiária da região e as dificuldades impostas às negociações para aquisição dos mesmos, de modo que a cooperação política foi fundamental nesse processo.

Os terrenos integralizados pela CDURP até o momento estão na tabela a seguir.

Tabela 3 - Terrenos adquiridos pela CDURP

Denominação do terreno	Origem da propriedade	Setor	Área (m²)	Valor (R\$)	Potencial construtivo (m²)	Quantidade Estimada de Utilização de CEPAC	Quantidade Estimada de CEPAC (% do estoque)
Pátio da Marítima	UNIÃO	B	23.809	19.380.500,00	190.472	245.828	3,82%
Praia formosa	UNIÃO	D	116.125	53.108.905,07	783.400	844.738	13,12%
Usina de Asfalto	MUNICÍPIO	M	15.882	41.000.000,00	151.920	217.661	3,38%
Gasômetro	UNIÃO	M	116.000	226.300.000,00	1.208.000	1.747.200	27,14%
CEDAE	ESTADO	M	18.400	36.762.000,00	168.000	239.360	3,72%
Galpão Aplauso	DOCAS	D	19.564	21.810.627,72	195.640	234.768	3,65%
Clube dos Portuários	DOCAS	D	32.240	55.894.399,45	322.400	515.034	8,00%
Av. Venezuela, 232/264	DOCAS	A	5.350	7.768.800,00	42.800	84.263	1,31%
Total	-	-	347.370	462.025.232	3.062.632	4.128.852	64,15%
Total OUC	-	-	-	-	4.089.502	6.436.722	100,00%

Fonte: elaboração própria com base no Anexo X da Lei Complementar 101/2009

Os terrenos Pátio da Marítima e Praia Formosa eram oriundos do patrimônio da extinta Rede Ferroviária Federal S.A. (RFFSA) e se encontravam sob jurisdição da Secretaria de Patrimônio da União (SPU). Estes terrenos eram essenciais para a

viabilização da OUCPM em seus anos iniciais e a negociação com o governo federal já estava em andamento mesmo antes das definições finais da OUCPM e do leilão de CEPACs.

A negociação contou com ampla colaboração do governo federal para a superação dos complexos entraves jurídicos. A RFFSA possuía passivos a liquidar, inclusive dívidas trabalhistas pendentes, e havia sido constituído um fundo para a liquidação do patrimônio restante da companhia. Contudo, a legislação que regulava este assunto à época exigia que os imóveis não-operacionais oriundos da extinta RFFSA (como o Pátio da Marítima e a Praia Formosa) deveriam ser vendidos em leilão seguindo os termos da lei geral de licitações (Lei 8.666/1993), sendo os valores apurados utilizados para cobrir o passivo da companhia. Vedava, assim, a transferência diretamente à CDURP. Em grande medida os entraves burocráticos foram solucionados, então, com a Medida Provisória nº 496 de 19 de Julho de 2010, convertida na lei federal 12.348 de 15 de dezembro de 2010⁷⁴. Essa lei, promulgada ainda no governo Lula, autorizava expressamente a dispensa de licitação no caso de venda dos imóveis para “empresa, pública ou privada, inserida em *operação urbana consorciada*”, e também nas vendas a outros órgãos governamentais.

Houve, ainda, divergências quanto ao valor devido pelos terrenos. Foram realizadas avaliações pela CAIXA e posteriormente pela própria SPU, acertando o valor a ser pago e findando-se o impasse. Assim, os terrenos foram transferidos ao fundo destinado a pagar as dívidas da RFFSA e negociados com a CDURP sem a necessidade de licitação.

Foi, então, transferido o domínio útil dos terrenos tratados aqui à CDURP, e a integralização dos mesmos no FIIRP foi aprovada em 14 de junho de 2012, segundo a “Ata da Assembleia Geral Extraordinária de Cotistas”⁷⁵ realizada nesse dia. Nessa mesma data foi também integralizado o terreno da Usina de Asfalto, que já se encontrava sob o domínio da Prefeitura. O Pátio da Marítima foi integralizado no valor de R\$ 19.380.500,00, o terreno da Praia Formosa no valor de R\$ 53.108.905,07 e a Usina de Asfalto no valor de R\$41.000.000,00 somando um valor de R\$113.489.405,07.

Estes foram os primeiros três terrenos adquiridos pela CDURP, que, com isso, cumpriu a integralização de terrenos prevista para o primeiro ano. Os terrenos somam 20,32% de potencial de absorção dos CEPACs, o que representa uma quantidade estimada de utilização de 1.308.227 CEPACs.

Iniciada ainda em 2010, a negociação para a aquisição do terreno do Gasômetro, também envolveu a solução de entraves jurídicos e burocráticos, sendo concluída em 2013.

⁷⁴ Cabe lembrar que a Lei nº 12.348/2010 é a mesma lei que autoriza a ampliação do “limite de endividamento de Municípios em operações de crédito destinadas ao financiamento de infraestrutura para a realização da Copa do Mundo Fifa 2014 e dos Jogos Olímpicos e Paraolímpicos de 2016”.

⁷⁵Disponível em: http://www.caixa.gov.br/Downloads/investidores-institucionais-fii-regiao-porto/ATA_AGE_FII_RP_INTEG_PATIO_PRAIA_USINA-CVM.pdf

O imóvel também estava sob o domínio útil da União e sob jurisdição da Secretaria de Patrimônio da União, mas se encontrava cedido à antiga Companhia Estadual de Gás (CEG), privatizada em 1997. O governo do Estado do Rio de Janeiro teria prioridade para a aquisição do terreno em caso de alienação pela União, e foi necessário o cancelamento da cessão do terreno e a anuência do Governo do Estado para a transferência de seu domínio útil à CDURP (PEREIRA, 2015, p. 212).

O Gasômetro foi integralizado pelo valor de R\$ 226.300.000,00. Sozinho, esse terreno tem capacidade de absorção de 27,14% do estoque de CEPACs da operação urbana, números maiores que os três terrenos anteriores somados.

Segundo reportagem disponível no site da SPU⁷⁶, a alienação do domínio útil do Gasômetro foi condicionada à construção um prédio para a União pela CDURP.

Para atender à solicitação acima, a prefeitura lançou concorrência pública para alienação de outros três terrenos, adquiridos pela incorporadora JPL, que se comprometeu a realizar um empreendimento residencial, em ao menos um dos três terrenos: Avenida Cidade de Lima, nº 340; Avenida Venezuela, nos 154/156; Avenida Rodrigues Alves, nº 455.

A CDURP integralizou ainda, em 2013, o terreno localizado na Av. Francisco Bicalho nº20, de domínio da Companhia Estadual de Águas e Esgotos, companhia do Estado do Rio de Janeiro. Com a colaboração do governador do estado, a negociação desse terreno enfrentou menores dificuldades burocráticas que os anteriores e envolveu a permuta de outro terreno de domínio municipal. A “Ata da Assembleia Geral Extraordinária de Cotistas” de 12 de Junho de 2013 aprova a integralização deste terreno no valor de R\$36.762.000,00. O terreno da CEDAE tem um potencial de absorção de 3,72% dos CEPACs.

Desembarçados, o Gasômetro e o terreno da CEDAE foram oferecidos ao FIIPM em junho de 2013. Com esses terrenos (Pátio da Marítima, Praia Formosa, Usina de Asfalto, CEDAE e Gasômetro), ao fim do segundo ano transcorrido do leilão dos CEPAC, a CDURP já tinha integralizado no patrimônio do FIIPM terrenos que tinham a capacidade de absorver 51,19% do estoque de CEPAC. Novamente cumprindo a obrigação de integralizar terrenos para o segundo ano decorrido no leilão de CEPAC.

Assim, restava ainda à CDURP integralizar os terrenos com um potencial de absorver pouco menos de 10% dos CEPACs para que cumprisse a meta dentro prazo, liberando assim o pagamento total pelo FIIPM do “Preço dos CEPAC”, o que aconteceu com a integralização do Galpão do Aplauso e do Clube dos Portuários. Estes terrenos estavam sob o domínio da Companhia Docas do Rio de Janeiro S.A., sociedade de economia mista controlada pelo Governo Federal, tendo uma negociação mais complexa.

⁷⁶<https://gestao.patrimoniode todos.gov.br/pastanoticia.2009-07-02.8239097967/secretaria-acompanha-cessao-no-porto-maravilha>

A negociação dos terrenos da DOCAS foi mais complicada por divergências quanto ao valor e pela existência de dívidas tributárias da companhia que incidiam diretamente sobre os terrenos. Além disso, por ser uma empresa mista com a presença de acionistas privados que defendiam seus interesses no conselho da companhia, não se observou a mesma cooperação que se obteve nas negociações dos outros terrenos. As expectativas dos acionistas com valorização e a elevação do potencial construtivo permitido nos terrenos frente à implementação da OUCPM dificultaram o acordo. Usando como parâmetro o potencial construtivo máximo que passava a vigorar com a vigência da operação urbana, a expectativa do preço dos terrenos estava bastante elevada frente ao que a CDURP acreditava valer e se propunha a pagar, fazendo com que essa negociação fosse mais demorada que as demais.

Como dito, restavam ainda obrigações tributárias sobre os terrenos, o que colocava a negociação com a CDURP condicionada à solução de situações jurídicas complexas, imputando dificuldades para que a CDURP pudesse colocar estes terrenos livres e desembaraçados de quaisquer ônus no mercado.

A publicação do decreto federal de 10 de setembro de 2013, autorizando o “Município do Rio de Janeiro a declarar de utilidade pública, para fins de desapropriação, o domínio útil de imóvel urbano pertencente à Companhia Docas do Rio de Janeiro S.A., destinado à implantação da urbanização da área portuária”, que fazia referência a mais 12 terrenos além do Galpão do Aplauso e do Clube dos Portuários, foi central na solução dos entraves à negociação. A publicação deste decreto é também mais uma demonstração da articulação política entre os entes federados e da ativa colaboração do governo federal com o projeto de “revitalização” da região portuária.

Os dois terrenos foram integralizados ao FIIRP ainda em 2014, o Galpão do Aplauso no valor de R\$21.810.627,72 e o Clube dos Portuários por R\$ 55.894.399,45.

Com a integralização de todos esses terrenos, que atingiam um potencial de absorção de 62,84% dos CEPACs, a CDURP cumpriu sua obrigação determinada para os três primeiros anos, liberando integralmente o “Preço dos CEPACs” e uma pequena fração do “POC”.

Recentemente, a “Ata da 17ª Assembleia Geral de Cotistas – Extraordinária”⁷⁷ de 13 de abril de 2016 autorizou ao FIIRP integralizar o terreno da Avenida Venezuela, nº 232 a 264, no valor de R\$ 7.768.800,00. Este é mais um dos terrenos listados no decreto federal de 10 de setembro de 2013, cujo domínio pertencia à Companhia Docas. O terreno possui a capacidade de absorver 1,31% dos CEPACs.

⁷⁷ Disponível em: http://caixa.gov.br/Downloads/investidores-institucionais-fii-regiao-porto/Ata_AGE_CAIXA_FII_RP_2015_04_13.pdf

Com isso, até o momento, a CDURP integralizou no patrimônio do FIIRP terrenos que têm potencial para absorver 64,15% dos CEPACs da Operação, ficando já próxima do percentual de 75% a que ela se obrigou a integralizar pelo edital de leilão dos CEPACs. A Figura 20 mostra a localização dos terrenos descritos aqui.

Figura 20 - Localização dos terrenos adquiridos pela CDURP



Fonte: elaboração própria com uso de imagem de satélite do Google Earth

Os empreendimentos já desenvolvidos ou em negociação nestes e em outros terrenos serão discutidos em maiores detalhes na seção que trata da *dimensão econômico-financeira*.

Parte destes terrenos estão em negociação entre o FIIRP, FIIPM e incorporadoras, alguns com informações oficiais e outros apenas com informações veiculadas na mídia ou mesmo informações não oficiais disponibilizadas pela CDURP ou pela CAIXA, administradora dos fundos. Porém, formalmente, pela análise dos documentos sobre seus patrimônios que os fundos são obrigados a disponibilizar, a situação atual dos terrenos públicos da AEIU é a descrita sumariamente a seguir: até o momento, FIIPM exerceu seu direito de compra apenas nos casos dos terrenos Pátio da Marítima, Praia Formosa e Gasômetro. O FIIPM comprou em 2012 o Pátio da Marítima e o permutou em 2013 com a empresa Tishman Speyer para o desenvolvimento de um empreendimento no local. Também em 2013, adquiriu o terreno Praia Formosa, e parte dele foi envolvido em negociação com o Consorcio Porto 2016, formado pelas empresas Odebrecht, OAS e

Carioca Engenharia. O Gasômetro foi adquirido em 2014 e está em processo de negociação. Os terrenos da avenida Venezuela nº 232 a 264, Usina de asfalto, CEDAE, Galpão do Aplauso e Clube dos Portuários, permanecem no patrimônio do FIIRP, mas também estão em negociação para o desenvolvimento de empreendimentos com a venda de CEPACs pelo FIIPM.

É interessante notar que como o FIIPM pode adquirir em qualquer momento os terrenos pelo preço pago pela CDURP a estratégia mais interessante é adquiri-los somente quando as negociações estiverem mais adiantadas, pois assim evita a imobilização de seu patrimônio. Desta forma, o fundo pode manter líquido grande parte de seu patrimônio com a possibilidade de investimento em outros ativos financeiros que lhe garantam uma melhor remuneração, sem que lhe seja imputado os custos de manutenção dos terrenos, como tributos e taxas que sobre eles eventualmente incidam. Assim, o FIIRP é que fica obrigado a imobilizar grande parte de seus ativos em terrenos, recaindo sobre este fundo os custos de manutenção dos terrenos integralizados em seu patrimônio e não adquiridos pelo FIIPM.

Outro ponto interessante é notar o comportamento dos proprietários de terra na área da operação. No caso dos terrenos da Companhia Docas, que envolvia interesses de agentes privados, foi possível observar que, enquanto proprietários do terreno, estes incorporam à expectativa da renda da terra o potencial construtivo autorizado pela legislação da OUCPM. É possível inferir que este comportamento foi comum no início das negociações. Em entrevista a esta pesquisa, a gerente executiva da Gerência Nacional de Fundos para o Setor Imobiliário (GEMOB), vinculada a Vice-Presidência de Gestão de Ativos de Terceiros da CAIXA, departamento responsável pelo FIIPM, confirmou este comportamento dizendo que muitos dos donos de terrenos na região, com a expectativa de valorização, pediam valores 10 vezes maiores do que o avaliado para o terreno:

[...] vários incorporadores foram procurar donos de terreno e depois quando vieram procurar a gente a conta não fechava. Porque ele tinha que comprar CEPAC, ele achava que ia conseguir comprar por R\$ 545,00 [preço que o FIIPM pagou no leilão], e pagar R\$ 30.000,00 por m² para o dono do terreno. Não dá. Porque o dono do terreno tem 1 e a gente tem 9 [se referindo ao caso de o potencial construtivo do terreno permitir a construção de mais 9 vezes a área do terreno mediante a utilização de CEPAC]. Essa conta tem que ser diferente. Então muitos negócios foram inviabilizados assim. Não fechou a conta de muito incorporador. As avaliações recentes estão dando R\$2.500,00 a R\$ 3.000,00 por m² para alguns terrenos dessa região. Eu cheguei a negociar, em 2011, proposta de gente querendo vender terreno a R\$30.000,00 o m². Hoje dá uns R\$ 3.000,00 por m² o preço de venda de um terreno na área, de um terreno público, dos terrenos que a gente avalia. Lá em 2011, peguei duas ou três operações que chegavam a mais ou menos R\$30.000,00 o m², que o dono do terreno queria. Então não tem negócio que fecha a conta. [...] a gente recebeu donos de terreno lá também e algumas vezes tinham algumas discussões fervorosas, porque o terreno é dele, ele tem há trinta anos e agora tá rico, vai vender e aposentar. Mas acho que agora, na situação atual, em que não tem aquele monte de incorporador querendo opcionar o terreno dele, aí a gente tem sentido que os negócios estão se viabilizando. Não sei se foi o efeito CEPAC. Ou se ele se conscientizou que não venderia o terreno dele a R\$30.000,00, ou se foi a situação econômica mesmo, que fez o dono do terreno notar que ele não tem mais demanda pelo terreno dele, ou que ele vai sobrar com o terreno na mão (Laiza Santa-Rosa).

Os proprietários consideravam o potencial máximo permitido pela lei da OUCPM, mas desconsideravam que só seria possível para usufruir de todo potencial mediante o pagamento de CEPAC.

Fica evidente aqui a disputa em torno da renda fundiária, entre o proprietário da terra propriamente dita e o fundo proprietário do solo criado, representado nos CEPAC. Conforme demonstra a fala da entrevistada, era preciso convencer o proprietário de que ele era possuidor de apenas uma parte dessa renda, e em uma proporção menor do que aquela expressa nos CEPACs.

A “privatização” dos terrenos públicos localizados na AEIU da região do porto mostra-se bastante relevante sob vários aspectos. O mais patente é que, dada a elevadíssima proporção destes terrenos na área, sem a “privatização” o próprio projeto não se viabilizaria nos termos e na magnitude em que foi lançado, já que não é possível vincular os CEPACs aos terrenos públicos e órgãos públicos não se obrigam ao pagamento destes títulos.

Vários dos agentes envolvidos no projeto destacaram esse ponto. Perguntada sobre a situação fundiária da área com grande prevalência de áreas públicas e a relação com a viabilidade do projeto, a gerente executiva da GEMOB disse:

Eu acho que só assim viabilizou. Porque assim, você tinha um volume de 6.436.722 de CEPAC, precisa de área para gastar. Se não houvessem essas áreas públicas, grandes o suficiente para consumir CEPAC, o volume tinha que ser muito menor e por consequência o conjunto de obras também menor, porque o CEPAC é mensurado pelo estoque das áreas e o volume de obras que você pretende fazer, as duas contas têm que fechar (Laiza Santa-Rosa).

Segundo o diretor financeiro da CDURP, Sérgio Lopes Cabral, em entrevista a esta pesquisa, uma das tarefas mais importante da Companhia era transformar estes terrenos públicos em privados, para o que era preciso a “regularização fundiária” para posterior integralização dos mesmos no FIIRP. A finalidade de se integralizar os terrenos neste fundo é exatamente “privatizá-los”, ou “trazer ao mercado”, o que a Companhia se obrigou a fazer contratualmente, pelo edital de leilão dos Cepacs. Assim, uma vez integralizados ao FIIRP, os terrenos podem ser negociados com os agentes do mercado imobiliário, seja através do FIIPM, nos casos em que este último fundo possui a opção de compra, ou mesmo diretamente.

Sobre a transferência destes terrenos do domínio público ao privado Alberto Silva, presidente da CDURP, declarou o seguinte:

Tem uma discussão, de alguns, que o destino dos terrenos para a operação urbana é pegar terreno público e entregar para a especulação imobiliária. Chegam a escrever isso. Uma visão muito estreita, muito rasteira, muito desinformada. Esses terrenos estão abandonados há mais de trinta anos. Abandonados, ocupados. Não estão ocupados, vamos dizer, 'ah, são famílias pobres que moram lá'. Um depósito de cimento, de uma das maiores indústrias de cimento no Brasil, implantado num terreno que é da antiga rede, que era para ser vendido para pagar dívida da antiga

rede, inclusive para trabalhador, e o cara está lá e não pagava nada. Um galpão imenso, que hoje é utilizado como terminal de ônibus, fechado, no entorno da rodoviária do Rio de Janeiro. Quer dizer, o ponto de chegada da segunda cidade do país, do principal destino turístico do país. Você salta ali e não pode dar dois passos para fora da rodoviária porque o entorno é degradado, é abandonado, é escuro, é sujo, é propício a marginalidade. As pessoas com risco, ninguém mora, ninguém vive, ninguém anda, o que é um perigo. É uma zona de perigo. Então, terrenos públicos, não necessariamente terras sem destinação, porque um era da rede, outra era da companhia de gás, outro era do DNIT, outro era de Docas, tudo abandonado. E aí nunca ninguém perguntou nada. Não paga o município, ou seja, não gera benefício social nenhum. Um estoque de terra, no centro do Rio de Janeiro, não gerava benefício social nenhum. Prejuízo econômico para as estatais, prejuízo econômico para o patrimônio privado, prejuízo econômico para a cidade. Quando você começa a dar um destino outro que gera recursos, gera emprego, gera receita, aí algumas pessoas começam a discutir o que está acontecendo. O que está acontecendo é que se está fazendo o que deve ser feito com o recurso público, o que beneficia todo mundo (Alberto Silva *apud* PEREIRA, 2015, p. 215-6).

A fala do presidente da CDURP se utiliza do discurso de que se trata de uma área abandonada e degradada para justificar sua requalificação e a destinação dada aos terrenos públicos com a “privatização”. Ainda que possamos questionar essa visão de que o entorno aos terrenos “é degradado, é abandonado, é escuro, é sujo” e da associação direta com “marginalidade”, é difícil discordar que de que estes terrenos estavam subutilizados. Porém, o que queremos chamar atenção aqui é que o trecho citado acima faz parecer que a destinação dada aos terrenos é necessariamente a alternativa a ser seguida, ou a única possível, o que não é verdadeiro. Outras alternativas, por exemplo, visando a produção de habitação social inclusive já foram pensadas e negociadas para alguns destes mesmos terrenos (PEREIRA, 2015, p.216).

Ao contrário do que afirma o presidente da CDURP, tudo isso parece indicar que o instrumento da OUC não seria o adequado para região se a intenção fosse de fato prover a melhor destinação a esses terrenos que perseguissem o bem público. Fica patente uma inversão causal entre a intenção de “revitalização” e o projeto desenvolvido. Ou seja, elaborou-se um projeto que exige a existência de terrenos privados para a utilização de CEPACs em uma área em que predominam terrenos públicos e, posteriormente, se coloca como necessária a privatização destes terrenos, invertendo, assim, o sentido do que é causa e consequência.

A fala citada acima quer sugerir que a “privatização” destes terrenos “beneficia todo mundo”, como se o desenvolvimento de empreendimentos e o aquecimento do mercado imobiliário promovido com a “privatização” afetasse positivamente e igualmente a todos, desconsiderando a apropriação desigual destes espaços e os conflitos em torno dessa apropriação. Ainda que se pague um valor “justo” pelos terrenos, é difícil imaginar que esta “privatização” não gera prejuízo de outras ordens ao interesse público, quanto mais no contexto de uma OUC e de todos os gastos e esforços envidados pelos agentes públicos, assumindo a maior parte dos riscos do projeto em detrimento da iniciativa privada.

Diversamente do aventado na citação acima, este processo pode ser descrito como um caso típico daquilo que Harvey (2008) chamou de acumulação por espoliação, no sentido de que se transfere um bem público ao domínio privado, se apropriando o último de um valor gerado socialmente. Segundo Raquel Rolnik (2015, p. 360), essa dinâmica que envolve a “privatização” deste grande estoque de terras públicas na OUCPM deve ser entendida como uma "megaoperação de extração de renda sobre um patrimônio fundiário público".

4.2.4 Dimensão econômico-financeira

Nesta seção nos concentraremos nas negociações dos CEPACs pelo FIIPM, buscando identificar seus principais compradores e caracterizar os empreendimentos desenvolvidos no âmbito da OUCPM. Trataremos também das formas de negociação utilizadas pelo fundo e avaliaremos a composição atual de seu patrimônio. Faremos uma análise espacial da distribuição dos estoques e dos CEPACs negociados. Por fim, nos propomos a averiguar a valorização dos CEPACs frente à valorização imobiliária no transcorrer do projeto.

Para a consecução dos objetivos dessa seção, foi preciso avaliar os empreendimentos que consomem CEPACs já lançados, em construção ou anunciados no âmbito da OUCPM para identificar quem são seus controladores, identificando, assim, os compradores de CEPACs e os arranjos enredados para o desenvolvimento dos empreendimentos tratados aqui.

Uma das principais fontes dessas informações é a planilha dos CEPAC já vinculados aos empreendimentos, disponibilizada pela CDURP⁷⁸. Nesta planilha constam a data em que foi feita a vinculação, o titular dos CEPACs e as quantidades destes títulos utilizadas em cada empreendimento. A CDURP também disponibiliza um mapa interativo⁷⁹ com informações sobre empreendimentos localizados na AEIU portuária que protocolaram pedidos de licença junto aos órgãos municipais, que inclui empreendimentos de todos os usos, que consomem e que não consomem CEPACs, já iniciados ou com projetos aprovados e aqueles ainda com as licenças em tramitação. No mapa é possível obter informações quanto ao uso, à área total edificável (ATE) e ATE adicional, a quantidade de CEPACs que será utilizada, o endereço e empresa responsável pelo empreendimento.

Outra fonte importante é a análise dos demonstrativos financeiros, relatórios trimestrais e informes mensais do FIIPM, onde se encontram informações patrimoniais do fundo. Nos demonstrativos financeiros há informações sobre todo o ativo e passivo do fundo

⁷⁸ Disponível em: http://www.portomaravilha.com.br/conteudo/canal_investidor/Planilha_Estoques-1t16.pdf. Acesso em:07/01/2016.

⁷⁹ Disponível em: http://portomaravilha.com.br/mapa_empreendimentos. Acesso em:07/01/2016.

e as movimentações ocorridas no ano-exercício. Quanto aos CEPACs, há informações sobre os valores e as quantidades vendidas e permutadas. Sobre as vendas, consta apenas a quantidade total vendida no ano-exercício e o valor total atribuído às vendas, sem, contudo, individualizá-las ou mencionar o comprador. Já no caso das permutas, é possível identificar qual ativo o fundo recebeu em contrapartida à cessão dos CEPACs (os terrenos adquiridos pelo fundo também são envolvidos nas permutas), se um percentual da área de um empreendimento específico ou ações (cotas) em companhias e os valores atribuídos à negociação. É possível identificar se os empreendimentos em que o fundo investiu serão destinados à venda ou locação. Os relatórios trimestrais trazem informações apenas sobre os empreendimentos em que o FIIPM detém alguma participação, pois envolvidos em permutas. Constam as características físicas, a evolução do cronograma físico-financeiro de cada empreendimento e a quantidade de CEPACs permutada, mas não há informações sobre os valores da negociação. Os informes mensais listam valores dos ativos e passivos do fundo, mas sem maiores informações sobre cada um deles.

Além dessas fontes, utilizamos também informações dadas por gestores do FIIPM e da CDURP em apresentações e nas entrevistas concedidas a esta pesquisa.

Por fim, foram consultadas informações disponibilizadas pelas empresas que desenvolvem os empreendimentos, como demonstrativos financeiros, comunicados ao mercado, *portfolios* e outras informações disponíveis em seus sítios na internet, bem como reportagens veiculadas na mídia.

Uma dificuldade para a consecução dos nossos objetivos é que nessas fontes as informações sobre as empresas responsáveis pelos empreendimentos nem sempre é muito clara. As informações são muitas vezes divergentes entre as fontes, além de variar a menção à SPE ou sua controladora. Além disso, muitas das SPE são constituídas em consórcio por várias empresas, dificultando a compreensão do arranjo engendrado para o desenvolvimento do empreendimento.

Nas fontes da CDURP aparecem as SPE envolvidas no licenciamento da obra junto aos órgãos municipais e nas fontes do FIIPM constam as empresas com quais foram realizadas as negociações, de forma que nem sempre é óbvia a identificação dos controladores dessas empresas, a forma e os valores negociados. Para identificar a forma e alguma medida dos valores envolvidos nas negociações em cada empreendimento, foi necessário cruzar as informações disponibilizadas nas diversas fontes⁸⁰.

⁸⁰ Por exemplo, nas fontes disponibilizadas pela CDURP identificamos a SPE que desenvolve certo empreendimento e buscamos nos demonstrativos financeiros do FIIPM informações sobre este empreendimento (através do endereço, do porte, da quantidade de CEPACs utilizada) para avaliar a forma da negociação e seus valores, já que no demonstrativo não há menção a esta SPE. Citando o caso do empreendimento Pátio da Marítima, identificamos que a SPE titular dos CEPACs é a TS 19 Participações Ltda. através da planilha e do mapa da CDURP, que apuramos ser uma subsidiária da Tishman Speyer. Para apurar que negociação junto ao FIIPM correspondeu à permuta dos CEPACs e do terreno necessários ao empreendimento, bem como os

Os principais empreendimentos que consomem CEPAC tratados aqui são: Pátio Marítima e Lumina Residence, da Tishman Speyer; Porto Vida Residencial, Holiday Inn Porto Maravilha e Porto Atlântico Business Square (Leste e Oeste), desenvolvidos pelo Grupo Odebrecht, seja sozinho ou em consorcio; Vista Guanabara, desenvolvido pela GTIS Partners e Autonomy Investimentos & Affiliates; AC Hotel Porto Maravilha, desenvolvido pela STX Desenvolvimento Imobiliário e Kallas Incorporações e Construções S.A.; Porto Vista, da Global Equity Properties; a sede da L’Oreal (BTS L’oreal⁸¹), desenvolvida pela incorporadora JPL; o empreendimento desenvolvido pela Fibra Experts, que denominamos Partfib⁸²; as Trump Towers, desenvolvidas em parceria pela MRP International, Salamanca Group e Even Construtora e Incorporadora S.A.; e o empreendimento a ser desenvolvido pela Cyrela Brazil Realty S.A., que chamamos de Gasômetro⁸³.

Os gestores do FIIPM e da CDURP afirmam que até o momento foram negociados mais de 2 milhões de CEPACs, ou cerca de 35% do total da OUCPM. Destes, apenas 565.744, ou 8,79% do total da OUCPM, já foram vinculados a empreendimentos específicos. Cabe dizer que é permitido que se façam vinculações fracionadas a cada fase projeto imobiliário, assim, as quantidades vinculadas podem ainda variar. Do mesmo modo, nos empreendimentos ainda em negociação podem ser vinculados CEPACs parceladamente a medida que o projeto vai sendo executado.

valores desta permuta, consultamos o demonstrativo financeiro do fundo que no entanto faz menção apenas ao que ele denominou “projeto TSP”. Mas dado à localização do empreendimento, suas características e a quantidade de CEPACs, foi possível identificar que o “projeto TSP” corresponde ao empreendimento Pátio Marítima, que é desenvolvido pela Tishman Speyer.

⁸¹ Os documentos do FIIPM se referem assim a este empreendimento. A sigla BTS é uma alusão à modalidade da negociação que envolveu este empreendimento: *built to suit*. Abordaremos essa modalidade contratual mais à frente.

⁸² Partfib é o nome da SPE vinculada ao empreendimento, cujo projeto ainda está em elaboração. Nas apresentações dos gestores do FIIPM a que tivemos acesso o empreendimento aparece com essa denominação e por isso a adotamos aqui.

⁸³ Como veremos, este empreendimento também está em fase de elaboração do projeto. Os gestores do FIIPM se referem a ele como Gasômetro em referência ao terreno, e por isso também adotamos essa denominação.

Tabela 4 - Planilha de CEPACs vinculados

Data	Titular (SPE)	Controlador	Empreendimento	Total CEPAC	% CEPAC
24/10/2012	Arrakis Empreendimentos Imobiliários S/A	OR e Performance	Porto Atlântico Business Square - Leste	57.273	0,89%
31/10/2013	Porto 2016 Empreendimentos Imobiliários S/A	OR, OAS, Carioca, REX	Porto Vida Residencial	68.631	1,07%
10/05/2013	TS 19 Participações Ltda	Tishman Speyer	Pátio da Marítima	194.490	3,02%
22/05/2013	Uirapuru Participações Ltda	Golbal E. P./ MDL	Porto Vista	58.937	0,92%
29/08/2013	Autonomy GTIS Barão de Tefé Empreendimento Ltda	GTIS e Autonomy	Vista Guanabara	66.162	1,03%
20/10/2015	*alteração de projeto / acréscimo de área			38	0,00%
12/10/2013	Odebrecht Realizações Imobiliárias RJ04 El Ltda	OR	Holiday Inn Porto Maravilha	8.278	0,13%
11/11/2013	SPE STX Desenvolvimento Imobiliário S/A	STX DI / Kallas	AC Hotel Rio de Janeiro Porto Maravilha	4.355	0,07%
05/06/2014	Edifício Odebrecht RJ S/A	OP/OR	Porto Atlântico Business Square - Oeste	18.601	0,29%
10/09/2015	*alteração de projeto / acréscimo de área			1.668	0,03%
20/06/2014	Partifib Projetos Imobiliários F55 Ltda	Fibraexperts	Partifib	8.738	0,14%
12/03/2015	TS 16 Participações Ltda	Tishman Speyer	Lumina Residence	39.348	0,61%
29/04/2015	JPL Comercial e Agrícola Ltda	JPL	BTS L'Oreal	39.225	0,61%
Total consumidos				565.744	8,79%
Estoque original				6.436.722	100%
Estoque remanescente				5.870.978	91,21%

Fonte: elaboração própria partir da planilha da CDURP. As siglas OR e OP se referem à Odebrecht Realizações Imobiliárias S.A. e Odebrecht Properties S.A, empresas do Grupo Odebrecht.

A partir da análise dos demonstrativos financeiros do FIIPM elaboramos a tabela a seguir, que resume a movimentação patrimonial do fundo envolvendo os CEPACs.

Tabela 5 - CEPACs negociados registrados no patrimônio do FIIPM

Ano	Empreendimento	Tipo de Negociação	CEPACs Negociados	Saldo
2011		Saldo 31.12.2011		6.436.722
2012	Porto Atlântico Leste	Vendidos em Leilão	- 26.086	
		Permutados por cotas da SPE Leste Maravilha	- 31.187	
		Total Negociado em 2012	- 57.273	
		Saldo 31.12.2012		6.379.449
2013	Vista Guanabara + AC Hotel P.M.	Total vendido no exercício 2013	- 70.517	
		Total Permutado no exercício 2013	- 393.106	
	Pátio Marítima	Permuta por área P. Marítima	- 257.257	
		Porto Vista	Permuta por área Porto Vista	- 58.937
	Porto vida	Permuta por área Porto Vida	- 68.631	
	Holiday Inn Porto Maravilha	Permuta por área Holiday Inn	- 8.278	
		Total Negociado em 2013	- 463.620	
			Saldo 31.12.2013	
2014	Porto Atlântico Oeste (Edifício odebrecht + acrescimo) + Partifib	Ajuste do projeto Pátio Marítima	+ 62767	
		Total vendido no exercício 2014	- 29.071	
		Saldo 31.12.2014		5.949.525
2015	Acréscimo Vista Guanabara	Total vendido no exercício 2015	- 38	
		Total Negociado em 2015	- 38	
		Saldo 31.12.2015		5.949.487
2011/2015		Total Negociado até 31.12.2015	487.235	

Fonte: elaboração própria a partir dos demonstrativos financeiros do FIIPM de 2011 a 2015

Conforme podemos observar, há divergências entre a planilha de CEPACs vinculados disponibilizada pela CDURP e os demonstrativos financeiros do FIIPM. Não constam nos demonstrativos financeiros os empreendimentos Lumina Residence e BTS L'Oreal, embora o último apareça nos relatórios trimestrais do fundo desde o segundo trimestre de 2015.

No caso das vendas, não há informações individualizadas, mas a partir das quantidades negociadas e comparando com a planilha de CEPACs podemos inferir quem foi o comprador em cada uma das vendas. Assim, notamos que as vendas no exercício de 2012 correspondem exatamente à quantidade vinculada ao Porto Atlântico Leste. Do mesmo modo, o total vendido em 2013 é a soma dos CEPACs vinculados ao Vista Guanabara (sem o acréscimo de 2015) e ao AC Hotel. No ano de 2014, há uma pequena diferença de 64 CEPACs entre o total vendido e a soma dos vinculados ao empreendimento Porto Atlântico Oeste (Edifício Odebrecht) e ao Partifib, o que acreditamos ser apenas um erro do documento. Por fim, no ano de 2015 foram vendidos apenas os 38 CEPACs que foram acrescidos ao empreendimento Vista Guanabara.

A diferença do número de CEPACs negociados presente nos demonstrativos financeiros (487.235) e na planilha de CEPACs vinculados (565.744) é igual à soma dos CEPACs dos empreendimentos Lumina Residence, BTS L'Oreal e a diferença de 64 CEPACs identificada nas vendas de ano de 2013.

Com isso mapeamos todas as negociações de CEPACs já realizadas e registradas pelo FIIPM e pela CDURP.

Além dessas, há ainda as negociações envolvendo os empreendimentos Trump Towers e Gasômetro. Nenhuma delas foi registrada pelo FIIPM, embora seus gestores afirmem já terem sido realizadas. De fato, nada impede que as negociações estejam contratualmente realizadas e os CEPACs ainda não tenham deixado o patrimônio do FIIPM e nem tenham sido vinculados aos empreendimentos junto aos órgãos municipais. Segundo o mapa interativo da CDURP, o projeto das Trump Towers já protocolou sua licença, mas esta está ainda em andamento. Segundo informações dos gestores entrevistados, este projeto consumiria cerca de 600.000 CEPACs. No caso do Gasômetro, há um comunicado ao mercado da Cyrela em que afirma ter de fato negociado o desenvolvimento de um empreendimento em parceria com FIIPM, que, segundo informações dos gestores, consumiria aproximadamente 1.000.000 CEPACs.

Assim, chegamos à estimativa do total de CEPACs negociados até o momento, que somariam 2.165.448 CEPACs, ou 33,64% do total da OUCPM, número muito próximo ao que os gestores do FIIPM e CDURP afirmam já estarem negociados.

Tabela 6 - Total de empreendimentos analisados

Empreendimento	Controlador	CEPAC
Pátio Marítima	Tishman Speyer	194.194
Lumina	Tishman Speyer	39.348
Porto Vida	Odebrecht	68.631
Holiday Inn	Odebrecht	8.278
Porto Atlântico Leste	Odebrecht	57.273
Porto Atlântico Oeste (Edifício odebrecht)	Odebrecht	20.269
Vista Guanabara	GTIS - Autonomy	66.200
AC Hotel Porto Maravilha	STX Des. Imob./ Kallas	4.355
Porto Vista	Global E. P./ MDL	58.937
Partfib	Fibraexperts	8.738
L'Oreal	JPL	39.225
Trump Towers	MRP/Salamanca/Even	600.000
Gasometro	Cyrela	1.000.000
Total		2.165.448

Fonte: elaboração própria

Sendo assim, acreditamos ter identificado a maior parte das negociações de CEPACs no âmbito da OUCPM até o momento, senão a totalidade. Passamos, então, a descrever cada um dos empreendimentos, seus desenvolvedores, a forma e os valores das negociações dos CEPACs junto ao FIIPM. Ainda que a identificação dos valores atribuídos aos CEPACs seja relevante para avaliar sua valorização e tipo de investimento que o FIIPM vem realizando, é importante dizer que não pretendemos realizar uma análise da rentabilidade destes investimentos, mas apenas identificá-los.

Figura 21 - Empreendimentos que consomem CEPACs



Fonte: elaboração própria com uso de imagem de satélite do Google Earth

Os empreendimentos da Tishman Sepyer

Entre os maiores compradores de CEPACs está a empresa Tishman Sepyer. A Tishman é um caso típico de empresa imobiliária que passou por transformações no contexto da globalização financeira deste setor, atuando hoje internacionalmente com 19 escritórios regionais. Sediada em Nova York, a empresa tem investimentos em projetos imobiliários em vários países além dos EUA, principalmente na América Latina, (Brasil e México), Ásia (China e Índia) e Europa (Inglaterra, Alemanha, Luxemburgo e França). No Brasil, a Tishman possui escritórios em São Paulo e no Rio de Janeiro, e possui empreendimentos nestas cidades e em Brasília.

A Tishman Sepyer foi fundada em 1978 a partir de uma tradicional empresa de origem familiar nova-iorquina e em 1985 ingressou no mercado europeu. Em 1997, a Tishman Sepyer lançou seu primeiro fundo de investimentos do setor imobiliário, o Tishman Sepyer/Citigroup Alternative Investments Real Estate Venture, com capital de aproximadamente 850 milhões de dólares e investimentos na Inglaterra, França e no próprio EUA. A empresa passou a atuar no Brasil em 1995 e estruturou seu primeiro fundo de investimentos a investir em edifícios corporativos no país em 2000, o Tishman Sepyer/Citigroup Alternative Investments Real Estate Venture IV. A estratégia de atuação da empresa está ancorada na captação de recursos por meio de fundos de investimento

sediados no EUA (*private equity funds*), mobilizando grandes volumes de capital para seus investimentos ao redor do mundo e também no Brasil⁸⁴.

A atuação da empresa no Brasil se iniciou com uma *joint venture* com a construtora Método Engenharia S.A. – parceria que se estenderá aos projetos seguintes – com a construção da Torre Norte do Centro Empresarial Nações Unidas (Cenu) em São Paulo, cidade onde já desenvolveu vários outros empreendimentos.

Este empreendimento se viabilizou com investimentos da Fundação dos Economiários Federais (FUNCEF), fundo de previdência privada dos funcionários da Caixa Econômica Federal, um dos maiores fundos de pensão do país. Inicialmente, o edifício era uma copropriedade destas três empresas, com a FUNCEF sendo amplamente majoritária. Posteriormente foi estruturado um fundo de investimento imobiliário (FII Torre Norte), administrado pelo BTG Pactual Serviços Financeiros S/A DTVM, para aquisição do empreendimento mediante ofertas públicas primária de suas cotas, e, sendo estas integralizadas, o fundo passou a negociá-las secundariamente na BM&FBOVESPA.

Esse empreendimento se tornou uma referência da arquitetura corporativa e da estruturação de negócios deste tipo no Brasil. É nesse sentido, em referência a outro empreendimento emblemático desenvolvido pela Tishman Speyer em Nova York, que Fix (2009, p. 48) afirma: “o Cenu, anunciado como o maior encontro empresarial da América Latina, é considerado uma espécie de Rockefeller Center em menor escala”. O empreendimento paulistano abriga hoje grandes empresas multinacionais como a Microsoft, Monsanto, Unilever e a Global Village Telecom (GVT).

A estruturação do negócio imobiliário que envolveu a construção e comercialização da Torre Norte, narrada sumariamente acima, é paradigmática, pois ilustra a imbricação contemporânea entre o mercado financeiro e o imobiliário, evidenciando as estratégias de atuação do capital financeiro imobiliário e a formação de capital fictício nesse processo. É paradigmática também porque essa é a receita que passa ser reproduzida na atuação da empresa em outros empreendimentos e também por outras empresas do setor. Em regra, os ingredientes são: a construção de grandes torres comerciais modernas e de alto padrão – recentemente, com a obtenção de certificações internacionais de sustentabilidade – projetadas por escritórios de arquitetos renomados internacionalmente; a associação a capitais financeiros, sejam fundos de investimento ou fundos de pensão nacionais e internacionais, destinados a venda ou a locação; a pulverização posterior da propriedade no mercado de capitais.

A Tishman Speyer passa a atuar no Rio de Janeiro com o desenvolvimento do Ventura Corporate Towers, iniciada em 2007. São duas torres comerciais de alto padrão⁸⁵,

⁸⁴ Informações do sítio da empresa na internet. Disponível em: <http://tishmanspeyer.com.br/>. Acesso em: 27/03/2016.

projetadas por um escritório nova-iorquino em conjunto com um escritório brasileiro. Construídas também em parceria com a Método Engenharia S.A., as obras foram finalizadas em 2011, sendo obtida uma certificação internacional de sustentabilidade. Novamente, um fundo de investimento imobiliário foi envolvido na operação, o Ventura II-A fundo de investimento Imobiliário FII (administrado também pelo BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM), mas este não está listado na BM&FBOVESPA.

Também em 2007, a empresa comprou o histórico edifício Galeria da empresa Sulamérica Seguros, e neste caso atuou na reforma e modernização, ou *retrofit*, e não na construção de um novo edifício. A receita, porém, segue a mesma, inclusive com a criação de um fundo de investimento imobiliário que adquiriu o imóvel posteriormente, o FII BM Edifício Galeria (mais um administrado pelo BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM), listado na BMF&BOVESPA. Paralelamente, a Tishman Speyer também adquiriu, em 2008, um terreno na avenida Presidente Vargas e desenvolveu o Virtus Corporate offices, hoje de propriedade da State Grid China Corporate, empresa chinesa de origem estatal ligada ao setor de energia.

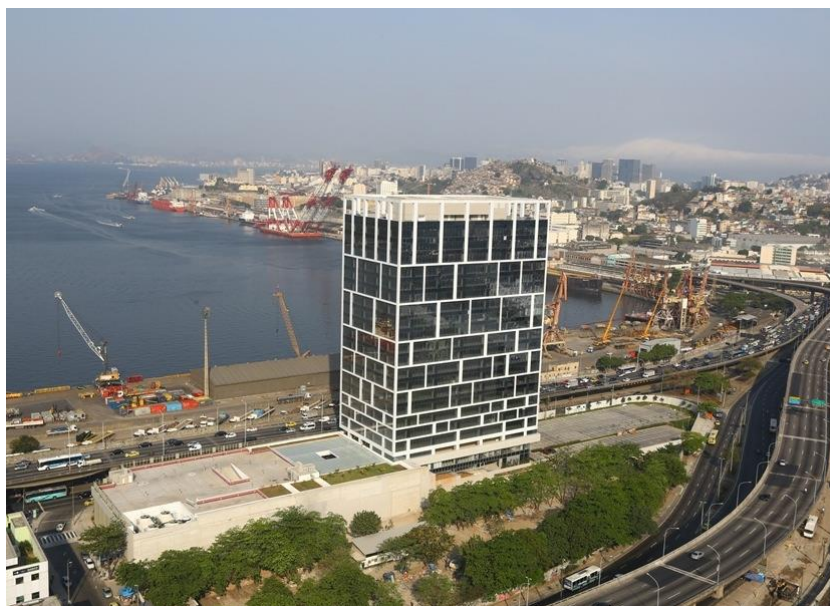
Esses e outros empreendimentos fizeram com que essa empresa se tornasse uma espécie de difusora de práticas de desenvolvimento imobiliário de padrão global no país, replicando aspectos relacionados tanto à tipologia arquitetônica quanto ao modelo de negócio. Como ocorreu no projeto da Torre Norte, o grupo vem adotando uma estratégia de captação de recursos para financiar seus empreendimentos focada em fundos de pensão e outros tipos de investidores institucionais, concebendo produtos voltados para atender às exigências de investidores desse perfil. A empresa também pode ser considerada um elo entre o setor imobiliário brasileiro e o mercado financeiro internacional. O grupo estruturou recentemente alguns fundos de investimento baseados nos Estados Unidos (equity funds) com o propósito de captar recursos para investir no mercado imobiliário brasileiro, desenvolvendo e gerenciando empreendimentos cujos fluxos de receita gerados pelo aluguel ou venda das unidades produzidas remuneram esses veículos de investimento (PEREIRA, 2015, p.242).

Como uma típica representante do capital financeiro imobiliário, tal qual definimos nessa dissertação, é de se esperar que a empresa continuará seguindo este roteiro em sua atuação no âmbito da OUCPM, ao qual foi acrescentado mais um elemento de conexão entre o mercado imobiliário e o financeiro, o CEPAC.

A Tishman Speyer vem se configurando como uma das principais incorporadoras atuantes no projeto e figura como a maior compradora de CEPAC entre os CEPAC já vinculados. Seus projetos estão também entre os primeiros a serem desenvolvidos, contando com três empreendimentos nos limites da OUCPM até o momento. São eles: o Port Corporate Tower, Lumina Residence e o Pátio da Marítima.

⁸⁵ Habitualmente as empresas se referem aos empreendimentos de alto padrão como padrão “Triple A” e padrão ou classe “AAA”, e também adotamos essas designações adiante.

Figura 22 - Port Corporate



Fonte: <http://tishmanspeyer.com.br/comercial/port-corporate-tower>. Acesso em 12/07/2016

O Port Corporate foi desenvolvido em um terreno originalmente privado localizado no setor N da OUCPM, no qual não se exige a utilização de CEPACs. Porém, a execução do empreendimento exigiu o pagamento de outorga onerosa de mudança de uso, pois a área do empreendimento é definida pelo zoneamento como de uso industrial. Cabe atentar para o padrão desse empreendimento: edifício comercial de lajes corporativas classe AAA com 20 andares destinados a locação. O projeto tem 38.379,60 m² de área total edificada e foi inaugurado em 2014 com a presença do prefeito Eduardo Paes, que aproveitou para reforçar o discurso de que o projeto do Porto Maravilha não conta com gastos públicos: “Em nome dos cidadãos cariocas agradeço à Tishman Speyer por acreditar nesse projeto e construir aqui esse empreendimento, em uma parceria público-privada, sem gastar dinheiro público”⁸⁶.

Interessante notar que a descrição do empreendimento no site da Tishman Speyer chama atenção para a renovação da área pelo Porto Maravilha, que estaria preparando a cidade para os eventos da Copa do Mundo e das Olimpíadas, e “atraindo investimentos internacionais e empresas globais para a cidade”. O mercado favorável “juntamente com sólido investimento privado e **público**” estariam acelerando os investimentos em infraestrutura e o plano de renovação da área. Diz ainda que “a zona portuária se tornou um destino importante para investimentos **públicos** e privados” (grifos nossos)⁸⁷.

⁸⁶ Helena, Soares. Rio recebe primeiro empreendimento corporativo do Porto Maravilha.2014. Disponível em: <http://www.rio.rj.gov.br/web/guest/exibeconteudo?id=5088189>. Acesso em:27/03/2016.

⁸⁷ Disponível em: <http://br.tishmanspeyer.com/properties/port-corporate-tower>. Acesso em:27/03/2016.

Figura 23 - Pátio da Marítima (renderização)



Fonte: Skycraper City

Figura 24 - Pátio da Marítima (fotos)



Fonte: fotos do autor (14/08/3016).

Em 2013 a Tishman Seyper iniciou a construção do empreendimento Pátio da Marítima. Segundo o relatório trimestral das atividades do FIIPM referente ao primeiro trimestre de 2016, a evolução físico-financeira das obras se encontra com 56,90% do projeto

já concluído (FIIPM, 2016a, p. 6). A construtora HOCHTIEF do Brasil, filial brasileira da empresa pertencente ao grupo internacional Zech Group, é a responsável pela construção do edifício. O empreendimento é composto por dois grandes edifícios comerciais de lajes corporativas de alto padrão em de 21 andares, destinado à locação. Segundo informação da CDURP, a área total edificável (ATE) adicional é de 97.244,72 m².

Seguindo o receituário praticado pela empresa, foi contratado para projetar o empreendimento o escritório do famoso arquiteto britânico Norman Foster, expoente internacional da chamada arquitetura de grife (ARANTES, 2010 *apud* PEREIRA, 2015, p. 238).

A negociação para a construção deste edifício se deu em associação ao FIIPM. O empreendimento está localizado no terreno também chamado de Pátio da Marítima (abordado na dimensão *urbanístico-fundiária*), na Avenida Rodrigues Alves nº 515, originalmente de propriedade da União (da extinta Rede Ferroviária Federal S.A) e adquirido pelo FIIPM. Assim, a negociação se deu por meio do que se chama de permuta física, entre o FIIPM e a SPE “TS-19 Participações Ltda.”, controlada pela Tishman Speyer. O fundo permutou o terreno e os CEPACs necessários e em contrapartida se tornou proprietário de 22% da área construída do empreendimento. O valor atribuído aos 194.490 CEPACs utilizados pelo empreendimento foi de R\$ 229.317,00⁸⁸, o que resulta em um valor unitário de R\$ 1.179,07. Este investimento se encontra nas demonstrações financeiras referente ao exercício de 2015 sob a rubrica de “imóveis destinados para renda – em construção” no valor de R\$ 300.657.000,00.

Essa é a maior negociação de CEPACs envolvendo um único empreendimento entre os já vinculados, e representa 3,02% do estoque total de CEPACs da OUC.

⁸⁸ Inicialmente, foram negociados 257.257 CEPACs ao valor de R\$ 303.323,00. Posteriormente o projeto foi ajustado, sendo ajustada também a quantidade de CEPACs, não sendo negociados 62.767 desses títulos. O fundo registrou este ajuste como “Ganhos com devolução da CEPACs” no valor de R\$ 74.006.000,00. Em ambos os cálculos o valor unitário atribuído aos títulos é R\$ 1.179,07. Deste modo, ao fim, foram negociados de fato 194.490 CEPACs ao valor de R\$ 229.317,00, o que representa o mesmo valor unitário. Estas informações se encontram nos demonstrativos financeiros do fundo, respectivamente, de 2013 e 2014.

Figura 25 – Lumina Residence

Fonte: Pereira (2015, p. 241).

Em 2015, a Tishman Speyer anunciou a construção de outro empreendimento dentro dos limites da OUCPM, o Lumina Residence. Inspirado em outro empreendimento homônimo desenvolvido pela empresa em São Francisco (EUA), é o primeiro empreendimento residencial da Tishman no Rio de Janeiro. A versão brasileira, assim como o original, pretende alcançar um público de alta renda com instalações de luxo. Assim, o projeto prevê a construção de um residencial de alto padrão, em um conjunto de quatro torres e 1.440 unidades ao todo. Prevê também a construção de algumas lojas e por isso foi negociada uma pequena quantidade de CEPAC de uso não-residencial⁸⁹.

O Lumina será desenvolvido em dois terrenos na avenida Venezuela separados pela rua Souza e Silva. Os terrenos estão entre aqueles do Decreto Federal de 10 de setembro de 2013, que autoriza o Município do Rio de Janeiro a declarar de utilidade pública 14 terrenos da Companhia DOCAS para fins de desapropriação. Um deles, localizado na avenida Venezuela nº 232 a 264, foi o último terreno integralizado no patrimônio do FIIRP

⁸⁹Sobre as características do projeto, ver também a reportagem disponível em: <http://www.portomaravilha.com.br/noticiasdetalhe/3728>. Acesso em: 27/03/2016.

destacado na seção anterior. O outro está situado na mesma avenida nos números 194 a 224.

Não temos muitas informações sobre este empreendimento, já que não constam negociações os envolvendo nos demonstrativos financeiros do FIIPM.

Porém, uma parte do empreendimento, está em fase inicial de construção e já estão atribuídos 39.348 CEPACs vinculados a este empreendimento, sendo 35.508 de uso residencial e 3.840 de uso não-residencial, segundo informações da CDURP. Ainda segundo a Companhia, o titular destes CEPACs é a SPE TS 16 Participações Ltda., que apuramos ser uma subsidiária da Tishman Speyer. Assim, não foi possível até o momento obter maiores informações sobre os valores envolvidos nesta transação.

Por fim, cabe reafirmar que a atuação da empresa analisada aqui se dá por meio de fundos de investimentos fechados (*private equity fund*), o que dificulta a obtenção de maiores informações. Ainda assim, é possível inferir que é por meio dessa estratégia que foram captados os recursos para os investimentos nos empreendimentos da empresa aqui analisados. Em seu sítio na Internet⁹⁰ há informações que mostram que os investimentos no âmbito do Porto Maravilha foram realizados através do “Tishman Speyer Brazil Fund III”.

O Tishman Speyer Brazil Fund III (Brasil Fundo III) foi fechado em 2012 com R\$ 756 milhões em investimento de capital. O Fundo Brasil III adotou uma estratégia de desenvolvimento e reforma de edifícios corporativos de qualidade internacional, empreendimentos industriais e residenciais para venda. O fundo adquiriu cinco empreendimentos em mercados alvo, como Porto Maravilha no Rio de Janeiro, São Paulo e Belo Horizonte.

Na descrição dos investimentos realizados pelos fundos “Tishman Speyer Brazil Fund” e “Tishman Speyer Brazil Fund II”, há menção a investimentos em imóveis no Rio de Janeiro sem, contudo, mencionar o Porto Maravilha. A SPE Ts-16 Participacoes Ltda. é uma empresa de propriedade do “Tishman Speyer Brazil Fund III”⁹¹.

Os empreendimentos do Grupo Odebrecht

Outro empreendimento de grande vulto iniciado na área da OUCPM é o Porto Vida Residencial.

Embora não estivesse previsto nenhum empreendimento ligado aos Jogos Olímpicos de 2016 para a região quando da candidatura do Rio de Janeiro para sediar o evento, posteriormente foi articulado pela prefeitura o desenvolvimento de um imenso projeto para uma área que abrangia vários terrenos originalmente públicos ao longo da avenida Francisco Bicalho, denominado Porto Olímpico. O empreendimento inicialmente previa a construção de vários edifícios de múltiplos usos (residenciais, comerciais, hotéis, centro de compras e centro de convenções). Parte do empreendimento seria utilizado nos Jogos como

⁹⁰Disponível em: <http://br.tishmanspeyer.com/expertise/opportunity-funds>. Acesso em: 27/03/2016.

⁹¹ Disponível em: <http://www.consultasocio.com/g/sa/tishman-speyer-brazil-iii-scots-l>.

a vila dos árbitros e da mídia, e, passado o evento, seriam entregues aos possíveis compradores das unidades residenciais. Ainda na fase de elaboração do projeto, foi promovido um concurso pelo Instituto dos Arquitetos do Brasil – RJ e estruturada uma linha de financiamento especial para servidores municipais por meio do Instituto de Previdência e Assistência do Município do Rio de Janeiro (Previ-Rio). Com isso, a estratégia da prefeitura era associar o Porto Maravilha como um legado dos Jogos e ainda promover a “revitalização” área se valendo de um empreendimento ao qual já estava obrigado a construir (PEREIRA, 2015, p. 249).

Contudo, a vila dos árbitros e da mídia foi novamente transferida para região da Barra da Tijuca, onde estava prevista originalmente, voltando o empreendimento a ser um empreendimento comum, ficando reduzido ao Residencial Porto Vida e a um hotel da bandeira Holiday Inn.

O residencial Porto Vida está sendo desenvolvido pela SPE IOTA Empreendimentos Imobiliários S.A., que posteriormente passou a se chamar Porto 2016 Empreendimentos Imobiliários S.A. (PEREIRA, 2015, p. 249). Trata-se de um consórcio formado pelas empresas Odebrecht Realizações Imobiliárias S.A., OAS Empreendimentos S.A., ZI Participações, holding de investimentos do grupo Carioca Engenharia, e REX Empreendimentos Imobiliários IV Ltda., do Grupo EBX. Ou seja, as empresas que formam o consórcio Porto Novo, responsável pelas obras de “revitalização” da OUCPM, se associaram à empresa EBX, do empresário Eike Batista, para o desenvolvimento desse projeto⁹².

Para a negociação do terreno e da quantidade de CEPAC necessários, o FIIPM se associou à Porto 2016 através de mais uma permuta física. Neste acordo, o FIIPM cedeu uma parcela do terreno da Praia Formosa e 68.631 CEPACs (66.872 foram vinculados ao uso residencial e 1.759 ao uso não-residencial) e em contrapartida se tornou proprietária de 26,16% da área construída do empreendimento. A quantidade de CEPAC envolvida nessa negociação representa 1,07% do total da OUCPM.

⁹² A denominação da SPE que desenvolve o projeto varia conforme a fonte. Na planilha de CEPAC vinculados da CDURP aparece como titular dos títulos a SPE Porto 2016, mas no mapa interativo no site da Companhia consta a SPE IOTA Empreendimentos Imobiliários. No Diário Oficial do Município do Rio de Janeiro 14 de Fevereiro de 2014 (http://doweb.rio.rj.gov.br/ler_pdf.php?edi_id=2326&page=52) faz referência às duas SPEs e ainda à Solace Empreendimentos Imobiliários S.A, da seguinte maneira: “IOTA Empreendimentos Imobiliários (SOLACE - Porto 2016)”. Nos demonstrativos financeiros do FIIPM aparece apenas a denominação Porto 2016. Segundo balanço patrimonial da Odebrecht Realizações referente ao ano de 2014 (https://www.imprensaoficial.com.br/DO/BuscaDO2001Documento_11_4.aspx?link=/2015/empresarial/abril/24/pag_0016_AL8KVHGNIKV7OeAF8DGG5JUP1IS.pdf&pagina=16&data=24/04/2015&caderno=Empresarial&pagina_ordenacao=100016) a empresa possuía 37,5% da Solance. Não foi possível identificar a atual estrutura acionária da SPE Porto 2016. Resta, assim, dúvidas quanto à participação acionária da empresa de propriedade do empresário Eike Batista, já que várias empresas do Grupo EBX entraram em processo de recuperação judicial em 2013. A OAS S.A. também passa por processo de recuperação judicial e se comprometeu com a venda de 80% da OAS Empreendimentos S.A. em seu pedido que foi deferido em 1 de abril de 2015.

O projeto do Porto Vida consiste em um empreendimento composto por 10 torres, contando com 1.333 apartamentos e 33 lojas comerciais, com uma área total edificável adicional de 71.897,52 m². No entanto, após seu lançamento o projeto foi paralisado em março de 2014, quando a evolução físico-financeira do projeto estava em 25,94%. Até o momento não houve nenhum avanço na execução do projeto, que passa por adaptações e reformulação de seu cronograma físico-financeiro (FIIPM, 2016a, p. 2).

Figura 26 - Porto Vida

Fonte: UOL Notícias⁹³ (primeira foto) e foto do autor (14/08/2016).

Segundo os demonstrativos financeiros do FIIPM, no momento da negociação, registrada em 24/05/2013, o valor atribuído aos CEPAC na permuta foi de R\$ 77.695.000,00, o que corresponde a um valor unitário de R\$ 1.132,07. Ao terreno foi estipulado na mesma data o valor de R\$ 28.168.000,00, e o valor da permuta (ou seja 26,16% do empreendimento) foi contabilizado em R\$ 140.382.000,00, resultando com um ganho de R\$ 34.519.000,00 (diferença entre valor da permuta e a soma dos valores do terreno e dos CEPAC). Nos anos seguintes houve ajustes contábeis nos valores deste ativo.

⁹³ Disponível em: <http://noticias.uol.com.br/cotidiano/ultimas-noticias/2015/02/11/unico-projeto-residencial-do-porto-maravilha-rj-tem-obra-parada-ha-um-ano.htm#fotoNav=3>. Acesso em: 20/04/2016.

No exercício de 2015, o valor atribuído a este ativo era de R\$ 96.838.000,00. Assim, foi identificada a “desvalorização” do ativo frente ao valor avaliado como realizável no mercado, ou uma redução do valor recuperável do ativo, tanto em 2014 quanto em 2015, o que nos demonstrativos financeiros chama-se de *impairment*⁹⁴.

Este investimento se encontra sob a rubrica de “imóveis destinados para venda - em construção” nos demonstrativos financeiros do FIIPM.

A paralisação deste empreendimento revela as alterações do mercado imobiliário na cidade, com expectativas bem menores atualmente frente ao momento em que o empreendimento foi lançado.

Esse episódio dá os primeiros sinais de dificuldade de se imprimir às atividades de desenvolvimento imobiliário na região portuária o ritmo que se estimou inicialmente, em especial no caso de empreendimentos residenciais. Embora os representantes da Prefeitura e do FII Porto Maravilha venham minimizando o problema em declarações dadas à imprensa essa dificuldade tende a se agravar num cenário de crise econômica e escasseamento de crédito para a compra de imóveis no país (PEREIRA, 2015, p. 252).

Figura 27 - Holiday Inn Porto Maravilha



Fonte: foto do autor (14/08/3016)

Em outra fração desmembrada do terreno da Praia Formosa, está sendo construído um edifício que receberá um “empreendimento hoteleiro composto por 594 unidades,

⁹⁴ A tradução literal do termo seria deterioração, contudo não se refere somente à deterioração física do ativo e se aplica a ativos imobilizados e também a ativos intangíveis. Em termos contábeis se entende por *impairment* a desvalorização, que pode ocorrer em função da depreciação do bem, mas também em função do ajuste da expectativa do valor de realização do bem no mercado. Parece ocorrer as duas coisas no caso do Porto Vida, já que existe tanto uma alteração nas expectativas do mercado imobiliário, que são hoje mais baixas que no ano em que o negócio foi realizado, além de haver uma depreciação física do empreendimento, já que suas obras foram interrompidas.

dividido em duas categorias, sendo 244 quartos da categoria *midscale* e 350 quartos de categoria econômica. Adicionalmente, o empreendimento prevê um business center com 905 m² (FIIPM, 2016a, p. 4). Trata-se do empreendimento denominado Holiday Inn Porto Maravilha, administrado portanto pela rede Holiday Inn, que pertence ao grupo hoteleiro inglês Intercontinental Hotels Group (IHG). Segundo a planilha de CEPACs vinculados, o titular dos títulos utilizados é a SPE Odebrecht Realizações Imobiliárias RJ04 Empreendimento Imobiliário Ltda. (subsidiária integral da Odebrecht Realizações Imobiliárias), mas no mapa interativo da CDURP consta a IOTA Empreendimentos Imobiliários S.A., não tendo sido possível esclarecer se o empreendimento é desenvolvido unicamente pela SPE subsidiária da Odebrecht Realizações Imobiliária S.A. ou pelo consórcio Porto 2016 (IOTA). Contudo, apuramos que a Odebrecht Realizações Imobiliárias RJ04 Empreendimento Imobiliário Ltda. entrou com pedido de dispensa de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários junto a CVM⁹⁵ para a negociação de ativos envolvendo este empreendimento, o que nos leva a inferir que se trata de um empreendimento do Grupo Odebrecht apenas. No pedido de dispensa podemos apurar que se tratam de negociações de unidades autônomas do hotel a investidores, por meio de Contratos de Investimento Coletivo (CIC), uma modalidade de investimento chamada de *condo-hotéis*.

Certo é que, para se construir os 9.933,54 m² de área edificável adicional demandada pelo empreendimento, foram utilizados 8.278 CEPACs. A negociação seguiu os mesmos moldes do Porto Vida, ou seja, trata-se de uma permuta física em que o fundo se tornou proprietário de 23,00% da área construída do empreendimento em contrapartida à cessão dos CEPACs e do terreno. Aos CEPACs foram atribuídos o valor de R\$9.760.000,00, portanto com um valor unitário de R\$ 1.179,03 e ao terreno R\$ 7.471.000,00, sendo o valor da permuta registrado em R\$ 39.081.000,00, com um ganho de R\$ 21.850.000,00, na data da negociação (FIIPM, 2013, p. 23). Também neste negócio foi registrado *impairment*, ficando seu valor registrado em 2015 em R\$ 37.125.000,00. Este investimento também se encontra sob a rubrica de “imóveis destinados para venda - em construção” nos demonstrativos financeiros do FIIPM.

O Grupo Odebrecht também está desenvolvendo outro grande empreendimento imobiliário na OUCPM, o Porto Atlântico Business Square. O projeto está dividido em duas partes, Porto Atlântico Leste e Porto Atlântico Oeste, e abrange três terrenos “situados respectivamente na Rua Equador, 43 (Porto Atlântico Leste) e Rua Cidade de Lima, n.º 86, 102, 132 e 166 (Porto Atlântico Oeste), separadas pela Avenida Professor Pereira Reis, no bairro Santo Cristo” (FIIPM, 2016a, p. 2).

⁹⁵ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2014/9267-0.pdf>. Acesso em: 02/04/2016.

Figura 28 - Porto Atlântico Business Square (renderização)



Fonte: investanoporto.com.br

O Porto Atlântico Oeste prevê a construção de três torres corporativas que “terão escritórios e espaços para convenções, todos com padrão Triple A”, sendo que uma delas abrigará sede do Grupo Odebrecht no Rio de Janeiro⁹⁶ e já se encontra em fase final de execução. A construção das outras duas torres ainda não foi iniciada.

Já o Porto Atlântico Leste está em fase final de execução, atingindo 90,19% de seu cronograma físico-financeiro, segundo o relatório trimestral de atividades do FIIPM referente ao primeiro trimestre de 2016. Esta parte do projeto é composta por três torres: uma torre que abrigará dois hotéis das bandeiras Ibis e Novotel, uma torre corporativa e uma de salas comerciais. O Porto Atlântico Leste foi lançado em 2013 e, segundo informações do sítio na internet da Odebrecht, “teve todas suas unidades de varejo vendidas em 48 horas”⁹⁷.

A estrutura societária que envolve o Porto Atlântico Business Square é bastante complexa e conta com a participação da Odebrecht Realizações Imobiliárias e Participações S.A. (OR), da incorporadora carioca Performance Empreendimentos Imobiliários Ltda. (Performance) e do FIIPM.

Para o desenvolvimento do Porto Atlântico Oeste a foi constituída a SPE Askella Empreendimentos Imobiliários S.A, que tem 75% de seu capital social pertencente à OR⁹⁸ e

⁹⁶ Disponível em: <http://odebrecht.com/pt-br/comunicacao/releases/em-busca-de-qualidade-empresas-tendem-a-migrar-para-o-porto-maravilha>. Acesso em: 02/04/2016.

⁹⁷ Disponível em: <http://odebrecht.com/pt-br/comunicacao/releases/em-busca-de-qualidade-empresas-tendem-a-migrar-para-o-porto-maravilha>. Acesso em: 02/04/2016.

⁹⁸ Disponível em: https://www.imprensaoficial.com.br/DO/BuscaDO2001Documento_11_4.aspx?link=/2015/empresarial/abril/24/pa

os 25% restante de propriedade da Performance, através de sua subsidiária Performance Porto Real Empreendimentos Imobiliários Ltda.. Já o FIIPM participa através da Oeste Maravilha Empreendimento Imobiliário Ltda., empresa cujo o Fundo adquiriu 1.199 cotas em 2013, no valor total de R\$1.199,00. Ocorre que a empresa Oeste Maravilha se encontra em fase pré-operacional e não apresentou movimentação alguma até o final exercício de 2015 (FIIPM, 2016b, p. 23). Como o edifício que abrigará a sede da Odebrecht já se encontra em execução e a SPE vinculada ao seu desenvolvimento é a Edifício Odebrecht S.A., isso nos levar a crer que o FIIPM não tem participação societária nesse edifício, sendo realizada apenas a venda dos CEPACs demandados, mas participará, por meio da Oeste Maravilha, das outras torres ainda a serem construídas. As cotas da Oeste Maravilha constam sob a rubrica de “Ações de companhias fechadas” no patrimônio do FIIPM.

O arranjo da construção do edifício da sede da Odebrecht merece ser mencionado. Ele está sendo construído na modalidade *built to suit*, envolvendo duas subsidiárias do grupo, a Odebrecht Properties (OP) arrendatária do edifício, por meio da SPE de sua propriedade denominada Edifício Odebrecht RJ S.A, e a Askella, que é a construtora do edifício. O termo *built to suit* é utilizado para designar uma modalidade contratual em que uma empresa se compromete com a construção de um edifício para atender demandas específicas de outra determinada empresa que será a locatária do edifício, mediante o contrato de locação já pré-determinado, em geral de longo prazo.

Figura 29 - Edifício Odebrecht

Fonte: foto do autor (14/08/3016).

O edifício objeto do contrato de *built to suit*, tem uma área total edificável adicional de 12.160,85 m², o que demandou 20.269 CEPACs. Esses títulos foram adquiridos junto ao FIIPM mediante um contrato particular de compra e venda, registrado no balanço do exercício de 2014 do Fundo. Não é possível ter acesso a este contrato. Como o demonstrativo financeiro do Fundo anota apenas o total de CEPACs vendidos no exercício, e como ocorreu outra venda de CEPACs em 2014, podemos fazer apenas uma estimativa do valor unitário de tais títulos. Assim, o total de CEPACs vendidos no ano de 2014 foi de 29.071 (ou seja, o total demandando por este empreendimento somado à outra venda realizada) no valor total de R\$ 42.534.000,00, correspondendo ao valor unitário de R\$ 1.463,11.

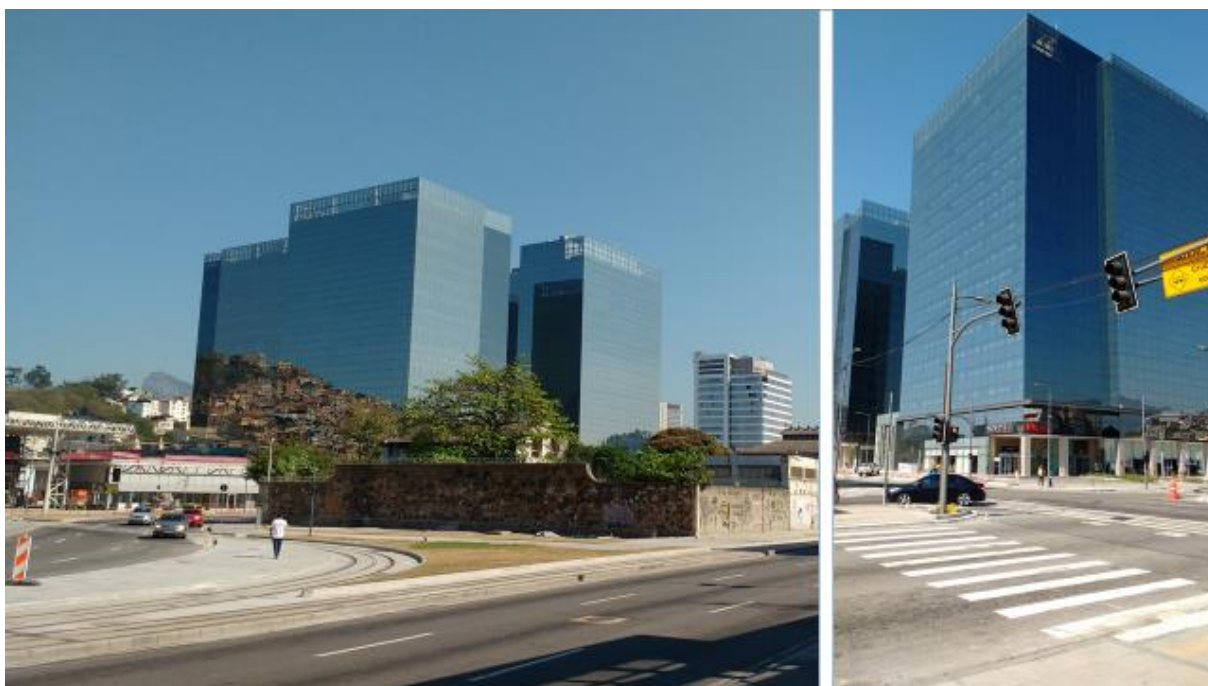
Outro fato relevante é que a operação de *built to suit*, propiciou a securitização dos recebíveis gerados, por meio da emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). A operação envolveu, ainda, lastreadas no edifício, a emissão de Cédulas de Crédito Bancário (CCB) e Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI), que por sua vez servem de lastro ao CRI. Também as instituições do Itaú Unibanco S.A e a Nova Securitizadora S.A., além da Pentágono S.A Distribuidora de Títulos e Valores Imobiliários, participaram da emissão dos CRIs, cuja série tem o valor total de R\$224.700.000,00. Estas informações foram obtidas a partir do Termo de Securitização⁹⁹, documento obrigatório para a emissão dos CRI.

⁹⁹ Disponível em: http://pentagonotrustee.com.br/Files/Series/ac5ca1ac-5d60-45f6-b4a2-a463496b01dc_Termo%20de%20Securitiza%C3%A7%C3%A3o.pdf. Acesso em: 02/04/2016.

A amortização dos CRIs emitidos foi atrelada aos fluxos de receita a serem gerados pela locação do edifício pela Odebrecht Properties. Essa subsidiária do grupo basicamente comprou o edifício a ser construído por uma sociedade integrada por outra subsidiária do grupo – a Odebrecht Realizações Imobiliárias –, financiando essa transação por meio da securitização dos fluxos de recebíveis a serem gerados pelo aluguel do edifício por ela mesma. Assim, a empresa organizou uma das chamadas operações de securitização do tipo built to suit, valendo-se dessa alternativa para evitar a imobilização de capital em instalações físicas. Para a subsidiária do grupo envolvida em sua incorporação – a Odebrecht Realizações Imobiliárias –, essa transação significou a realização antecipada do lucro envolvido nessa empreitada (PEREIRA, 2015, p.247).

O desenvolvimento do Porto Atlântico Leste também está sendo realizado em parceria entre a OR, Performance e FIIPM, por meio do Consórcio Porto Atlântico Leste (FIIPM, 2016b, p. 23).

Figura 30 - Porto Atlântico Leste¹⁰⁰



Fonte: fotos do autor (14/08/3016).

Para integrar este consórcio a OR e Performance constituíram outra SPE, denominada Arrakis Empreendimento Imobiliário Ltda., também com a participação societária dividida em 75% e 25%, respectivamente, entre estas empresas.

Já o FIIPM participa mediante a SPE Leste Maravilha Empreendimento Imobiliário Ltda.¹⁰¹, da qual possui 99,80% de seu capital social, registrada no patrimônio do Fundo sob a rubrica “ações de companhias fechadas”. Em dezembro de 2012, o Fundo adquiriu uma pequena quantidade de cotas desta SPE e, uma semana depois, aumentou sua participação

¹⁰⁰ É interessante observarmos o Morro da Providência refletido na fachada das torres. O edifício branco ao fundo é o Edifício Odebrecht. Nos terrenos entre eles é que serão construídas as torres do Porto Atlântico Oeste.

¹⁰¹ A SPE tinha a denominação de M.L.D.S.P.E. Empreendimentos e Participações, sendo posteriormente alterada.

por meio do aporte 31.187 CEPACs, ao valor unitário de R\$1.132,00, que foram, então, vinculados ao Porto Atlântico Leste. Porém, para construir os 42.277,46 m² de área adicional prevista para o empreendimento foram precisos o total de 57.273 CEPACs. Contudo, a exata diferença necessária de CEPACs (26.086) já havia sido adquirida pela Arrakis junto ao Banco Votorantim S.A., que por sua vez havia os adquiridos em leilão realizado pelo FIIPM.

Dentre as formas de negociação de CEPAC pelo FIIPM, o leilão no mercado secundário da BM&FBOVESPA em setembro de 2012 nos chamou atenção. Não pelo volume de títulos negociados, já que apenas uma parcela ínfima destes títulos foi ofertada, e sim pelo processo se desenrolou a partir dessa negociação.

Este foi o único leilão realizado até o momento pelo FIIPM e foram ofertados 100.000 CEPAC, o que representa apenas 1,55% dos 6.436.722 emitidos para a OUCPM. Em certo sentido, é possível considerar que este leilão não obteve sucesso, já que foram vendidos apenas 26.086 CEPACs, ou seja 26,08% do que foi ofertado neste leilão e 0,41% do total de CEPACs da OUCPM. O preço unitário mínimo para aquisição dos CEPACs, que foi o valor de fato apurado, foi estipulado em R\$ 1.150,00, somando um total de R\$ 29.998.900,00 arrecadado pelo fundo.

Sobre a intenção do Fundo na realização deste leilão, a gerente executiva da GEMOB da CAIXA, órgão que administra o fundo, disse o seguinte, em entrevista a esta pesquisa:

Esse leilão, foi uma ideia nossa de fazer um leilão e tentar chamar mercado, não teve nenhum fim específico, era marcar o preço do CEPAC e mostrar pro mercado que estava à venda, estava disponível (Laiza Santa-Rosa).

O Banco Votorantim S.A. foi quem adquiriu estes CEPACs, atuando como um intermediário, vendendo os títulos à Arrakis, e realizando ganhos financeiros nesta operação.

A partir das obrigações decorrentes da compra e venda de CEPAC devidos pela Arrakis foram emitidos e negociados CRIs, da maneira narrada a seguir.

Pela compra dos CEPACs, a Arrakis se obrigou ao pagamento de R\$ 44.641873,55, em quatro parcelas, sendo cerca de 75% do valor devido apenas no último vencimento, em outubro de 2016. Lastreado nestes valores, o Banco emitiu uma Cédula de Crédito Imobiliário (CCI), cedida à Brazilian Securities Companhia de Securitização S.A., que por sua vez, lastreado na CCI emitiu os CRIs no valor de R\$ 30.588.76,00, vendidos ao mercado. Os recursos decorrentes da venda desses últimos títulos no mercado são, então, devidos pela securitizadora ao Banco em contrapartida à cessão da CCI. Estas informações também foram obtidas a partir do Termo de Securitização.

Assim, ainda que irrelevante quantitativamente, o leilão expõe os mecanismos da securitização de títulos imobiliários e o avanço da financeirização sobre o mercado

imobiliário por meio das inovações financeiras implementadas pela legislação que institui o Sistema Financeiro Imobiliário, descrita no capítulo 3. Há, neste caso, aspectos importantes que corroboram com a tese da financeirização do mercado imobiliário, pois há evidências de ganhos eminentemente financeiros atrelados ao espaço urbano. O caso mostra as possibilidades criadas pelo processo de imbricação entre capital financeiro e capital imobiliário, sendo as inovações financeiras o amálgama deste processo. Expõe, também, os mecanismos de atuação do capital financeiro imobiliário, enquanto fração do capital financeiro, e a geração de capital fictício, conforme debatido no capítulo 1.

Para a Arrakis, o arranjo da negociação permite que ela deixe de imobilizar seu capital nos CEPACs vinculados ao seu empreendimento. O banco e a securitizadora realizam seus ganhos financeiros.

Conforme já afirmamos anteriormente, só é permitido especular no mercado secundário com os CEPACs adquiridos mediante leilão. E na única oportunidade de outros agentes além do FIIPM especularem com o título no âmbito da OUCPM, esta especulação foi confirmada. Além disso, conforme descrevemos, o que ocorreu foi a criação de um título financeiro imobiliário, o CRI, a partir dos recebíveis originados da compra e venda de outro título financeiro imobiliário, o CEPAC. Nossa argumentação corrobora com a identificação da lógica especulativa dos CEPACs, vinculando a lógica financeira ao espaço urbano, pois que “gera-se um novo tipo de especulação imobiliária, “financeirizada”” (FERREIRA; FIX *apud* MARICATO; FERREIRA, 2002).

Essa transação é um exemplo bastante emblemático das transformações no modo de articulação entre a esfera financeira e o setor imobiliário no capitalismo contemporâneo. Ela representa uma troca entre dois ativos financeiros – CEPACs e CRIs – que têm seu conteúdo econômico lastreado por dois diferentes direitos incidentes sobre o imobiliário – o potencial adicional de construção e a expectativa de receita a ser gerada por um empreendimento –, evidenciando o processo de financeirização da produção do espaço e a abstração progressiva da forma jurídica da propriedade imobiliária (PEREIRA, 2015, p. 248).

Por outro lado, é importante ressaltar que, segundo o termo de securitização, a venda dos CEPAC pelo Votorantim à Arrankis ocorreu no mesmo dia em que o Banco os adquiriu no Leilão, em 22 de outubro de 2012. Somado a isso o fato de que o aporte do restante de CEPACs necessários ao empreendimento pelo FIIPM ocorreu em 10 de dezembro de 2012, é difícil imaginar que investimentos desse porte não estavam previamente acordados, colocando em questão até mesmo a intenção de realização do leilão destacada pela gestora do Fundo, citada acima. Assim, é preciso ponderar que este processo especulativo identificado não segue exatamente uma lógica de livre mercado.

Por fim, o caso narrado revela outro aspecto importante: a participação do fundo público no processo de financeirização do mercado imobiliário. Aqui, essa participação vai além da óbvia e essencial atuação da CAIXA em toda OUCPM por meio do FGTS, fundo

composto por poupança compulsória dos trabalhadores. Pois vejamos: o Banco Votorantim tem 50% de seu capital de propriedade do Banco do Brasil S.A, pessoa jurídica de direito privado, mas de economia mista, com 55% de seu capital de propriedade da União Federal. Já a Brazilian Securities é de propriedade integral do Banco Pan S.A., que por sua vez é controlado pela Caixa Participações S.A. e pela Btg Pactual S.A., ambos com 40,35% do capital total do Banco Pan. A totalidade do capital social da Caixa Participações S.A é de propriedade da Caixa Econômica Federal, que é uma empresa 100% pública.

Os empreendimentos que contam com a participação de empresas do Grupo Odebrecht narrados aqui, evidenciam a entrada das grandes construtoras no mercado de incorporação imobiliária, que, no caso da Odebrecht, se deu nos anos 2000, com a criação de suas subsidiárias Odebrecht Realizações e Odebrecht Properties.

Esse movimento da empresa sinaliza o enfraquecimento de uma separação historicamente estabelecida no país entre o setor de construção pesada – ligado a obras de infraestrutura e dominado por grandes empreiteiras nacionais –, e o setor de incorporação e construção de imóveis – dominado por agentes locais (PEREIRA, 2015, p. 248).

A Odebrecht tem um papel estrutural na OUCPM e se envolveu em todas as fases da Operação Urbana e de várias maneiras, seja pelos contratos de licitação e de PPP dos consórcios responsáveis pelas obras de infraestrutura, seja através de seus grandes empreendimentos imobiliários. Assim, seus interesses na área em questão vão muito além da simples captação passiva da valorização fundiária por seus empreendimentos, ou da especulação pela compra (antes da valorização) e venda (depois da valorização) de terrenos e empreendimentos. A empresa atua ativamente para promover tal valorização, aplicando massivas quantidades de capital na área e inclusive influenciando as decisões do poder público. Por isso, a empresa deve certamente ser caracterizada como um “especulador estrutural” no âmbito da OUCPM, tal qual definido por Logan e Moloch (1987).

Ainda que o Grupo Odebrecht esteja fortemente vinculado a investimentos produtivos, é possível afirmar que está integrado ao processo de globalização financeira. Seu capital é de origem nacional e familiar, mas trata-se de uma grande multinacional, presente em 27 países, nas Américas, Europa, África e Ásia. A empresa atua também através de fundos de investimentos não só no Brasil (Fundo Odebrecht Brasil, Odebrecht Africa Fund e Odebrecht Latin Fund). Seu braço de investimentos imobiliários, a Odebrecht Realizações Imobiliárias, tem 14,5% de seu capital pertencente ao fundo de investimento Gávea Investimentos, o que também acontece com subsidiárias de outras áreas. Além disso, faz uso de instrumentos típicos do mercado financeiro imobiliário, conforme comprovamos para o caso de sua atuação nos empreendimentos desenvolvidos na OUCPM.

Demais empreendimentos

Outro exemplo de empreendimento corporativo de alto padrão desenvolvido por fundos investimos imobiliários é o Vista Guanabara¹⁰².

Figura 31 - Vista Guanabara



Fonte: <http://www.vistaguanabara.com.br/vista-guanabara.html> (renderização à esquerda) e fotos do autor (14/08/3016).

Trata-se de um empreendimento com 17 pavimentos, além do andar de acesso, de 4 de garagens elevadas e dos subsolos. Desenvolvido em uma única torre, o edifício tem um formato arquitetônico emblemático em formato de “X”. O site de divulgação do empreendimento destaca que “o Vista Guanabara não é apenas um novo prédio **que imprime progresso e arquitetura cosmopolita**, ele gera conforto e proporciona facilidades aos usuários”¹⁰³ (grifos nossos). O empreendimento foi projetado pelo escritório internacional de arquitetura Kohn Pedersen Fox Associates (KPF) com sede em Nova Iorque, em parceria com o escritório brasileiro AQR&URB projetos, do Arquiteto Edmundo Musa. O Empreendimento conta também com um selo de construção sustentável de padrão internacional.

O empreendimento, já praticamente finalizado, foi desenvolvido pelos fundos de investimentos GTIS Partners e Autonomy Investimentos & Affiliates e está localizado na rua Barão de Tefé nº 34.

¹⁰² Em outros estudos este empreendimento aparece também com o nome de Edifício Barão Tefé.

¹⁰³ <http://www.vistaguanabara.com.br/vista-guanabara.html#plantas>

GTIS Partners é um fundo de investimentos fechado criado em 2005 voltado para ativos imobiliários, que administra aproximadamente 3,2 bilhões de dólares em ativos. O fundo está sediado em Nova York, e atua nos EUA e no Brasil¹⁰⁴. A atuação do fundo no Brasil se dá de maneira semelhante à desenvolvida pela Tishman Speyer, com a captação de recursos no mercado financeiro estadunidense através da constituição de fundos de investimento¹⁰⁵. “Seu modelo de negócio é baseado no desenvolvimento de produtos imobiliários de alta rentabilidade e na venda dos recebíveis a serem gerados pelos empreendimentos para fundos de private equity” (PEREIRA, 2015, p. 244).

Já a Autonomy é o braço imobiliário no Brasil do fundo britânico Autonomy Capital Research LLP, este fundado em 2003 por Robert Gibbins. O fundo brasileiro foi fundado em 2006, em associação com o ex-diretor da Tishman Speyer no Brasil Roberto Miranda de Lima¹⁰⁶. A Autonomy Investimentos está sediada em São Paulo e “possui mais de \$750 milhões em capital gerido ou comprometido para projetos imobiliários”¹⁰⁷.

A construção do Vista Guanabara contou com a construtora HOCHTIEF do Brasil (PEREIRA, 2015, p. 244), pertencente ao grupo internacional Zech Group.

Para o desenvolvimento do empreendimento foi constituída a SPE GTIS Barão de Tefé Empreendimentos Imobiliários Ltda., que é a empresa que consta como titular dos 66.200 CEPACs demandados pela área edificada adicional de 26.479,54 m². O empreendimento tem um porte relevante, sendo a quantidade de CEPACs consumida equivalente a 1,03% do total da OUCPM. Segundo o que apuramos nos demonstrativos financeiros do FIIPM, os títulos foram adquiridos mediante contrato de compra e venda diretamente com a SPE citada acima, sendo a maior venda nestes moldes (contrato de compra e venda celebrado diretamente entre a SPE e o FIIPM) até o momento. Praticamente a totalidade da venda foi realizada em 2013, 66.162 CEPAC, mas em 2015 houve um pequeno acréscimo na área adicional do empreendimento, quando houve a venda de mais 38 CEPAC.

Novamente, não é possível ter acesso a estes contratos particulares de compra e venda de CEPACs, sendo possível, porém, atribuir o valor unitário dos títulos a partir do total vendido no ano e do valor atribuído a este montante no demonstrativo financeiro do Fundo. Assim, em 2013 ocorreu também outra venda, bem menor, de 4.355 CEPACs vinculados ao empreendimento AC Hotel Rio de Janeiro Porto Maravilha, relatada a seguir. Sendo assim, o valor dos CEPACs nestas duas operações em conjunto foi de R\$ 92.798.000,00,

¹⁰⁴ Disponível em: <https://www.gtispartners.com/overview>. Acesso em: 10/05/2016.

¹⁰⁵ Pereira (2015, p. 244) cita os fundos GTIS Brazil Real Estate Fund I, GTIS Brazil Real Estate Fund II e GTIS Brazil Real Estate Fund III

¹⁰⁶ Disponível em: www.cfasociety.org/brazil/irc/Documentos%20da%20Competio/Institucional%20Set%2008%20PORT%20-%20MRV.pdf. Acesso em: 10/05/2016.

¹⁰⁷ Disponível em: <http://autonomyinvestimentos.com.br/our-firm>. Acesso em: 10/05/2016.

resultando em um valor unitário de R\$ 1.315,97. Já em 2015 ocorreu apenas a venda dos 38 CEPACs adicionais ao Vista Guanabara, aos quais foi atribuído um valor total de R\$ 68.000,00, ou seja, um valor unitário de R\$ 1.789,47.

Figura 32 - AC Hotel Porto Maravilha



Fonte: foto do autor (14/08/3016).

O AC Hotel Rio de Janeiro Porto Maravilha está localizado na rua Equador nº 506 (via Binário do Porto) esquina com a rua Cordeiro da Graça. Trata-se de uma torre hoteleira de padrão quatro estrelas com aproximadamente 252 unidades. O empreendimento é operado pela rede Marriott, de capital estadunidense e já se encontra em funcionamento. Este é um empreendimento de menor porte com uma área total edificada adicional de 4.158,40 m², sendo o menor entre os empreendimentos tratados aqui.

Segundo a planilha de CEPACs vinculados disponibilizadas pela CDURP, o hotel foi desenvolvido pela STX Desenvolvimento Imobiliário, de propriedade do empresário Marcelo Conde, através de uma SPE subsidiária da empresa. Embora não se tenha maiores informações sobre negociações envolvendo esse empreendimento, a atuação da empresa tem se focado no desenvolvimento dos chamados condo-hotéis. Nesta modalidade, a incorporadora realiza o empreendimento a ser operado por uma marca hoteleira e suas unidades autônomas podem ser negociadas junto a investidores, sendo esta uma alternativa ao financiamento destes empreendimentos. Em 2015, houve uma flexibilização nas normas

deste tipo de investimento pela CMV, o que contribuiu para impulsionar a inversão de capital de incorporadoras nos condo-hotéis¹⁰⁸.

Contudo, no mapa interativo da CDURP o AC Hotel aparece vinculado ao empreendimento a SPE Kallas Porto Maravilha Empreendimentos Imobiliários Ltda., empresa da Kallas Incorporações e Construções S.A. de propriedade de Emilio Rached Esper Kallas. Com isso, inferimos que o empreendimento foi desenvolvido por um arranjo societário envolvendo incorporadora STX e a construtora Kallas, que também atua como incorporadora. O empreendimento aparece no portfólio das duas empresas.

Ainda em 2013, o FIIPM realizou mais uma permuta física, cedendo os 58.937 CEPACs vinculados ao empreendimento Porto Vista desenvolvido pela SPE Uirapuru Participações Ltda., e em contrapartida de 22,09% da área construída deste empreendimento. Quando foi realizada a transação, a SPE Uirapuru pertencia a incorporadora MDL Realty Incorporadora S.A., empresa do grupo do banco de investimentos Modal. Porém, em 2014 a SPE foi adquirida pelo fundo de investimentos brasileiro Global Equity¹⁰⁹, quando o empreendimento até então denominado Iconic Corporate passou a se chamar Porto Vista Corporate & Business.

Em 2008, a Global Equity criou o fundo Global Equity Properties FIP, a partir da captação de R\$ 429 milhões. Este é um fundo de investimento em participações (FIP) focado no setor imobiliário, que atua financiando a atividade de incorporação através de investimentos em SPEs para venda posterior de sua participação com a valorização acionária destas SPEs, atuação típica do que se chama de fundos de *private equity*. A SPE Uirapuru pertence ao patrimônio deste FIP¹¹⁰.

O valor atribuído ao montante de CEPACs no momento da permuta foi de R\$ 66.721.000,00, resultando em um valor unitário de R\$ 1.132,07.

O Porto Vista está localizado na avenida Rodrigues Alves nº 809 a 819 e suas obras foram interrompidas em junho de 2015 para o redimensionamento de seu cronograma físico-financeiro. Até o momento não foi registrado a retomada das obras ficando a execução de seu cronograma físico-financeiro estacionada em 5,54% (FIIPM, 2016a, p. 7). A imagem abaixo mostra o terreno deste empreendimento, que fica na esquina a frente do AC Hotel Porto Maravilha e ao terreno do empreendimento Partfib, descrito a diante.

¹⁰⁸Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/fsp/mercado/236127-companhias-de-atacado-tem-queda-de-12-no-faturamento-de-agosto.shtml>. Acesso em: 10/05/2016.

¹⁰⁹ Disponível em: <http://mdl.com.br/wp-content/themes/mdl/pdfs/2014.pdf>. Acesso em: 10/05/2016.

¹¹⁰ Ver o patrimônio deste fundo no sítio da CVM. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/?fundosreg>. Acesso em: 10/05/2016.

Figura 33 - Terreno Porto Vista

Fonte: foto do autor (14/08/3016).

O projeto do empreendimento prevê a construção de uma torre de alto padrão de lajes corporativas com 22 andares, e com a obtenção de uma certificação de sustentabilidade.

O FIIPM realizou este investimento a título de exploração do imóvel para renda, que se encontra registrado nos demonstrativos financeiros ainda como “projeto MDL” (FIIPM, 2016b, p. 25).

Em 2014, foram vinculados pela SPE Partifib Projetos Imobiliários F55 Ltda. 8.738 CEPACS ao terreno da Rua Equador nº 580, prevendo a construção de um empreendimento com área total adicional de 5.242,58 m². A SPE é de propriedade da Fibra Empreendimentos Imobiliários S.A.¹¹¹, que por sua vez é controlada pelo Banco Fibra S.A.¹¹². O Banco Fibra faz parte do grande conglomerado de capitais de origem brasileira Grupo Vicunha, vinculado à família Steinbruch. O Grupo Vicunha tem uma atuação internacional em vários setores econômicos, dos quais se destacam o siderúrgico (o grupo é controlador da CSN) e têxtil.

Pela análise dos demonstrativos do FIIPM podemos inferir que os CEPACs deste empreendimento foram adquiridos mediante contrato de compra e venda. Assim, pelo cálculo dos valores atribuídos à quantidade total vendida no exercício de 2014, mesmo ano

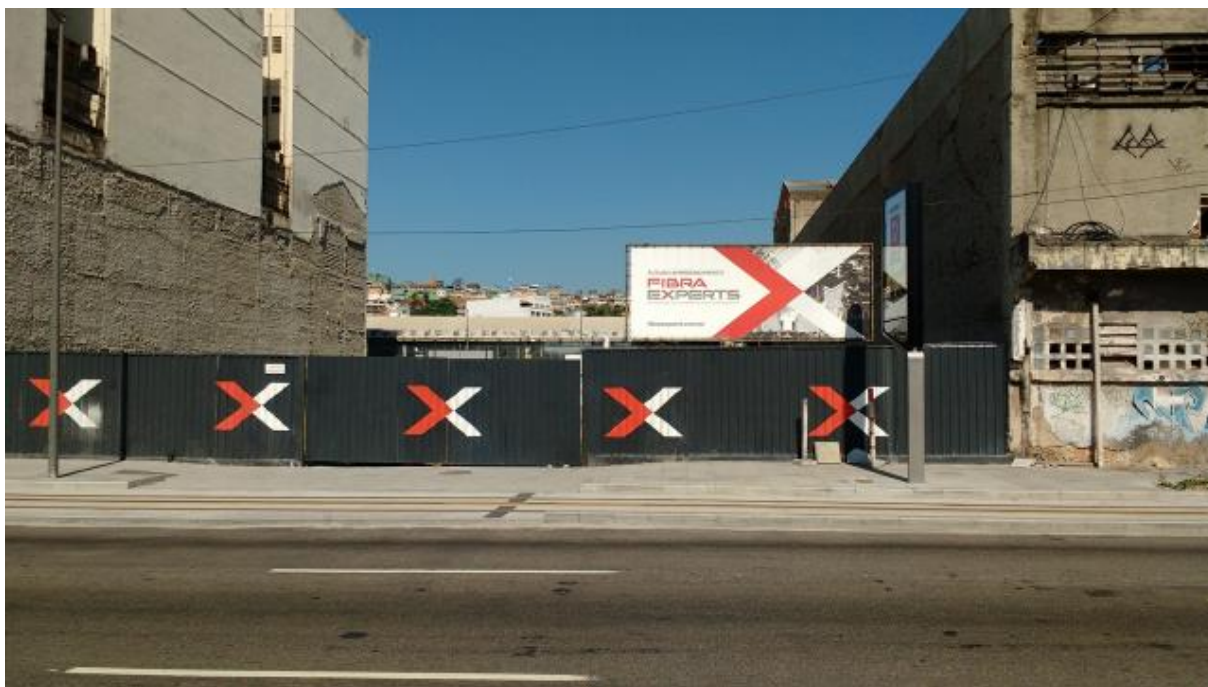
¹¹¹ Disponível em: http://www.valor.com.br/sites/default/files/upload_element/23-03-2015-fibraexperts-balanco.pdf. Acesso em: 10/05/2016.

¹¹² Disponível em: <http://www.bancofibra.com.br/media/Banco%20Fibra%20-%20Demonstra%C3%A7%C3%B5es%20Financeiras%20Dez-%202015.pdf>. Acesso em: 10/05/2016.

da venda à SPE Edifício Odebrecht S.A. (Porto Atlântico Oeste), concluímos que os CEPACs vinculados a este projeto foram negociados ao valor unitário de R\$ 1.463,11.

Embora já estejam vinculados CEPACs, o empreendimento encontra-se ainda sob fase de preliminar de estudo e não há até o momento quaisquer informações sobre o projeto além de que será um empreendimento comercial.

Figura 34 - Terreno Partifib



Fonte: foto do autor (14/08/3016).

Também em 2014, foi anunciada uma parceria entre a incorporadora JPL, do empresário José Portinari Leão, e a multinacional L'Oréal para a construção de uma nova sede da empresa. O contrato da parceria foi assinado na sede da CDURP com a presença dos executivos das empresas e do prefeito Eduardo Paes.

Figura 35 - BTS L'Oreal

Fonte: Foto do autor (14/08/3016)

O empreendimento foi concebido na modalidade *built to suit*. Assim, a incorporadora assumiu a construção do edifício mediante o compromisso de locação pela multinacional. Ele está localizado na Rua Barão de Tefé nº 27, esquina com a Avenida Venezuela nº 154 e 156. Este terreno é um dos três adquiridos pela incorporadora em leilão realizado pela prefeitura, já mencionado na seção que trata da *dimensão urbanístico-fundiária*.

O projeto da nova sede da multinacional prevê a construção de uma torre de padrão “triple A” de 22 andares, e está projetado para atender as exigências de certificações de sustentabilidade de nível internacional. A área total edificável adicional do projeto é de 15.832,41 m², o que demandou o consumo de 39.225 CEPACs.

É importante destacar que a negociação dos CEPACs deste empreendimento não consta nos demonstrativos financeiros do FIIPM, embora estejam nos relatórios trimestrais de atividade do Fundo (desde o segundo trimestre de 2015) e na planilha de CEPACs vinculados. Sendo assim, não é possível identificar os valores desta negociação. Contudo, uma vez que os relatórios trimestrais trazem informações somente sobre a evolução dos empreendimentos nos quais o Fundo mantém participação, seja através de permutas físicas ou cotas de SPEs, podemos inferir que a negociação envolveu uma destas modalidades.

O empreendimento teve suas obras iniciadas em fevereiro de 2015 e foram realizadas duas reformulações em seu cronograma físico-financeiro, que hoje tem 17,22% já executado (FIIPM, 2016a, p. 8).

Figura 36 - Trump Towers

Fonte: <http://www.trumptowersrio.com>

Embora não tenha sido confirmado oficialmente pelo FIIPM, em apresentações e em entrevista a esta pesquisa, gestores do FIIPM e da CDURP afirmam já estar negociada a venda de CEPACs para construção do Trump Towers Rio. O empreendimento foi apresentado por seus promotores ao público ainda em 2012 em evento no Palácio da Cidade, uma das sedes da prefeitura¹¹³, com a presença do empresário Donald Trump Jr e do prefeito de Eduardo Paes. A previsão inicial era de se iniciarem as obras no segundo semestre de 2013, posteriormente foi adiada para 2015, mas até o momento não foi iniciada sua execução. Devido aos sucessivos adiamentos e a mudanças no cenário do mercado imobiliário, sua realização tem sido colocada em questão, mas gestores do FIIPM e da CDURP têm afirmado que o projeto apenas passa por adaptações que se fizeram necessárias (PEREIRA, 2015, p. 257).

Se confirmado nos moldes em que o projeto foi apresentado, o Trump Towers Rio terá uma magnitude bem maior que os demais empreendimentos já analisados. O projeto prevê a construção de cinco grandes torres de lajes corporativas de padrão "Triple A" com 38 andares cada uma, destinadas à locação. O empreendimento está previsto para ser implementado no terreno do Clube dos Portuários e somaria cerca 240.000 m² de área privativa, consumindo aproximadamente 600.000 CEPACs, segundo informações do

¹¹³A sede principal é o Centro Administrativo São Sebastião, na Cidade Nova. Além do Palácio da Cidade, que fica no bairro de Botafogo, o prefeito também despacha no Palácio Rio 450, nova sede inaugurada no bairro de Oswaldo Cruz, em março 2015, quando a cidade comemorou 450 anos de fundação.

FIIPM¹¹⁴. Como o fundo é proprietário do terreno e devido às altas cifras envolvidas, é provável que o FIIPM negocie uma permuta, adquirindo participação no empreendimento, conforme os próprios gestores do têm afirmado (PEREIRA, 2015, p. 256).

O arranjo para incorporação do empreendimento envolveria a incorporadora de capital búlgaro MRP International, o fundo de investimentos inglês Salamanca Group e a Even Construtora e Incorporadora S.A. de origem brasileira. A Trump Organization participaria apenas cedendo sua marca ao empreendimento. A SPE Landmark Properties S.A. está atrelada ao empreendimento, segundo o mapa interativo da CDURP. Pelo o que apuramos nos documentos disponibilizados pela CVM, as ações desta SPE pertencem ao FIP Landmark Real Estate I.

A MRP international, criada em 2003, é uma empresa de atuação internacional e o investimento nas Trump Towers Rio seria o primeiro no Brasil. O Salamanca Group também tem atuação internacional e já contava com investimentos no Brasil. O grupo que chegou a anunciar investimentos em outros setores, como mineração¹¹⁵ e logística¹¹⁶, atua no setor imobiliário brasileiro através de fundos de *private equity*, com a captação de investimentos estrangeiros. Em 2008, o grupo londrino adquiriu cerca de 50% das ações da incorporadora Ecocil, tradicional empresa de atuação regional que reunia as atividades de construtora e incorporadora sediada em Natal (RN). Em 2011, o grupo Salamanca aumentou sua participação para mais de 60%¹¹⁷. Em 2012, a Ecocil estudava a possibilidade de abrir seu capital¹¹⁸, o que ainda não foi realizado, e o grupo Salamanca anunciava que aumentaria o prazo para a retirada de seu investimento¹¹⁹. As ações da Ecocil de propriedade do grupo de investimentos londrino se encontram, segundo os demonstrativos do exercício findo em 2015, divididas entre os patrimônios dos Fundos de Investimento em Participações (FIP) RG Salamanca I e Salamanca II. O grupo Salamanca também possui registrado na CVM o Fundo de Investimento Salamanca Multimercado Credito Privado, cujos investimentos se concentram em ativos financeiros do tesouro nacional¹²⁰.

¹¹⁴ Número relatado pela gestora do FIIPM em entrevista a esta pesquisa. O número de CEPACs citados é compatível com a área do terreno e com as características do projeto. Em depoimento a reportagem do jornal Folha de São Paulo, na época de lançamento do empreendimento, outro gestor da CAIXA afirmou que o empreendimento poderia consumir até 515.000 CEPACs. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2012/12/1203109-caixa-tera-participacao-em-arranha-ceus-de-donald-trump-no-rio.shtml>. Acesso em: 10/05/2016.

¹¹⁵ Disponível em: http://www.ibram.org.br/150/15001002.asp?ttCD_CHAVE=199385. Acesso em: 10/05/2016.

¹¹⁶ Disponível em: <https://www.portosenavios.com.br/noticias/portos-e-logistica/21177-salamanca-e-grindrod-tem-us-250-mi-para-o-brasil>. Acesso em: 10/05/2016.

¹¹⁷ Disponível em: <http://salamanca-group.com/case-study/ecocil-brazil-real-estate-development-companies>. Acesso em: 10/05/2016.

¹¹⁸ Disponível em: <http://www.tribunadonorte.com.br/noticia/com-aporte-de-capital-ecocil-planeja-expansao/210935>. Acesso em: 10/05/2016.

¹¹⁹ Disponível em: <http://construcaomercado.pini.com.br/negocios-incorporacao-construcao/134/artigo281318-2.aspx>. Acesso em: 10/05/2016.

¹²⁰ Os demonstrativos financeiros e demais documentos relativos aos fundos citados se encontram disponíveis no sítio da CVM na internet: <http://sistemas.cvm.gov.br/?fundosreg>. Acesso em: 10/05/2016.

Além das empresas internacionais, a construtora Even também já está integrada ao circuito financeiro. A Even é uma das grandes empresas do setor imobiliário brasileiro que abriu seu capital na primeira década dos anos 2000. Listada na BM&FBOVESPA, a empresa tem hoje sua estrutura proprietária pulverizada no mercado. A empresa surgiu da fusão em 2002 de duas empresas de origem familiar, a construtora Terepins e a incorporadora ABC Investimob, e teve frações de sua propriedade adquiridas por fundos de investimentos internacionais, como o londrino Spinnaker Capital Group, o estadunidense Paladin Realty Partners, o suíço Credit Suisse Hedging-Griffo e também os brasileiros Polo Capital Management e Fama antes da abertura de capital (FIX, 2011, p. 152-3).

O caso da abertura de capital da Even é bastante interessante por ser possível notar o modo de atuação dos fundos *private equity*, que, como podemos observar, tem sido recorrente nos casos dos empreendimentos desenvolvidos no âmbito da OUCPM. Vejamos: antes do processo de abertura de capital, o Spinnaker Capital Group comprou cerca de 40% das ações da Even. A abertura se deu em 2007. Poucos anos depois, em 2010, o fundo londrino “fez a primeira venda significativa de ações e a participação caiu de 40 para 21%, movimento característico dos fundos de private equity que investem na empresa antes da abertura de capital e procuram realizar os ganhos em poucos anos” (FIX, 2011, p. 152). Em 2012, a Spinnaker vendeu todas suas ações e deixou o grupo. Embora já não tivesse o controle acionário da empresa há alguns anos, a saída do sócio-fundador Carlos Eduardo Terepins do posto de diretor-presidente, em 2015¹²¹, simboliza o fim deste processo.

Em análise de alguns dos empreendimentos desenvolvidos no âmbito da OUCPM, Pereira (2015, p.254), afirma o seguinte:

Os empreendimentos mencionados até aqui são bastante ilustrativos da **disseminação de um padrão financeirizado e especulativo de produção do espaço, e também da difusão de um padrão arquitetônico orientado para a replicação da estética das ditas cidades globais nessa região**. Nenhum deles, entretanto, expressa esses fenômenos de modo tão emblemático como o projeto da Trump Towers Brazil) (Grifo nosso).

Deste modo, julgamos importante analisar o empreendimento descrito acima, ainda que sua execução não esteja confirmada oficialmente, ou pelo menos não há registros contábeis dessa transação. O arranjo para o desenvolvimento do empreendimento evidencia a articulação entre capital imobiliário nacional e o capital financeiro internacional, forjada pela lógica e instrumentos financeiros. Seus principais atores são um desenvolvedor imobiliário do leste europeu, búlgaro, um grupo de investimento sediado na Inglaterra, uma das maiores praças financeiras do mundo, e uma construtora local, já integrada ao circuito financeiro. Tudo isso sob a chancela da marca do multimilionário estadunidense Donald Trump. Em outras palavras, este empreendimento também traz evidências da

¹²¹ Disponível em: <http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/1104/noticias/como-o-dono-da-even-perdeu-o-posto-de-presidente-da-empresa>. Acesso em: 10/05/2016.

financeirização do mercado imobiliário brasileiro e da atuação do que estamos definindo como capital financeiro imobiliário.

Por fim, os gestores do FIIPM também afirmam que já estariam negociados cerca de um milhão de CEPACs¹²² que seriam vinculados a um gigantesco empreendimento a ser desenvolvido no terreno do Gasômetro pela Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações.

Assim como acontece com as Trump Towers, não há muitas informações oficiais sobre este empreendimento. O Gasômetro é o maior terreno da OUCPM e de fato tem potencial para absorver mais de um milhão de CEPACs, conforme previsto no “anexo X” da lei que cria a OUCPM já citado anteriormente.

Em comunicado ao mercado¹²³ de 2014, a Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações afirma que o empreendimento será realizado em parceria com outra empresa do grupo, a Cyrela Commercial Properties S.A., e que os CEPACs serão adquiridos mediante permuta com o FIIPM. Afirma também que o empreendimento será lançado em diversas fases e contará com usos mistos. Serão construídos shoppings centers, empreendimentos residenciais e comerciais, além de hotéis¹²⁴. Contudo não há informações sobre as condições e valores da negociação entre a Cyrela e o FIIPM.

¹²² Número relatado em entrevista a esta pesquisa.

¹²³ Disponível em: http://cyrela.globalri.com.br/admin/gestor/arquivos/pt/Cyrela_-_Comunicado_ao_Mercado_-_Gasometro.pdf. Acesso em: 10/05/2016.

¹²⁴ Disponível em: <http://exame.abril.com.br/negocios/noticias/cyrela-fecha-acordo-com-fundo-da-caixa-para-desenvolver-gasometro-no-rio>. Acesso em: 10/05/2016.

Figura 37 - Terreno do Gasômetro

Fonte: O Globo¹²⁵.

A Cyrela está entre as maiores empresas do setor imobiliário do país e foi fundada por Elie Horn em 1978. Nos anos 1990, Elie Horn constituiu uma *joint-venture*, com a incorporadora argentina Inversiones e Representaciones S.A. (IRSA), ligada ao megainvestidor George Soros, criando a Brazil Realty, que abriu seu capital em 1996, pioneiramente entre as empresas do setor. A IRSA deixou a companhia em 2001. Em 2004, a empresa Cyrela Vancouver Empreendimentos Imobiliários Ltda., que reunia as subsidiárias do grupo Cyrela, se fundiu com a Brazil Realty, passando a se chamar Cyrela Brazil Realty, e em 2005 lançou a primeira oferta de ações na BM&FBOVESPA (FIX, 2011, p. 151; SANFELICI, 2013, p. 124). A partir de então, a Cyrela passou a contar com a participação de outros fundos de investimentos em sua estrutura societária como sócios minoritários, como Tarpon (Brasil), Janus (EUA), Sloane Robinson (Inglaterra), Carmignac Gestion (França) e BlackRock (EUA). Contudo, o sócio-fundador Elie Horn manteve participação acionária importante ao longo dos anos, ainda que tenha reduzido sua parcela de cerca de 80%, em 2002, para 32%, em 2010 (FIX, 2011, p. 151). Os fundos de investimentos mencionados são em regra grupos financeiros que congregam grandes volumes de recursos provenientes de “investidores institucionais (como fundos de pensão, seguradoras, grandes empresas, etc) e aplicam esses recursos seguindo estratégias ditadas pelo perfil de rentabilidade e risco desejado por seus clientes [...] também administram fundos de investimento coletivo, como os *mutual funds* e os *hedge funds*, conhecidos por

¹²⁵ Disponível em: <http://oglobo.globo.com/rio/terreno-do-gasometro-vendido-por-180-milhoes-3901594>. Acesso em: 20/06/2016.

empregar estratégias mais agressivas e especulativas de investimento” (SANFELICI, 2013, p. 132).

Atualmente, a estrutura acionária da empresa conta com outros investidores minoritários, sendo os mais relevantes Dynamo (9,17%), Orbis Investment Management Limited (7,02%) e Capital Research Global Investors (5,07%), mantendo o grupo controlador 34,05% das ações. A outra empresa do grupo citada, também está listada na BM&FBOVESPA, e o grupo controlador possui também cerca de 35% das ações desta empresa.

É interessante notarmos que a Cyrela passou por um período de grande crescimento, entre 2004 e 2010 (seja pela análise de seu lucro líquido, pelo número de empreendimentos e unidades lançados, ou pelo valor geral de vendas em seu patrimônio), ampliando o perfil de seus negócios e a dispersão geográfica de sua atuação, desde a abertura de capital. Sobre o processo de abertura de capital da empresa e as estratégias adotadas, Sanfelici (2013, p. 131), afirma o seguinte:

A rápida expansão dos lançamentos e do estoque de terrenos está intimamente relacionada à abertura de capital, à mudança na estrutura de financiamento e à reorganização da composição acionária, fenômenos que sinalizam a maior aproximação da incorporação imobiliária com o mercado de capitais e que colocaram a empresa sob avaliação constante de investidores financeiros.

A Cyrela realizou sua primeira oferta pública de ações (IPO) em 2005, obtendo um montante de R\$ 629 milhões, ao que se seguiu, no ano seguinte, uma segunda oferta cuja soma atingiu R\$ 728 milhões. Uma terceira oferta de ações foi efetuada em 2009, desta feita com valor de R\$ 1,18 bilhão. Além disso, em 2007 e 2008 a empresa emitiu debêntures com preços respectivos de R\$ 500 milhões e R\$ 370 milhões. Esse processo de aproximação com o mercado de capitais teve pelo menos dois efeitos importantes: limitou a dependência exclusiva da firma em relação aos empréstimos bancários e abriu a empresa para a participação acionária estrangeira.

Em 2010, já com sinais de piora no cenário econômico e no desempenho da empresa, a Cyrela recomprou 7,5% de suas ações, sob pressão dos investidores com a queda dos preços das ações da companhia (SANFELICI, 2013, p. 133). Nos últimos anos, 2015¹²⁶ e 2016¹²⁷, a empresa tem registrado queda em seus lucros.

Com isso, fechamos a análise dos principais compradores de CEPAC e dos empreendimentos para os quais possuímos informações até o momento.

Outros empreendimentos estão sendo desenvolvidos no âmbito da OUCPM, mas não consomem CEPACs ou ainda não há informações quaisquer sobre a negociação destes títulos e por isso não serão analisados em detalhe aqui. Apenas citamos alguns exemplos a seguir que também demonstram essa imbricação entre o setor imobiliário e empresas vinculadas ao mercado financeiro.

¹²⁶ Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2015/08/cyrela-ve-lucro-cair-30-em-cenario-mais-dificil-que-o-previsto.html>. Acesso em: 10/05/2016.

¹²⁷ Disponível em: <http://exame.abril.com.br/negocios/noticias/cyrela-tem-queda-de-39-no-lucro-do-1o-trimestre>. Acesso em: 10/05/2016.

Já está anunciado um grande empreendimento para os edifícios onde se localiza o Moinho Fluminense¹²⁸, entre a rua Sacadura Cabral nº 290 e a avenida Rodrigues Alves nº 293. A maior parte do projeto consiste no *retrofit* destes edifícios, que são tombados, transformando-os em um complexo multiuso. O empreendimento envolveria ainda a construção de nova torre em um terreno vazio limítrofe ao Moinho Fluminense, que possivelmente demandará o consumo de CEPACs, mas não há maiores informações. O empreendimento será desenvolvido em parceria pela Carioca Engenharia e pelo fundo de investimentos de *private equity* Vinci Partners.

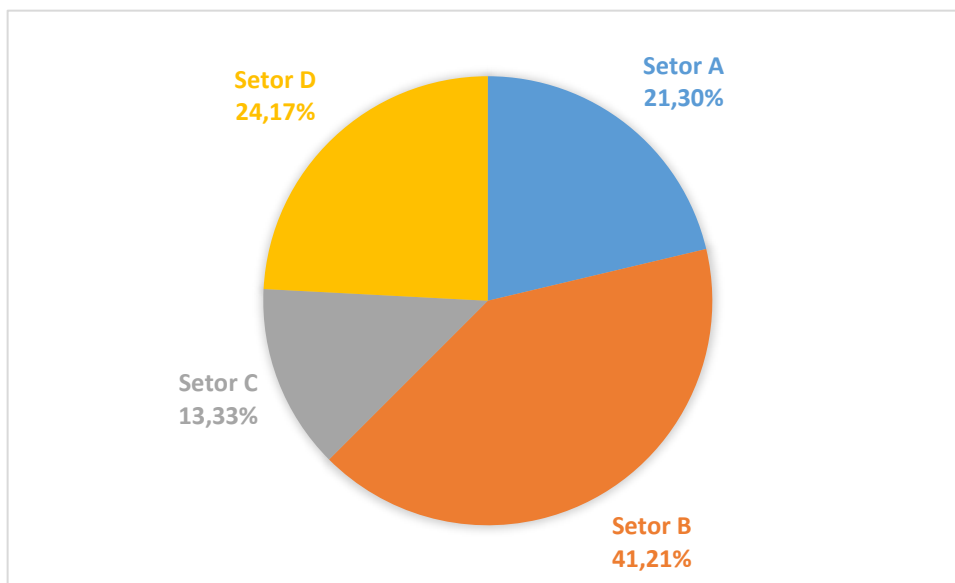
Pode ser citado também o empreendimento Porto 130, já entregue, que consiste também em um *retrofit* de um antigo edifício na rua do Propósito nº 130. Este foi desenvolvido pelo fundo de investimento de origem belga Pylos e posteriormente vendido a outro fundo, o BRIO Investimentos Imobiliários. O Banco Opportunity também participou do *retrofit* de dois empreendimentos, um na rua Miguel Couto nº 98 e outro na avenida Presidente Vargas nº 1140. A empresa Lojas Americanas e outras vinculadas a ela (B2W e São Carlos Empreendimentos e Participações S.A.) também desenvolveram obras de modernização em edifícios na região (avenida Venezuela nº 43, rua Sacadura Cabral nº 102 e rua Sacadura Cabral nº 108). Nenhum destes empreendimentos consomem CEPAC.

4.2.4.1 Análise da distribuição espacial dos CEPACs negociados

Analisando apenas os CEPACs já vinculados (565.744 CEPACs ou 8,79% do total da OUCPM), observamos que estes foram vinculados somente a terrenos localizados nos setores A, B, C e D da OUCPM. Levando em consideração os fatores de conversão entre CEPACs e m² de acordo com o subsetor em que está localizado o empreendimento, bem como os fatores de conversão diferenciados entre o uso residencial e comercial, chegamos ao total de 338.602 m² adicionais já vinculados. Este valor corresponde a 8,28% do estoque total de m² adicionais previstos. As figuras a seguir mostram a distribuição por setor do total de m² já vinculados até esse momento, ou seja, considerando os 338.602 m² já vinculados igual a 100%.

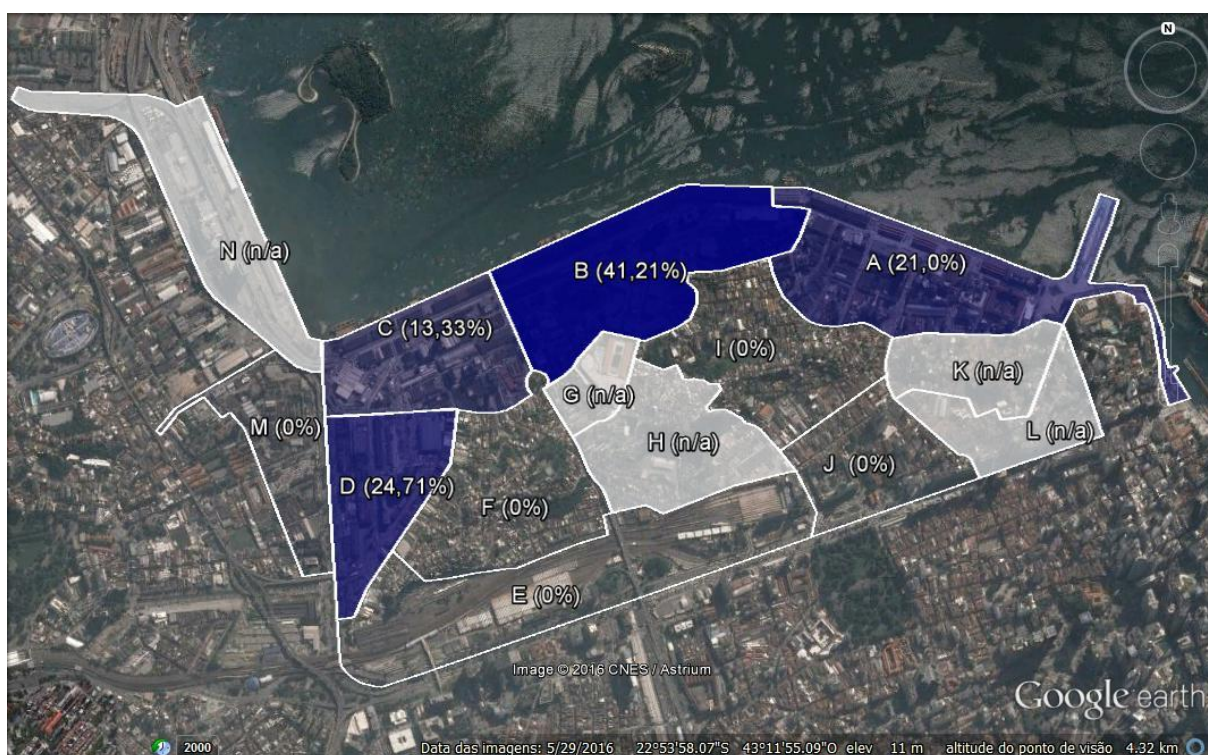
¹²⁸ Para uma análise mais detalhada do projeto ver Pereira (2015).

Figura 38 - Distribuição da área potencial adicional já vinculada por setor



Fonte: Elaboração própria

Figura 39 - Mapa da distribuição da área potencial adicional já vinculada por setor



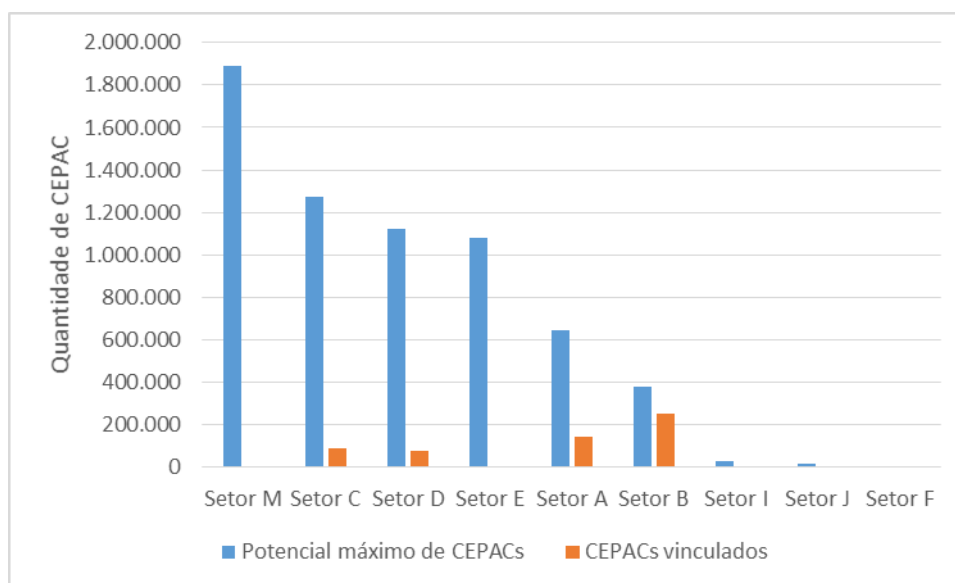
Fonte: elaboração própria com uso de imagem de satélite do Google Earth

Os setores A e B concentram grande parte dos CEPACs já vinculados. Estes setores, são aqueles que primeiro se beneficiaram das obras de “revitalização”, e ficam mais próximos das obras da primeira fase da OUCPM.

Comparando o estoque total de CEPACs por setor com aqueles já vinculados, observamos que os setores com maior potencial de absorção de área adicional são aqueles

em que menos foram vinculados CEPACs até o momento. Setores como M e D contêm grandes áreas com muito potencial de absorção de novos empreendimentos, como os terrenos do Gasômetro, da CEDAE, do Clube do Portuários e a Praia Formosa, que, portanto, dependem de grandes empreendimentos para sejam consumidas parcelas significativas de seu potencial.

Figura 40 - CEPACs Vinculados x estoque de CEPACs por setor



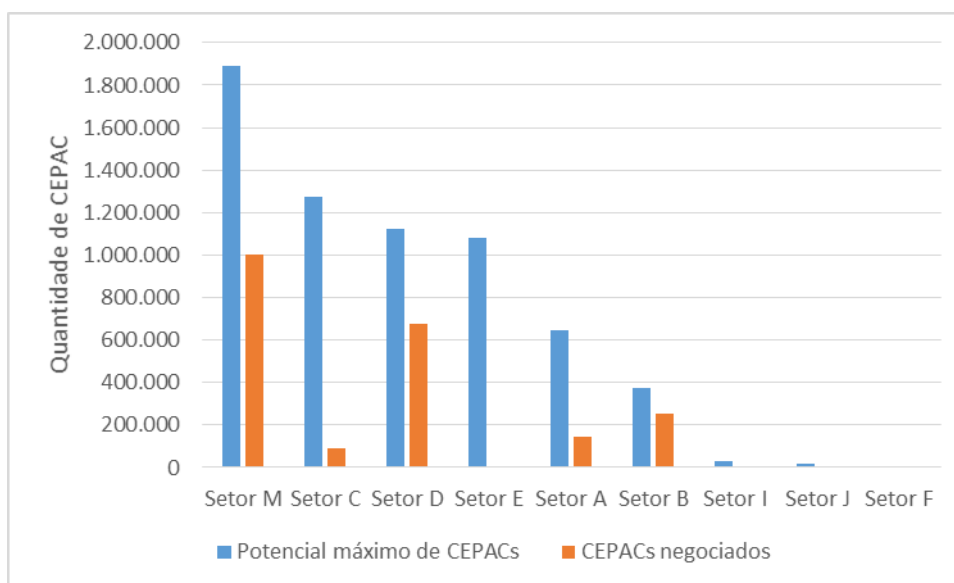
Fonte: elaboração própria

O mapa a seguir mostra o percentual do estoque de CEPACs do setor que foi já vinculado. Ou seja, consideramos o total do estoque de CEPACs de cada setor igual a 100%. Com isso, observamos, por exemplo, que embora o total de CEPACs já vinculados no setor B não seja um número absoluto muito elevado frente ao estoque total da OUCPM, ele já representa 66,81% do estoque deste setor. No setor B estão localizados o empreendimento Pátio Marítima e Porto Atlântico Leste.

Figura 41 - Mapa do percentual do estoque de CEPACs do setor já vinculados

Fonte: elaboração própria com uso de imagem de satélite do Google Earth

Sendo confirmados a execução dos empreendimentos do Gasômetro (setor M) e as Trump Towers (setor D) este cenário se modificará significativamente, conforme o gráfico a seguir.

Figura 42 - CEPACs negociados x estoque de CEPACs por setor

Fonte: elaboração própria

O mapa a seguir mostra a distribuição dos CEPACs negociados por setor, ou seja, já considerando os CEPACs atribuídos aos empreendimentos do Gasômetro e as Trump Towers. Assim, o total de 2.165.448 CEPACs já negociados é igual a 100%.

Figura 43 - Mapa da distribuição dos CEPACs negociados por setor



Fonte: elaboração própria com uso de imagem de satélite do Google Earth

Já o mapa a seguir mostra o percentual de CEPACs do estoque de cada setor que já foi negociado, ou seja, consideramos o total do estoque de CEPACs de cada setor igual a 100%. Aqui, só se alteram os valores dos setores M e D em relação à Figura 41, pois apenas são incluídos na análise os CEPACs atribuídos aos empreendimentos do Gasômetro e Trump Towers, que se localizam, respectivamente, nos setores citados.

Figura 44 - Mapa do percentual do estoque de CEPACs do setor já negociados



4.2.4.2 Uma fotografia atual do patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário Porto Maravilha

Nesta subseção buscamos avaliar a composição atual do patrimônio do FIIPM, que vai se valorizando ao longo do tempo não só pelas negociações envolvendo os CEPACs e terrenos, mas também pelos outros investimentos que o fundo realiza, que serão descritos a seguir.

É importante mencionar que em 2015 houve um novo aporte do FGTS no FIIPM através da emissão de novas cotas no valor total de 1,5 bilhões de reais. Ainda que não seja nossa intenção realizar uma análise da rentabilidade do FIIPM, a necessidade desse novo aporte indica que o retorno de seus investimentos previsto pelo fundo não se concretizara, ao menos não no tempo em que se esperava.

O FGTS aportou inicialmente 3,5 bilhões de reais no FIIPM que, quando venceu o leilão de CEPACs, se comprometeu com o pagamento do custo total da OUCPM de aproximadamente R\$ 8 bilhões ao longo de 15 anos. Assim, o cálculo do FIIPM era que seus investimentos iriam se valorizar ao longo do tempo, sendo o suficiente para o pagamento de suas obrigações e ainda somar ganhos ao seu investidor (FGTS) ao final do prazo do investimento. Deste modo, o FIIPM devolveria o investimento rentabilizado ao seu cotista (FGTS) ao fim de seu prazo de duração, que estava estipulado também em 15 anos.

A meta de rentabilidade do FIIPM é dada pelo retorno do total investido pelo seu cotista somado a um rendimento de 6,5% ao ano.

Porém, nos últimos anos ocorreram mudanças significativas no cenário econômico do país e do mercado imobiliário do Rio de Janeiro, que se refletiram em um ritmo menor no desenvolvimento imobiliário na área da OUCPM e, conseqüentemente, na valorização dos CEPACs e dos empreendimentos em que o fundo detinha participação. Como a maior parte dos pagamentos devidos pelo FIIPM se concentram nos primeiros anos da OUCPM, já que neste período ocorreram as principais obras, a rentabilização dos investimentos não foi o suficiente para fazer frente as despesas assumidas pelo fundo no prazo planejado. Assim, a integralização do montante de R\$ 3,5 bilhões iniciais, propalada como um “colchão de liquidez” para que o Fundo pudesse cumprir as obrigações e ganhar tempo rentabilizar seus investimentos, não foi suficiente para absorver a queda das expectativas do mercado imobiliário.

Desta forma, o fundo poderia se desfazer de parte de seu patrimônio para garantir esses pagamentos, sem, contudo, atingir os valores esperados dada as baixas nas expectativas do mercado, ou “pedir” mais dinheiro ao FGTS para isso, que foi o que ocorreu.

Diante da iminência de esgotamento de seus ativos líquidos em 2015, o fundo precisou buscar uma saída para poder seguir pagando as despesas da operação urbana. Segundo Flávio Chueire, um representante da Hines que participa diretamente das atividades de consultoria prestadas pela empresa ao FII Porto Maravilha, cogitaram-se diversas alternativas para se contornar a situação. Uma possibilidade seria a alienação de ativos pelo fundo. No entanto, diante das condições do mercado imobiliário, o fundo seria forçado a vendê-los a preços muito baixos. Também se cogitaram opções como a securitização de recebíveis e a venda de cotas do fundo para investidores privados. Essas alternativas, segundo o entrevistado, também seriam desfavoráveis diante das condições do mercado à época. Com as portas do mercado fechadas, a solução a que se chegou ao final foi a realização de um novo aporte pelo FGTS, dessa vez no valor de R\$ 1,5 bilhão (PEREIRA, 2015, p. 222-3)

A gerente da GEMOB da CAIXA explicou assim esse novo aporte:

[...] esse fundo já nasceu alavancado, ele tinha R\$ 3,5 bilhões na conta dele e um compromisso de pagar R\$ 8 bilhões no longo prazo. Qual é a tese? Com os CEPAC e os nossos terrenos, a gente gera fluxo no longo prazo para pagar essa conta. [...] o mercado mudou, 2014 já é um ano muito crítico [...] Nós tínhamos algumas opções, ou vender os CEPAC e nossos ativos a um preço inferior a o que a gente esperava, porque o mercado não iria pagar o preço esperado, ou pedir mais dinheiro ao cotista. Isso foi aprovado e o cotista colocou mais R\$ 1,5 bilhão. Então hoje, o total de dinheiro que o FGTS colocou aqui foi de R\$ 5 bilhões (Laiza Santa-Rosa).

A emissão de novas cotas do FIIPM, que resultou no novo aporte de capital pelo FGTS, foi autorizada na Assembleia Geral Extraordinária de Cotistas¹²⁹ realizada em 14 de abril de 2015. Essa Assembleia também alterou o prazo de duração do FIIPM para 25 anos. O novo aporte ensejou a elaboração do Plano de Habitação de Interesse Social do Porto

¹²⁹ Disponível em: http://www.caixa.gov.br/Downloads/investidores-institucionais-fii-porto-maravilha/Ata_AGE_CAIXA_FII_PM_2015_04_14.pdf. Acesso em: 27/05/2016.

Maravilha (PHIS-Porto), em decorrência de uma nova instrução normativa do Ministério das Cidades de 2014, que vincula a aplicação de recursos do FGTS em Operações Urbanas Consorciadas à elaboração destes planos (PEREIRA, 2015, p. 223).

É importante destacarmos que com essa nova aplicação de recursos no FIIPM, o FGTS se expõe ainda mais aos riscos inerentes ao seu investimento na OUCPM, o que não impede que os investimentos possam ser de fato recuperados e acrescidos ao final. Porém, evidencia, mais uma vez, a dependência deste projeto dos investimentos provenientes do fundo público. A esfera pública assume amplamente os riscos do projeto - que, neste caso, envolveu também o FGTS além do poder público local - em detrimento da iniciativa privada.

Dito isso, passamos à análise do patrimônio do FIIPM. As informações contidas a seguir foram extraídas dos informes mensais e do demonstrativo financeiro do exercício do ano de 2015 (FIIPM, 2016b). O demonstrativo financeiro traz maiores detalhes sobre os investimentos e despesas do fundo, bem como informações das movimentações ocorridas no exercício e os valores consolidados até a data de 31 de dezembro de 2015. Já os informes mensais mostram os valores dos ativos e passivos atualizados mensalmente sem maiores detalhes.

A descrição de cada investimento segue, assim, o demonstrativo financeiro, já os valores citados são referentes ao informe mensal de fevereiro de 2016 (FIIPM, 2016c). Fizemos essa opção pois este era o último informe disponível quando a análise foi realizada, ficando a exposição dos valores a mais atualizada possível. Por conta dessa diferença temporal entre os documentos podem ocorrer pequenas variações entre os valores contidos em um e outro, sem consequências para a análise.

O Fundo possuía um ativo de R\$ 11.002.837.637,64 e um passivo de R\$ 5.131.228.814,12, resultando em um patrimônio líquido de R\$ 5.871.608.823,52.

A tabela a seguir mostra a composição dos ativos do fundo e foi adaptada a partir do informe mensal já mencionado, para facilitar a exposição.

Tabela 7 - Composição do ativo do FIIPM

Total do Ativo		R\$	11.002.837.637,64	
1	Total mantido para as Necessidades de Liquidez (art. 46, § único, ICVM 472/08)	R\$	3.907.313,68	0,04%
1.1	Disponibilidades	R\$	30.342,88	0,00%
1.2	Títulos Públicos	R\$	3.876.970,80	0,04%
2	Total investido	R\$	10.854.242.524,60	98,65%
2.1	Direitos reais sobre bens imóveis	R\$	758.948.833,51	6,90%
2.1.1	Terrenos	R\$	268.111.930,70	2,44%
2.1.2	Imóveis para Renda em Construção	R\$	356.874.437,67	3,24%
2.1.3	Imóveis para Venda em Construção	R\$	133.962.465,14	1,22%
2.2	Fundo de Investimento Imobiliário (FII)	R\$	73.369,70	0,00%
2.2.1	FII da Região do Porto	R\$	73.369,70	0,00%
2.3	Outras cotas de Fundos de Investimento	R\$	41.458.471,01	0,38%
2.3.1	Fundo de Investimento Caixa Porto Maravilha Renda	R\$	41.458.471,01	0,38%
2.4	Ações de Sociedades cujo único propósito se enquadra entre as atividades permitidas aos FII	R\$	51.114.476,83	0,46%
2.4.1	MDLSPE Empreendimentos e Part LTDA	R\$	51.113.277,83	0,46%
2.4.2	Oeste Maravilha Empreendimentos Imobiliários	R\$	1.199,00	0,00%
2.5	Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPAC)	R\$	9.476.687.057,17	86,13%
2.6	Letras de Crédito Imobiliário (LCI)	R\$	525.960.316,38	4,78%
3	Valores a Receber	R\$	144.687.799,36	1,32%
3.1	Outros Valores a Receber	R\$	144.687.799,36	1,32%

Fonte: elaboração própria a partir do informe mensal de fevereiro de 2016 (FIIPM, 2016c)

Analisando individualmente os investimentos em seus subitens (cujos percentuais estão nas células hachuradas e somam 100%), constatamos que a maior parte do ativo se compõe, claro, pelos CEPACs, que representavam 86,13% deste. Uma vez que grande parte dos CEPAC ainda não foram negociados, estes títulos continuam como ativos do Fundo. Os investimentos em Letras de Crédito Imobiliário (LCI), com 4,78% do total do ativo, eram o segundo maior investimento.

Os investimentos em direitos reais sobre bens imóveis somavam 6,90% do ativo, sendo subdivididos em: 2,44% em terrenos; 3,24% em Imóveis para Renda em Construção; e 1,22% Imóveis para Venda em Construção. Os valores investidos em terrenos são referentes ao Gasômetro, no valor R\$ 230.826 milhões, e ao Pátio Praia Formosa R\$ 37.286. Já os imóveis para renda são referentes ao que o demonstrativo financeiro chama de “projeto MDL”, no valor de R\$ 56.217 milhões, e o “projeto TSP”, no valor de R\$300.657 milhões. O projeto MDL se referem ao empreendimento Porto Vista, desenvolvido pela SPE Uirapuru Participações Ltda, adquirida pela Global Equity Properties da incorporadora MDL em 2014. O “projeto TSP” se refere ao empreendimento Pátio Marítima desenvolvido pela Tishman Speyer, no terreno do homônimo. Os imóveis para venda se referem ao empreendimento no Porto Vida (R\$ 96.838 milhões) desenvolvido pelo consórcio Porto 2016 no terreno Pátio da Praia Formosa; e também ao Holiday Inn Porto Maravilha (R\$ 37.125 milhões), no mesmo terreno, desenvolvido pela SPE Odebrecht Realizações Imobiliárias RJ04 EI Ltda.

O informe mensal ainda menciona as participações do fundo em empreendimentos imobiliários sob a forma de ações ou cotas de sociedades, mas que representam apenas 0,46% do ativo do fundo. Os valores são referentes à participação do Fundo no empreendimento Porto Atlântico Business Square. Neste caso, praticamente a totalidade do percentual, que corresponde ao valor de R\$ 51.113.277,83, são de cotas das empresas da M.L.D.S.P.E. Empreendimentos e Participações, cuja denominação social foi alterada para Leste Maravilha Empreendimento Imobiliário Ltda. que participa do empreendimento Porto Atlântico Leste. O Fundo é proprietário de 99,80% da SPE. O fundo detém ainda cotas da Oeste Maravilha Empreendimento Imobiliário Ltda., ainda em fase pré-operacional, por isso o pequeno valor atribuído a ela (R\$ 1.199,00), que participará do empreendimento Porto Atlântico Oeste, desenvolvido pelo mesmo consórcio.

Entre os ativos classificados pelo demonstrativo financeiro como “ativos financeiros de natureza imobiliária”, além dos CEPACs e das LCIs já mencionadas, o FIIPM ainda detém cotas do FIIRP, mas não chegam a 1% das cotas do último fundo, nem somam um valor significativo do patrimônio do FIIPM (R\$73.369,70, o que representa 0,0007% do seu patrimônio). Entre os “ativos financeiros de natureza não imobiliárias”, o FIIPM possui investimento em Letras do Tesouro Nacional (LTN) – que aparecem no informe mensal como títulos públicos, no valor R\$ 3.876.970,80, correspondendo a 0,04% do seu patrimônio – e em cotas do Fundo Porto Maravilha Renda Fixa Crédito Privado Longo Prazo – no valor de R\$ 41.458.471,01, que por sua vez correspondia a 0,38% do seu patrimônio. Este último fundo, segundo seu demonstrativo financeiro de 2015¹³⁰, “destina-se a acolher aplicações exclusivamente do CAIXA Fundo de Investimento Imobiliário Porto Maravilha” e, todo seu ativo está investido em títulos financeiros públicos e privados, respectivamente em Letras Financeiras do Tesouro (LFT) e Cédulas de Crédito Bancárias (CDB). Como não é um fundo de investimento *imobiliário*, seus investimentos não estão vinculados ao mercado imobiliário.

Mais importante que os valores e percentuais descritos, é perceber a clara dominância da lógica financeira dos investimentos. Tal dominação se expressa na pluralidade dos investimentos em títulos financeiros propriamente ditos, sejam de base imobiliária ou não, como os CEPAC, LCI, LTN, LFT, CDB e cotas de fundos de investimento. Ela também fica evidente quando observamos que um fundo de investimento (FIIPM) é o veículo que de fato é proprietário dos empreendimentos imobiliários, sob a forma de cotas ou ações, e também de terrenos, colocados lado a lado aos outros investimentos. Terrenos e empreendimentos são tratados *vis à vis* aos investimentos financeiros, e, neste sentido, de fato assumem essa roupagem. Esta forma de propriedade é muito mais afeita aos *modus*

¹³⁰ Também disponibilizado no site da CVM: <http://sistemas.cvm.gov.br/?fundosreg>. Acesso em: 27/05/2016.

operandi do capital financeiro imobiliário, pois que lhe proporciona uma maior flexibilidade quanto ao capital ali investido e expõe a lógica de “valorização financeira” destes ativos.

Percebemos neste caso concreto como a propriedade da terra urbana se equipara ao capital que rende juros, que em seu processo de circulação gera capital fictício (MARX, 1986b; HARVEY, 2013), sendo este processo potencializado no contexto de um regime de acumulação financeirizado (PAULANI, 2012), o que fica ainda mais claro quando a propriedade da terra está expressa em títulos financeiros como o CEPAC ou ações e cotas de companhias e fundos de investimento.

4.2.4.3 Valorização fundiária e a valorização dos CEPACs

Entre os objetivos da dimensão analítica *econômico-financeira* nos propomos a avaliar a evolução dos preços dos imóveis na região da OUCPM frente à valorização dos CEPACs. Para a valorização do CEPAC usamos como referência os demonstrativos financeiros do FIIPM, que trazem avaliações do preço unitário do CEPAC ao longo dos anos¹³¹. A metodologia pensada para a avaliação dos preços dos imóveis foi a utilização dos índices FIPE-ZAP para a região.

Desenvolvido pela Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (FIPE), o índice utiliza como fonte de dados o anúncio de imóveis para venda e locação cadastrados em diversos portais na internet, sendo o mais relevante o portal Zap Imóveis¹³². Ainda que não leve em consideração os valores de fato transacionados, o índice oferece uma estimativa bastante útil das expectativas do mercado imobiliário. O índice, que contempla dados a partir de 2008, é calculado mensalmente para algumas das principais cidades do Brasil, entre elas o Rio de Janeiro. Utilizando métodos estatísticos que ponderam, entre outros fatores, os valores anunciados, as características dos imóveis e a localização, o índice mostra a variação do preço médio do m² para cada um dos municípios avaliados, para venda e locação.

É possível obter, também, estatísticas individualizadas por bairros nestas cidades. As estáticas contêm o preço por m², a variação desse preço no período e o número de observações registradas para cada um dos tipos de imóveis (apartamento, casa, comercial/industrial, flat/aparthotel e rural). Assim, pesquisamos as estatísticas para imóveis do tipo comercial/industrial e apartamentos nos bairros do Santo Cristo, Gamboa e Saúde, que juntos praticamente correspondem a AEIU portuária.

¹³¹ Deste modo, a análise leva em conta apenas as negociações dos CEPACs registradas nos demonstrativos financeiros do FIIPM. Por isso estão excluídos da análise os CEPACs vinculados aos empreendimentos Lumina Residencial, BTS L'oreal, Trump Towers e Gasômetro. Conforme já destacamos, não há até o momento informações sobre os valores envolvidos nas negociações destes empreendimentos.

¹³² As notas metodológicas do índice estão disponíveis em: http://downloads.fipec.org.br/content/downloads/indices/fipezap/metodologia/FipeZAP_RevMetodologia_v20140218.pdf. Acesso em: 10/07/2016.

Contudo, a análise se revelou frustrada dado a pouca ocorrência de anúncios nos bairros que compõe a AEIU portuária. As observações para estes bairros não chegam a formar uma amostra minimamente relevante estaticamente. Em muitos meses não há registros ou a amostra é composta por apenas uma observação e, deste modo, uma análise da variação dos preços neste nível geográfico não permite que se tire conclusões sobre os valores praticados nos bairros.

Nossa análise se concentrou no período entre 2011 e 2015, que é o período em que aos CEPACs passam a ser negociados.

Entretanto, este exercício revelou outro ponto interessante. Notamos o aumento no número de observações (anúncios) nos últimos anos, principalmente para os imóveis comerciais no bairro Gamboa. Os meses utilizados na tabela a seguir são aqueles em que há registros dos valores do CEPAC nos demonstrativos financeiros do FIIPM. A tabela contém o número de observações do Índice FIPE-ZAP nas datas selecionadas para venda e aluguel de imóveis comerciais e apartamentos, nos três bairros citados.

Tabela 8 - Tamanho da amostra do Índice FIPE-ZAP para os bairros Saúde, Gamboa e Santo Cristo

Índice FIPE/ZAP		junho de 2011		outubro de 2012		julho de 2013		dezembro de 2014		dezembro de 2015	
Apartamentos		Aluguel	Venda	Aluguel	Venda	Aluguel	Venda	Aluguel	Venda	Aluguel	Venda
Saúde	Amostra	1	1	1	4	1	2	2	3	1	2
Gamboa	Amostra	1	3	1	6	1	1	2	5	1	5
Santo Cristo	Amostra	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Índice FIPE/ZAP		junho de 2011		outubro de 2012		julho de 2013		dezembro de 2014		dezembro de 2015	
Comercial/industrial		Aluguel	Venda	Aluguel	Venda	Aluguel	Venda	Aluguel	Venda	Aluguel	Venda
Saúde	Amostra	1	1	3	1	5	1	1	4	12	6
Gamboa	Amostra	5	1	3	1	5	1	14	35	19	25
Santo Cristo	Amostra	3	-	2	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: elaboração própria a partir do Índice FIPE-ZAP

Não sendo possível a comparação da valorização dos CEPACs frente as estatísticas do FIPE-ZAP nos bairros da OUCPM, realizamos essa comparação utilizando o índice FIPE-ZAP¹³³ para a cidade do Rio de Janeiro. Acrescentamos à esta análise a meta da taxa SELIC¹³⁴, estipulada pelo Banco Central do Brasil, e o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)¹³⁵, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

¹³³ Disponível em: <http://www.zap.com.br/imoveis/fipe-zap-b/>. Acesso em 10/06/2016.

¹³⁴ As taxas utilizadas são as metas da taxa SELIC ao ano estipuladas trimestralmente pelo Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central do Brasil, vigentes no período. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp>. Acesso em: 21/07/2016

¹³⁵ O IPCA utilizado foi o Percentual acumulado ao ano. Disponível em: <http://www.sidra.ibge.gov.br/snipc/tabelaIPCA.asp>. Acesso em 20/05/2016

Tabela 9 - Valor do CEPAC, taxa SELIC, IPCA e Índices FIPE-ZAP

Ano	Data	Valor contábil do CEPAC	Taxa Selic	IPCA	Índice FIPE/ZAP Venda - Rio de Janeiro	Índice FIPE/ZAP Aluguel - Rio de Janeiro
2011	13/06/2011	R\$ 545,00	12,25%	6,50%	132,20%	80,40%
2012	01/10/2012	R\$ 1.132,00	7,50%	5,83%	188,20%	110,70%
2013	18/07/2013	R\$ 1.179,00	8,50%	5,91%	221,00%	131,10%
2014	31/12/2014	R\$ 1.505,00	11,75%	6,41%	264,00%	140,20%
2015	31/12/2015	R\$ 1.592,00	14,25%	10,67%	259,10%	120,30%

Fonte: elaboração própria

Tabela 10 - Variação percentual no Valor do CEPAC, taxa SELIC, IPCA e Índices FIPE-ZAP

Ano	Data	Variação do valor contábil do CEPAC	Variação da Taxa Selic	Variação IPCA	Variação Índice FIPE/ZAP Venda - Rio	Variação Índice FIPE/ZAP Aluguel - Rio
2012	01/10/2012	107,71%	-38,78%	-10,31%	42,36%	37,69%
2013	18/07/2013	4,15%	13,33%	1,37%	17,43%	18,43%
2014	31/12/2014	27,65%	38,24%	8,46%	19,46%	6,94%
2015	31/12/2015	5,78%	21,28%	66,46%	-1,86%	-14,19%

Fonte: elaboração própria.

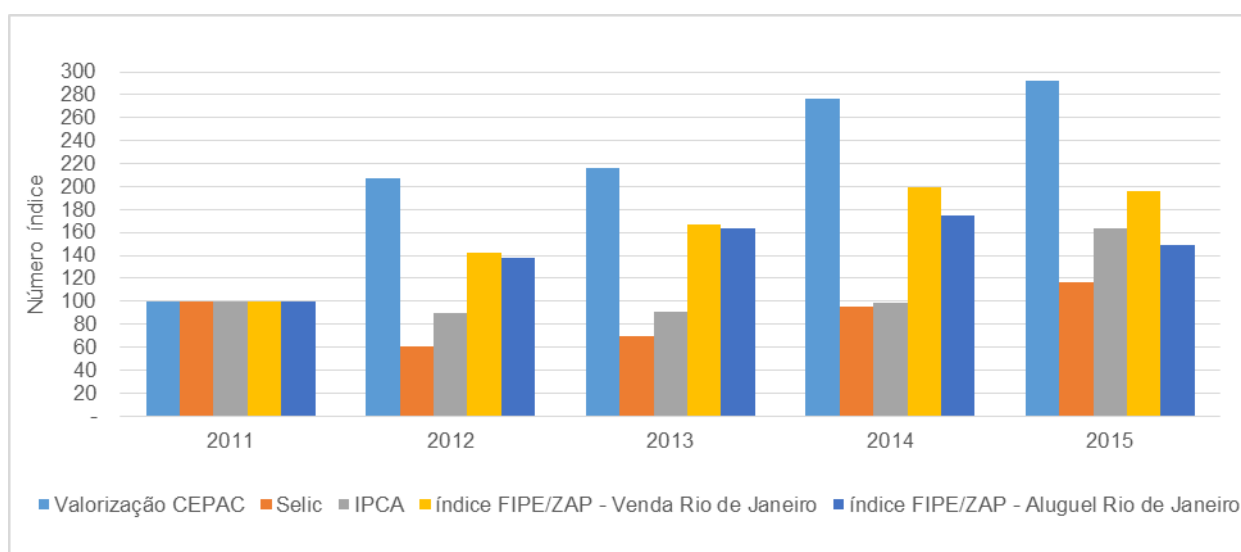
Para auxiliar a visualização da análise da variação destes diferentes indicadores, optamos por transformá-los em números índices¹³⁶. Assim, podemos avaliar a variação relativa de cada um dos indicadores em relação ao seu próprio valor no início da série, a partir de uma mesma base inicial.

¹³⁶ Isso significa que estipulamos o primeiro valor observado na série histórica como 100, e os valores seguintes representam a variação em relação ao primeiro valor. Por exemplo, o valor inicial do CEPAC é R\$ 545,00 e o segundo valor da série é R\$ 1.132,00. Ao colocar R\$ 545,00 igual a 100, temos que R\$ 1.132,00 é igual a 207,7, que significa que o segundo valor é 2,077 vezes o primeiro valor, ou 107,7% maior.

Tabela 11 - Variação CEPAC, taxa SELIC, IPCA e Índices FIPE-ZAP – Número Índice

Ano	Data	Evolução do Valor contábil do CEPAC	Evolução da Taxa Selic	Evolução do IPCA	Evolução do Índice FIPE/ZAP Aluguel - Rio de Janeiro	Evolução do Índice FIPE/ZAP Venda - Rio de Janeiro
2011	13/06/2011	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
2012	01/10/2012	207,7	61,2	89,7	142,4	137,7
2013	18/07/2013	216,3	69,4	90,9	167,2	163,1
2014	31/12/2014	276,1	95,9	98,6	199,7	174,4
2015	31/12/2015	292,1	116,3	164,2	196,0	149,6

Fonte: elaboração própria

Figura 45 - Variação CEPAC, taxa SELIC, IPCA e Índices FIPE-ZAP – Número índice

Fonte: Elaboração própria

Com isso buscamos analisar, além do preço do CEPAC, uma variável que mede um índice geral de preços dos imóveis no Rio de Janeiro (Índice FIPE-ZAP), a inflação (IPCA) e a taxa de juros básica da economia (SELIC).

O IPCA é índice oficial adotado pelo Governo brasileiro para medir a inflação dos preços na economia do país e também é o índice utilizado para atualização dos valores dos contratos envolvidos na OUCPM. Grosso modo, sem prejuízo de uma vasta teoria econômica que debate os reais efeitos da meta da taxa SELIC na economia, podemos afirmar que é um importante instrumento da política macroeconômica do país e pode ser definida como uma taxa média a ser paga pelo Governo aos investimentos com lastro em títulos do tesouro nacional, e por isso é tida como a taxa de juros básica.

Essa análise tem várias limitações. A primeira delas é que as variáveis selecionadas não são diretamente comparáveis entre si, mas o que buscamos mostrar é a variação destas variáveis no período analisado para daí extrairmos nossa análise. Neste sentido, é

preciso estarmos atentos às interpretações, pois uma mesma variação em uma e outra variável não podem ser compreendidas exatamente como equivalentes¹³⁷.

Outro ponto importante é destacarmos como o CEPAC teve seus valores contábeis registrados nos balanços patrimoniais do FIIPM neste período. O valor de 2011 é o preço de aquisição pago pelo FIIPM no leilão realizado pela municipalidade. Para os anos de 2012 e 2013 estes valores foram registrados pelo que os demonstrativos chamam de “valor justo”, sendo este considerado a soma dos valores unitário dos CEPAC de modo a corresponderem ao custo total da OUCPM. Já para os anos de 2014 e 2015 o preço do CEPAC “passou a ser registrado com base no valor da expectativa de venda do certificado de acordo com o preço médio dos CEPAC negociados ponderados pelo seu volume, dado o histórico das negociações de venda e permuta realizadas pelo detentor desses títulos” (FIIPM, 2016b, p. 17). Portanto, os valores dos dois últimos representam uma avaliação mais fidedigna dos valores de mercado destes títulos¹³⁸.

O preço do CEPAC tem uma variação de mais de 100% em 2012, mas muito em função do método usado para o cálculo desse valor, conforme anotamos. Em 2013, como o método é o mesmo, o preço dos CEPAC, tem uma pequena alta, praticamente acompanhando o índice do IPCA, que corrige o valor do custo da OUC. O mais relevante é observarmos que quando a metodologia passa a ser baseada no histórico das negociações, em 2014, o preço dos CEPAC tem uma alta significativa de quase 30% em relação ao ano anterior. Isso indicaria, segundo os métodos adotados nos demonstrativos financeiros do FIIPM, além de relevante valorização do preço de mercado do CEPAC, que os valores de mercado do CEPAC superavam o custo da OUCPM. Assim, mantidos os valores das negociações passadas para o restante do estoque destes títulos, seria o suficiente para cobrir os custos da Operação com algum ganho. As dificuldades de se confirmar este cenário são muitas. A mais óbvia é que até 2014 tinham sido negociados, segundo os demonstrativos, apenas cerca de 7,5% do estoque total da OUCPM (6.436.722 CEPACs). Além disso, o pequeno número de CEPACs negociados se concentrou em grande maioria (pouco mais de 80%) no ano de 2013. Nos anos seguintes houve pouquíssimas

¹³⁷ Caso o CEPAC dobre seu preço de um de um período ao outro pode ser factível dado um aumento expressivo nas expectativas de valorização na área da OUCPM, ou mesmo no mercado destes títulos. Se isso acontecesse com a taxa SELIC, estaríamos diante uma mudança radical da política macroeconômica, com efeitos igualmente radicais sobre a economia. Com um aumento de 100% no valor da SELIC de 2011, por exemplo, chegaríamos a uma taxa SELIC de 24, 5%, valor não observado há mais uma década. O mesmo se aplica ao IPCA, uma variação de 100% neste índice indicaria um grave quadro inflacionário, que não observamos há ainda mais tempo no país.

¹³⁸ O número de CEPAC envolvidos nas permutas (361.526) é quase 3 vezes maior que os vendidos (125.712). Os recursos só são arrecadados “à vista” nas operações de venda. Ainda que sejam registrados anualmente as previsões de perdas e ganhos nos ativos permutados, nos imóveis destinados a venda, por exemplo, a realização do valor da permuta só se dá com a venda efetiva do imóvel, o que ainda não foi realizado. Já rentabilidade com os imóveis para locação, só serão conhecidas quando começarem a operar. Com isso, queremos indicar que estes valores dos preços do CEPAC podem ainda não serem confirmados, ficando abaixo ou mesmo acima do registrado.

negociações, refletindo a sensível piora do mercado imobiliário (em 2014 foram vendidos apenas 29.071 CEPACs e em 2015 praticamente não houve negociações, sendo vendidos 38 CEPACs). Ainda assim, o demonstrativo de 2015 registrou uma pequena alta no preço dos títulos (5,78%).

Ao olharmos o IPCA percebemos que a inflação no período se manteve controlada até 2014, com uma pequena alta neste mesmo ano. Já em 2015, o índice cresce significativamente, mostrando a volta de uma pressão inflacionária, contribuindo para a piora no cenário macroeconômico do país, que também se reflete no mercado imobiliário.

A análise da taxa SELIC completa o quadro. Ela apresentou o menor valor de toda série histórica no país, em 2012 (7,5% a.a.), e foi progressivamente sendo elevada, com uma grande alta em 2015 (14,25%¹³⁹). Esta alta pode, em parte, ser atribuída à política macroeconômica adotada que imputa a este instrumento a contenção dos índices inflacionários (efetividade controversa na literatura econômica). Em que pese a não formação até o momento de um mercado secundário *stricto sensu*¹⁴⁰, isso indica que os investimentos especulativos em CEPAC vão se tornando menos atrativos nos últimos anos, já que a alta na SELIC indica um maior custo de oportunidade destes investimentos frente a outros títulos financeiros que são remunerados à taxa SELIC. Pelo mesmo motivo, em certa medida, podemos argumentar a manutenção da alta na taxa SELIC implica também em um custo de oportunidade dos investimentos produtivos, refletindo no mercado imobiliário e nas negociações de CEPAC.

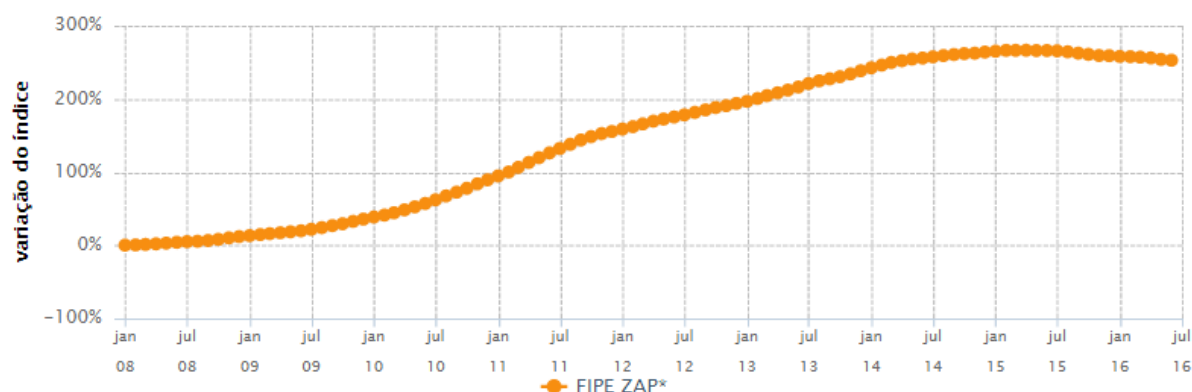
O Índice FIPE-ZAP reflete o comportamento das variáveis anteriores e dá o quadro geral do mercado imobiliário na cidade do Rio de Janeiro no período analisado. Podemos notar que há uma grande alta nos índices em 2012, tanto para as vendas como para alugueis. Em 2013 e 2014, embora positivos e significativos, os valores do crescimento desaceleram e em 2015 há uma pequena queda para as vendas e uma queda mais acentuada para os alugueis. Como vimos, mesmo ante a esse quadro dos índices FIPE-ZAP – de desaceleração seguida de queda – o preço do CEPAC tem uma grande valorização em 2014 e continua a se valorizar, a uma taxa menor, em 2015. Contudo, ao aumento do preço do CEPAC não acompanhou um aumento nas negociações, que se concentram em 2013.

Os gráficos a seguir mostram os Índices FIPE-ZAP para todo período disponível (janeiro de 2008 a julho de 2016). Por meio deles, podemos perceber que o *boom* imobiliário na cidade do Rio de Janeiro se concentrou entre 2009 e 2014, quando o crescimento do índice se dá de maneira mais acentuada.

¹³⁹ Esse mesmo valor foi mantido até a última reunião do COPOM em 21/07/2016.

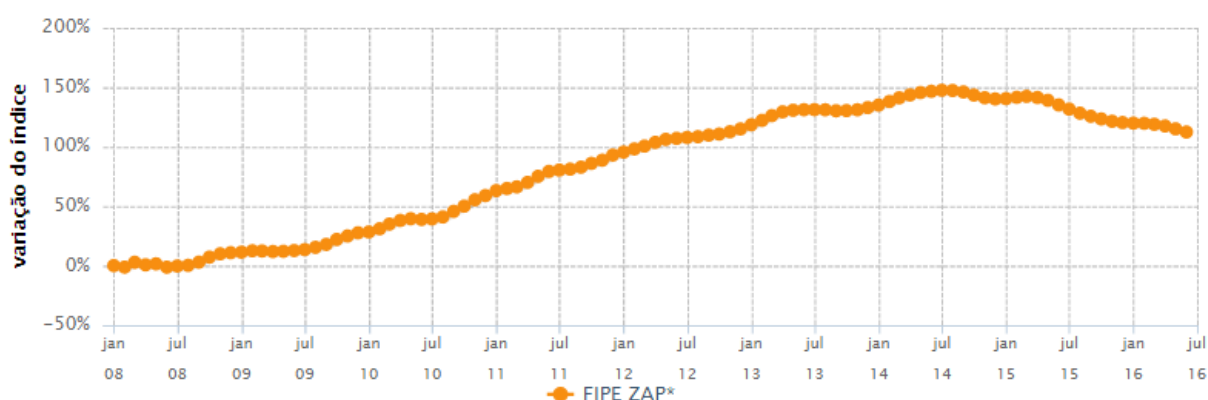
¹⁴⁰ O que não impede de que este mercado seja criado no futuro, pois como já destacamos, isso pode acontecer caso o FIIPM opte pelas vendas de CEPAC em leilão.

Figura 46 - Índice FIPE-ZAP vendas



Fonte: <http://www.zap.com.br/imoveis/fipe-zap-b/>.

Figura 47 - Índice FIPE-ZAP aluguéis



Fonte: <http://www.zap.com.br/imoveis/fipe-zap-b/>.

O cenário descrito é de uma intensa valorização imobiliária que coincide com os primeiros anos da OUCPM, mas que já não tem mais o mesmo ímpeto desde 2014. As variáveis analisadas nessa seção corroboram com outras análises ao feitas longo da dissertação que também apontam neste sentido. Ainda que os índices FIPE-ZAP para o município do Rio de Janeiro representem uma boa *proxy* da dinâmica da valorização imobiliária no município, não é possível captar através deles as transformações específicas na área da OUCPM. Como o instrumento da Operação Urbana Consorciada se propõe justamente à valorização imobiliária de uma região específica da cidade, fica bastante prejudicada a avaliação que pretendíamos realizar nesta seção.

A análise da evolução do preço dos CEPAC parece sugerir inicialmente que há uma grande valorização destes títulos, até mesmo superior à valorização imobiliária da cidade como um todo quando essa começa a arrefecer (2014 e 2015). Contudo, as poucas observações, a mudança da metodologia de cálculo do preço dos CEPAC e o pequeno percentual destes títulos negociados frente ao estoque total da OUCPM impedem que façamos observações mais conclusivas. Por outro lado, o baixo volume negociado até o

momento, que diminui consideravelmente 2014 e é praticamente nulo em 2015 (anos de piora nas expectativas do mercado imobiliário), além da necessidade de um novo aporte do FGTS no FIIPM que tratamos anteriormente, sugerem que as negociações com os CEPACs não atingiram a rentabilidade esperada, ou pelo menos não com a liquidez que se fazia necessária nos primeiros anos da OUCPM.

Por fim, sugerimos que a análise pretendida aqui será mais relevante a medida em que a implementação da OUCPM avançar, quando teremos mais observações das negociações dos CEPAC e será possível observar alterações na dinâmica imobiliária dos bairros que compõem a área da OUCPM. Deste modo, esse último tópico aponta para uma agenda de pesquisa importante para os próximos anos, sendo essa uma das contribuições mais relevantes dessa seção.

4.3 Considerações finais

Neste capítulo, vimos que a emergência de um novo padrão de planejamento urbano (planejamento estratégico, ou urbanismo corporativo) alicerçado sobre uma lógica empresarial e de competitividade urbana globalizada é parte constitutiva da consolidação do regime de acumulação financeirizado. Neste cenário, os projetos de “revitalização” de áreas ditas “degradadas” das grandes cidades passam a representar uma nova fronteira da acumulação capitalista, especialmente do capital financeiro imobiliário. As PPPs, e instrumentos como a OUC no caso brasileiro, emergem como prática paradigmática da política urbana colocada a frente por este padrão de planejamento.

As práticas desse novo padrão começam a reverberar de maneira mais intensa na administração da cidade do Rio de Janeiro nos anos 1990, quando se forma uma coalizão no poder muito próxima do empresariado e de suas associações de classe. É ainda nesse período que se forjam as tentativas mais sistematizadas de se implementar tais projetos de “revitalização” da área portuária, e que lançarão as bases da Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha.

Argumentamos que a OUC se adequa à temporalidade do capital financeiro imobiliário e que a utilização do CEPAC representa o aprofundamento da financeirização do mercado imobiliário, pois conecta diretamente a terra urbana e a lógica do mercado financeiro. A este título atribuímos duas vias de formação de capital fictício.

Ademais, salientamos que as Operações Urbanas carregam intrinsecamente o imperativo da valorização fundiária da área em que é realizada e que seu “sucesso” depende do interesse e adesão do mercado imobiliário. Este imperativo tem em si a lógica da segregação. Além disso, apontamos que, apesar do discurso de não oneração dos cofres

públicos, as análises das experiências mostram que as OUCs têm sido viabilizadas pelo fundo público e promovido a apropriação privada deste.

Tudo isso se confirma no caso da OUCPM.

Vimos que a implementação do projeto, cuja as linhas gerais foram formuladas pelas mesmas empresas que ganharam a licitação das obras de “revitalização” da área portuária e que possuem grandes investimentos em empreendimentos na região, contou com um momento político e econômico bastante favorável à sua realização. O alinhamento político entre os três entes federativos – União, Estado e Município do Rio de Janeiro –, o momento macroeconômico do país, e do mercado imobiliário em especial, e também a realização dos megaeventos esportivos – Copa do Mundo de Futebol e os Jogos Olímpicos – formaram um quadro de expectativas positivas em torno do projeto ainda não experimentado em outras tentativas de “revitalização” elaboradas para a área.

Mostramos que o arranjo político-institucional criado para implementação da OUCPM provoca um processo de “privatização funcional” dos agentes públicos envolvidos que, mais do que isso, passam a atuar sob uma lógica financeira. A criação dos órgãos para gerir a Operação – como a CDURP – com uma organização muito próxima de empresas privadas e a utilização de veículos típicos do mercado financeiro – como o FIIRP e FIIPM – corroboram estas afirmações.

Vimos, também, que o discurso de que o projeto não acarretaria custos ao erário público, repetido à exaustão pelos agentes envolvidos, não se sustenta à luz dos fatos. Gastos da prefeitura não contabilizados como passivos da OUCPM, o envolvimento de empresas com participação de capital público nos processos de securitização de créditos imobiliários em empreendimentos ali desenvolvidos, além da decisiva participação da CAIXA com recursos do FGTS – poupança compulsória dos trabalhadores – e da vinculação dos terrenos públicos localizados na região ao projeto, foram cruciais à sua viabilidade. Este último é outro ponto crucial. O arranjo econômico-financeiro da OUCPM implicou na liberação de grandes terrenos públicos localizados na região à iniciativa privada, sendo este um dos pilares desse arranjo. Fica claro aqui o processo de vinculação da terra urbana ao processo de acumulação do capital financeiro imobiliário, e que, por se tratar de terrenos públicos transferidos ao domínio privado, deve ser encarado como um processo de acumulação por espoliação.

A utilização do CEPAC também representa um salto neste processo de vinculação da terra aos processos de valorização no mercado financeiro e de capitais, embora não tenha se formado, até o momento, um mercado secundário significativo. Como vimos, a estratégia de negociação destes títulos adotada pelo FIIPM impede a formação deste mercado, pois ocorreram majoritariamente por meio de permutas, ou, uma parte menor, pela venda direta, quando estão os compradores impedidos contratualmente de especularem

com o CEPAC. Isso, porém, não impossibilita que venha a ser criado tal mercado e não retira do CEPAC seu caráter essencialmente especulativo. Aliás, na única oportunidade de se observar a figura de um especulador, pela venda de CEPAC em leilão pelo FIIPM, tal especulação foi confirmada, ainda que não seja quantitativamente significativa. De outra perspectiva, podemos argumentar que o próprio FIIPM assumiu este papel do especulador de CEPAC, pois é justamente os ganhos com as vendas do título que lhe garantirá a rentabilidade do investimento de R\$ 5 bilhões na OUCPM. Rentabilidade esta, colocada em xeque pela necessidade de novo aporte do FGTS no patrimônio do FIIPM em 2015.

A análise dos empreendimentos desenvolvidos ou negociados no âmbito da OUCPM até o momento revelou os mecanismos de atuação do capital financeiro imobiliário. Notamos que em todos os empreendimentos avaliados há aspectos que corroboram com a tese de financeirização do mercado imobiliário e que a OUCPM se mostrou um instrumento que de fato promove este processo.

A atuação relevante de empresas como a Tishman Speyer, que podemos qualificar como uma típica representante do capital financeiro imobiliário, revela os mecanismos de valorização dessa fração do capital. A participação de fundos de investimento – seja dos chamados fundos de *private equity*, fundos investimento imobiliários (FII) ou fundos de investimentos em participações (FIP) –, inclusive com a participação de capital estrangeiro e a associação a marcas internacionais, foram a tônica revelada na análise dos empreendimentos. Tal fato aponta para a centralidade do progressivo processo de abstração da propriedade imobiliária e da aproximação aos mecanismos do mercado financeiro, que são próprios da dinâmica do capital financeiro imobiliário no contexto da vigência de um regime de acumulação financeirizado. Estas são as inovações financeiras que intentam superar a baixa liquidez e os longos prazos de maturação dos investimentos em empreendimentos imobiliários, e têm por finalidade manter a mobilidade destes capitais em um sistema em que a liquidez é o paradigma fundamental e a valorização financeira estratégia primordial. O exame do patrimônio do FIIPM também evidencia estes pontos, ficando clara a dominação financeira e a equiparação da propriedade imobiliária aos ativos financeiros.

Os empreendimentos que vêm sendo desenvolvidos por grandes empresas nacionais do setor imobiliário, que já passaram por este processo de financeirização – inclusive com ações negociadas na bolsa de valores e com a participação de fundos de investimento estrangeiros em seu capital social – como a Evem e Cyrella, também são emblemáticos.

Mesmo a participação de grandes empreiteiras nacionais, representadas aqui principalmente pela Odebrecht e OAS, também evidenciam aspectos importantes da financeirização do mercado imobiliário. Um destes aspectos é a entrada destas empresas

no mercado de incorporação imobiliária, que se dá em um momento em que financeirização já está consolidado no país e no qual notamos o avanço deste processo sobre o mercado imobiliário. Ainda que estas empresas estejam vinculadas a investimentos produtivos, o uso de títulos financeiros de base imobiliária, lastreados em seus empreendimentos, e a participação de fundos de investimento no capital social de suas subsidiárias que atuam no mercado imobiliário apontam para um dos aspectos da financeirização, já anotado por Chesnais, em que o capital industrial passa crescentemente a buscar formas de valorização financeira, ou seja, busca se valorizar como capital fictício.

Devemos ressaltar também, que estas empresas atuam em praticamente todas as etapas da OUCPM, desde sua elaboração. São estas empresas quem propõe as bases do projeto através da PMI, lançada ainda no governo Cesar Maia – como vimos, o presidente da OAS chega a ser apontado como o mentor da Operação –, e participam também nos diversos contratos de PPP com a municipalidade, inclusive o que prevê as obras de “revitalização” da área portuária, além de desenvolverem empreendimentos imobiliários na região. Por isso, são classificadas como “especuladores estruturais”.

Por fim, é importante atentarmos para aquele que se torna o produto típico do capital financeiro imobiliário: grandes torres comerciais de alto padrão, com um modelo estético alinhado à “arquitetura de grife”, onde predominam as fachadas de aço e vidro espelhado, em adequação aos modelos das ditas cidades globais. Este produto torna-se o padrão amplamente dominante, como podemos comprovar pelos empreendimentos analisados.

5 CONCLUSÃO

A área portuária do Rio de Janeiro foi palco de grandes transformações nos últimos anos que alteraram de maneira significativa a paisagem urbana do lugar. Grandes torres de alto padrão, com suas fachadas de vidro reluzente, já fazem parte do cenário da região. Praças requalificadas, antigos galpões reformados e novos edifícios de uma arquitetura exuberante, com destaque para o Museu do Amanhã adentrando ao mar sobre o píer Mauá, são aspectos dessa transformação notados ao longe. Há, contudo, muitos outros aspectos desta realidade que não são revelados à primeira vista e que se escamoteiam por detrás dessa paisagem.

Essas transformações são apenas uma das faces de um processo complexo de interação entre a acumulação capitalista e a construção do espaço urbano, que pode ser apreendida sob múltiplas perspectivas.

Do ponto de vista que adotamos nesta dissertação, julgamos relevante lançar luz sobre a dinâmica do que qualificamos como capital financeiro imobiliário e sua interação com a política urbana, e mais especificamente com as Operações Urbanas Consorciadas, pois foi este o instrumento urbanístico utilizado para as transformações observadas na área portuária do Rio de Janeiro.

Para isso, foi preciso apreender que esta fração do capital emerge num contexto de transformações também significativas na economia mundial que viriam a conformar o padrão de acumulação capitalista contemporâneo. Sendo assim, iniciamos este trabalho buscando compreender o que é, como surge e como se consolida o regime de acumulação financeirizado hoje vigente.

Este regime de acumulação se caracteriza pela dominação da lógica de acumulação do capital financeiro, que passa a assumir o controle das formas e da temporalidade da acumulação capitalista. Ainda que o próprio conceito de capital financeiro adotado nesta dissertação, que parte dos estudos de Hilferding, carregue nele mesmo o sentido de dominação ao capital produtivo, nos referimos, como faz Chesnais, a um período específico da história em que este capital assume uma proeminência tal que o possibilita de assumir o comando da acumulação. A essência do modo de valorização deste capital é aquela do capital portador de juros que, como assinalou Marx, parece dotar o dinheiro que circula como capital da capacidade de gerar por si mais dinheiro, $D-D'$, pela punção de mais-valia, mas que, como vimos, apenas esconde seu movimento real, que em verdade não pode prescindir da valorização no processo produtivo, pela extração de mais-valia.

Nestes termos, apontamos que a liquidez, o ganho de curto prazo, a flexibilização das movimentações de capital, o rentismo e a especulação tornam-se os paradigmas essenciais do regime de acumulação financeirizado. Outro traço característico desse regime

de acumulação é o papel de destaque que assumem as instituições financeiras não-bancárias e os investidores institucionais, notadamente os fundos de investimento e de pensão que concentram e centralizam grandes massas de poupança.

As condições históricas da emergência deste regime de acumulação no plano mundial têm início no ainda nos 1970. Tem raiz neste período um processo intenso de liberalização e desregulamentação dos fluxos internacionais de capital que põe em curso uma globalização financeira. As inovações financeiras surgidas são centrais neste processo.

Vimos que simultaneamente surge um novo padrão de planejamento urbano (empreendedorismo urbano, planejamento estratégico ou urbanismo corporativo) alicerçado em uma lógica empresarial e de competitividade urbana globalizada e que lança mão de instrumentos e estratégias próprias à esfera financeira. A política urbana colocada em prática por este padrão de planejamento é também parte constitutiva da emergência do regime de acumulação financeirizado contemporâneo, e não apenas um reflexo deste regime. É neste cenário que projetos de “revitalização” de áreas ditas “degradadas” passam a representar uma nova fronteira para a valorização dos capitais invertidos na construção do espaço urbano, com interconexões entre capital imobiliário e capital financeiro cada vez mais fortes. São estas conexões que possibilitam a emergência do capital financeiro imobiliário, sendo as inovações financeiras o amálgama deste processo.

Vimos que a integração do Brasil a este regime, de maneira ativa, somente se consolida nos anos 1990 com a desregulamentação e abertura financeira promovida neste período. Também aqui a trajetória do planejamento e da política urbana, bem como as modificações normativas e nos padrões de financiamento do setor imobiliário são fundamentais para entendermos a emergência do capital financeiro imobiliário no Brasil.

Mostramos que a estrutura de financiamento do setor imobiliário e de habitação esteve historicamente baseada na captação e distribuição do fundo público. Também nos anos 1990, há uma guinada da política de financiamento e crédito em direção à racionalidade das finanças e surgem as inovações financeiras que irão possibilitar de fato a consolidação do capital financeiro imobiliário no país. Consubstanciadas na criação do Sistema Financeiro Imobiliário, são fundamentais a introdução em nosso ordenamento dos Fundos de Investimento Imobiliários (FII) e dos títulos financeiros de base imobiliária, como o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), a Letra de Crédito Imobiliário (LCI), a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI) e os Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPAC). Vimos que, embora o discurso que envolveu a criação destes mecanismos defendesse a captação de recursos privados no mercado de capitais, o setor imobiliário permanece dependente das fontes de financiamento público, sendo observado a captura de parte dos recursos que deveriam ser destinados ao financiamento habitacional.

As inovações financeiras daquele período é que vão caracterizar as feições do capital financeiro imobiliário no Brasil, confirmando as argumentações teóricas que colocam as inovações financeiras na centralidade do processo de formação desta fração do capital, pois que aproximam de maneira definitiva o capital imobiliário e o financeiro. Tais inovações intentam superar as barreiras postas à acumulação desta fração do capital, pois possibilitam transformar um ativo físico, de longo prazo de maturação e de baixa liquidez, em ativos financeiros, mais líquido e de realização de ganhos no curto prazo. Colocam, assim, a terra e os bens imobiliários e as rendas oriundas de sua exploração econômica sob a lógica de circulação e valorização do capital portador de juros.

A figura da Parceria Público-Privada (PPP), da qual a Operação Urbana Consorciada é uma modalidade, e sua aplicação como instrumento de política urbana, emerge como solução paradigmática adotada por aquele novo padrão de planejamento, ainda na década de 1970 nos países centrais e no Brasil a partir dos anos 1980 e 1990.

Buscamos mostrar que as Operações Urbanas se adequam à temporalidade do capital financeiro imobiliário, carregam intrinsecamente o imperativo da valorização fundiária da área em que é realizada e que seu “sucesso” depende do interesse e adesão do mercado imobiliário, o que coloca em questão seu suposto potencial redistributivo. Argumentamos que por isso o instrumento é portador da lógica da segregação e, ao contrário do discurso que acompanha sua implementação, as experiências mostram que o instrumento exige grandes montantes de investimentos públicos.

Vimos que Operação Urbana Consorciada Porto Maravilha se revelou um espaço privilegiado da atuação do capital financeiro imobiliário e se constituiu como uma fronteira de valorização deste capital. A articulação política envolvendo os três entes federativos, União, Estado e Município do Rio de Janeiro, foi fundamental para a viabilidade do projeto. O complexo arranjo econômico-financeiro criado evidencia que não só os agentes do mercado imobiliário, mas também os entes estatais passam a lançar mão de instrumentos e estratégias próprias à esfera financeira, potencializados pela OUC. A criação da CDURP e do FIIRP revelam estas estratégias pela municipalidade. Ao colocar os terrenos públicos da área portuária como peça fundamental dessa engrenagem, percebemos a conexão entre a terra urbana e a lógica do mercado financeiro, combinando mecanismos de especulação imobiliária e de acumulação por espoliação.

Neste sentido, o uso do CEPAC na OUCPM representa o aprofundamento da financeirização do mercado imobiliário, pois também conecta a terra urbana – neste caso terreno virtual, solo criado – ao modo de valorização do capital portador de juros.

A OUCPM é um caso emblemático do uso do fundo público nestes projetos e de sua apropriação privada. Afora os recursos empenhados pela prefeitura e não colocados como passivos da Operação, o investimento realizado pelo FGTS, através do FIIPM, é o que de

fato viabiliza o projeto. Deste modo, um fundo de investimento formado pela poupança compulsória dos trabalhadores, assume a maior parte dos riscos em detrimento da iniciativa privada. São estes investimentos que custeiam as obras de “revitalização” que intentam promover a valorização fundiária da área portuária. Assim, é o investimento produtivo financiado pelo fundo público que irá dar sustentação aos ganhos especulativos e financeiros na região. O FIIPM, também age como especulador, já que são os ganhos com as negociações dos CEPACs, e dos terrenos adquiridos pelo Fundo, que poderão lhe garantir o retorno de seu investimento. Vimos que entre as estratégias adotadas nestas negociações predominam as associações junto aos agentes de mercado imobiliário para o desenvolvimento de empreendimentos na área da OUC.

A análise da Operação Urbana como um todo e dos empreendimentos ali desenvolvidos mostra que não há uma distinção clara entre os agentes que atuam na esfera produtiva e financeira, de natureza especulativa. O que, para nós, evidencia a natureza própria do capital financeiro imobiliário.

Ao examinarmos os empreendimentos desenvolvidos no âmbito da OUCPM que utilizaram os CEPACs, vimos que tem grande relevância aqueles desenvolvidos pelas grandes construtoras do país, que também atuam como incorporadoras, e fazem uso de títulos financeiros imobiliários lastreados nestes imóveis. Observamos também a presença de incorporadoras estrangeiras e fundos de investimento, nacionais e internacionais. Acreditamos que nossa análise comprova a atuação do capital financeiro imobiliário, que é impulsionada pelos arranjos financeiros enredados pela OUCPM. Pudemos observar, também, que se dissemina um tipo de produto imobiliário específico, típico dessa fração do capital. Predominam entre os empreendimentos analisados as grandes torres comerciais, de alto padrão, projetadas por arquitetos renomados e que replicam um padrão arquitetônico difundido nas grandes cidades do mundo.

Por fim, concluímos que a Operação Urbana Consorciada se mostra como um potente veículo que propicia a apropriação privada e financeirizada do fundo público, usando a construção do espaço urbano como plataforma de valorização. Assim, a partir do estudo da OUCPM, sugerimos que ela se constitui como um “vaso comunicante” entre o público e privado, entre a esfera financeira e o espaço urbano, por meio do qual é punçada a mais-valia no movimento de valorização do capital financeiro imobiliário.

REFERÊNCIAS

ALBUQUERQUE, E. M. **Agenda Rosdolsky**. Belo Horizonte: Editora UFMG, 2012

ARRIGHI, G. **Adam Smith em Pequim**: origens e fundamentos do século XXI. São Paulo: Boitempo, 2008.

ARRIGHI, G. **O longo século XX**: dinheiro, poder e as origens do nosso tempo. São Paulo: Ed. UNESP/Contraponto, 1996.

BELLUZZO, L. G. **Finança global e ciclos de expansão**. In: FIORI, J. L. (Org.). Estados e Moedas no desenvolvimento das nações. 3ª ed., Petrópolis, RJ: Editora Vozes, 1999, p. 87-117.

BELLUZZO, L. G. Sistema de Crédito, Capital Fictício e Crise. **Carta Maior**, 09 jun. 2011.

BIENENSTEIN, G. Reestruturação Econômica e Produção do Ambiente Construído: Algumas Indagações. In: **VII Encontro Nacional da ANPUR**. Anais [...] Recife. 1997, p. 773 - 796.

BOTELHO, A. **O financiamento e a financeirização do setor imobiliário**: uma análise da produção do espaço e da sócio-especial através do estudo do mercado da moradia na cidade de São Paulo. Tese (Doutorado), FFLCH/USP, 2005.

BOTTOMORE, T. Introdução. In: **O Capital Financeiro**. HILFERDING, R. Nova. Cultural, São Paulo, 1985.

_____. **A Dictionary of Marxist Thought**. 2nd ed. Oxford, UK: Blackwell Ltd; 1991.

BOYER, R. A teoria da regulação: uma análise crítica. São Paulo: Nobel, 1990.

BOYER, R.; SAILLARD, Y. (eds.). **Régulation theory**: the state of the art. London and New York: Routledge, 2002.

BRAGA, José Carlos de Souza. **Temporalidade da riqueza**: teoria da dinâmica e financeirização do capitalismo. Campinas: IE; Unicamp, 2000.

BRASIL. **Lei Federal nº 10.257, de 10 de julho de 2001**. Regulamenta os arts. 182 e 183 da Constituição Federal, estabelece diretrizes gerais da política urbana e dá outras providências. (Estatuto da Cidade), 2001.

CANO, W. **Ensaio sobre a crise urbana do Brasil**. Campinas, SP: Editora da UNICAMP, 2011.

CANO, W. **Desequilíbrios regionais e concentração industrial no Brasil-1930/1970**. Campinas, DEPE/IFCH/UNICAMP, 1981, 4v., 447p. (Tese de Livre-Docência).

CARCANHOLO, R. A.; SABADINI, M. de S. **Capital fictício e lucros fictícios**. Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política (SEP), Rio de Janeiro, n.24, jun. 2009, p.41-65. Disponível em: <http://www.sep.org.br/revista/download?id=4>. Acesso em: 31/08/2015.

COMPANHIA DE DESENVOLVIMENTO URBANO DA REGIÃO DO PORTO DO RIO DE JANEIRO (CDURP). **Primeiro termo aditivo ao Contrato de Parceria Público-Privada**. 2012. Disponível em: <http://www.portomaravilha.com.br/conteudo/contratos/aditivo.pdf>. Acesso em: 31/08/2015.

_____. **Relatório Trimestral de Atividades - Julho - Setembro / 2010**. 2010a. Disponível em: http://www.portomaravilha.com.br/relatorios_trimestrais. Acesso em: 31/08/2015.

_____. **Contrato de Parceria Público-Privada – PPP**. 2010b. Disponível em: <http://www.portomaravilha.com.br/contratos/#porto>. Acesso em: 31/08/2015.

_____. **Prospecto de Registro da Operação Urbana Consorciada da Região Portuária do Rio de Janeiro**. 2010c. Disponível em: <http://www.portomaravilha.com.br/prospecto>. Acesso 27/12/ 2015.

_____. **Editais de licitação. Concorrência pública Nº 001/2010**. 2010d. Disponível em: <http://www.portomaravilha.com.br/contratos/#porto>. Acesso em: 31/08/2015.

COTA, Daniela Abritta. **A parceria público-privada na política urbana brasileira recente: reflexões a partir da análise das operações urbanas em Belo Horizonte**. Belo Horizonte: IGC/UFMG, 2010. (Tese de Doutorado).

CHESNAIS, Francois. Innovation under the sway of financialization: a few selected US issues. In: PRADO, Luiz Carlos Delorme; LASTRES, Helena Maria Martins. (Org.). **Estratégias de desenvolvimento, política industrial e inovação: ensaios em memória de Fabio Erber**. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 2014. p. 103-138.

_____. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, F. (Org). **A finança mundializada**. São Paulo: Boitempo, 2005.

_____. **A teoria do regime de acumulação financeirizado**: conteúdo, alcance e interrogações. Campinas, Economia e Sociedade, jan. /jun 2002.

_____. A 'nova economia': uma conjuntura própria à potência econômica estadunidense. **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, n. 9, p. 53-85, dezembro de 2001.

CHESNAIS, Francois. **A Mundialização Financeira: Gênese, Custos E Riscos**. São Paulo: Xamã, 1998.

_____. **Mundialização Do Capital**. São Paulo: Xamã, 1996.

DINIZ, Nelson. De Pereira Passos ao Projeto Porto Maravilha: Colonialidade do saber e transformações urbanas da Região Portuária do Rio de Janeiro. In: **XII Colóquio Internacional de Geocrítica**, 2012, Bogotá. Actas del XII Colóquio Internacional de Geocrítica, 2012. Disponível em: <http://www.ub.edu/geocrit/coloquio2012/actas/07-N-Diniz.pdf>. Acesso: em 01/05/2016

ENGELS, F. Carta de F. Engels a Bloch 21-22 set. 1890. In: MARX, K.; ENGELS, F. **Obras Escolhidas**. São Paulo: Alfa-Ômega, vol 3, s/d.

FERNANDES, A. Decifra-me ou te Devoro: Urbanismo Corporativo, Cidade-fragmento e Dilemas da Prática do Urbanismo no Brasil. In: PAVIANI, A.; GONZALES, S. F. N.; FRANCISCONI, J. G. (Org.). **Planejamento e Urbanismo na atualidade brasileira**. Brasília: Livre Expressão, 2013.

FIX, Mariana. Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil. Tese de doutorado. Campinas: IE/UNICAMP, 2011.

_____. Uma Ponte para a especulação ou a arte da renda na montagem de uma "cidade global". **Cadernos CRH**, Salvador. V.22, n.55, p.41-64, Jan/Abr. 2009.

_____. **São Paulo Cidade Global: Fundamentos Financeiros De Uma Miragem**. 1. ed. São Paulo: Boitempo, 2007.

_____. A 'fórmula mágica' da parceria público-privada: operações urbanas em São Paulo. In: SCHICCHI; BENFATI (Org.). **Urbanismo: dossiê São Paulo - Rio de Janeiro**. Campinas: PUCCAMP/PROURB, 2004. p.185-198.

_____. **Parceiros da Exclusão**. Duas histórias da construção de uma "Nova Cidade" Em São Paulo: Faria Lima E Água Espreada. 1. ed. São Paulo: Boitempo, 2001.

FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO PORTO MARAVILHA (FIIPM). **Relatório do trimestre findo em 31 de março de 2016**. 2016a. Disponível em: http://www.caixa.gov.br/Downloads/investidores-institucionais-fii-porto-maravilha/Rel_1_Trimestre_2016_FII_Porto_Maravilha.pdf. Acesso em: 10/05/2016.

_____. **Demonstrações financeiras: 31 de dezembro 2015 e 2014**. 2016b. Disponível em: http://www.caixa.gov.br/Downloads/investidores-institucionais-fii-porto-maravilha/DFs_e_Relatorio_Auditoria_FII_PM_31_12_2015.pdf. Acesso em: 10/04/2016.

FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO PORTO MARAVILHA (FIIPM). **Informe mensal de fevereiro de 2016**. 2016c. Disponível em:

http://www.caixa.gov.br/Downloads/investidores-institucionais-fii-porto-maravilha/Informe_Mensal_02_2016_FII_PM.pdf. Acesso em: 10/05/2016.

_____. **Demonstrações financeiras**: 31 de dezembro 2014 e 2013. 2015. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/?fundosreg>. Acesso em:10/05/2016.

_____. **Demonstrações financeiras**: 31 de dezembro 2013 e 2012. 2014. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/?fundosreg>. Acesso em:10/05/2016.

_____. **Demonstrações financeiras**: 31 de dezembro 2012 e 2011. 2013. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/?fundosreg>. Acesso em:10/05/2016.

FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO DA REGIÃO DO PORTO (FIIRP). Edital do leilão da oferta pública de distribuição secundária no mercado de balcão organizado – módulo plataforma eletrônica da CETIP – negociação por leilão relativamente à colocação de certificados de potencial adicional de construção (“CEPAC”). 2011. Disponível em: http://portomaravilha.com.br/conteudo/canal_investidor/suplemento/edital.pdf. Acesso em: 04/07/2016.

_____. **Demonstrações financeiras**: 31 de dezembro 2015 e 2014. 2016. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/?fundosreg>. Acesso em:10/05/2016.

_____. **Demonstrações financeiras**: 31 de dezembro 2014 e 2013. 2015. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/?fundosreg>. Acesso em:10/05/2016.

_____. **Demonstrações financeiras**: 31 de dezembro 2013 e 2012. 2014. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/?fundosreg>. Acesso em:10/05/2016.

_____. **Demonstrações financeiras**: 31 de dezembro 2012 e 2011. 2013. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/?fundosreg>. Acesso em:10/05/2016.

FURTADO, Celso. *Formação Econômica Do Brasil*. 34. ed. São Paulo: Cia. das Letras, 2007.

HARVEY, David. **A Condição Pós-Moderna**. São Paulo: Loyola, 1992.

_____. **A Produção Capitalista do Espaço**. 2 ed. São Paulo: Annablume, 2005.

_____. **O neoliberalismo: história e implicações**. São Paulo: Loyola, 2008.

HARVEY, David. **Os limites do Capital**. São Paulo. Boitempo. 2013.

_____. **Para entender O capital**: livros II e III. São Paulo. Boitempo. 2014.

GUIMARÃES, F. **Títulos de crédito imobiliário somam R\$ 237,8 bi, diz Cetip**. Exame, 28/05/2014. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/cetip-titulos-de-credito-imobiliario-soman-r-237-8-bi>>. Acesso em: 31/08/2015.

HILFERDING, R. O capital financeiro. São Paulo, SP: Nova Cultural, 1985.

HOBSON, John Atkinson. **A evolução do capitalismo moderno**: um estudo da produção mecanizada. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

KRIPPNER, G. R. **The Financialization of the American economy**. Socio-Economic Review, Mai, v3, n2, 2005, p. 173-208.

LAPYDA, Ilan. A Financeirização no capitalismo contemporâneo: uma discussão das teorias de François Chesnais e David Harvey. Dissertação de mestrado. São Paulo: FFLCH/USP, 2011.

LOGAN, John R.; MOLOTCH, Harvey L. **Urban Fortunes**: The Political Economy of Place. Los Angeles: University of California Press, 1987.

MARICATO, E. **Política habitacional no regime militar**. Petrópolis: Vozes, 1987.

_____. **Política Urbana e de Habitação Social**: um assunto pouco importante para o Governo FHC. Revista Praga Estudos Marxistas. v. 6. São Paulo: Boitempo, 1998. p. 67-78.

MAGALHÃES, Felipe N.C. **O neoliberalismo e a produção do espaço na metrópole**: subjetividades, insurgências e redes na economia política da urbanização contemporânea. Tese de Doutorado. Instituto de Geociências/UFMG, Belo Horizonte, 2015. Disponível em: http://www.bibliotecadigital.ufmg.br/dspace/bitstream/handle/1843/BUBD-A2UF8X/tese_felipe_nunes_coelho_magalhaes.pdf?sequence=1. Acesso em: 01/05/2016.

MARICATO, E.; FERREIRA, J. S. W. Operação urbana consorciada: diversificação urbanística participativa ou aprofundamento da desigualdade. In: Leticia Marques Osório. (Org.). **Estatuto da cidade e reforma urbana**: novas perspectivas para as cidades do Brasil. 1 ed. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris, 2002, p. 215-250.

MARX, Karl. **O Capital**: crítica da economia política. 19. ed., Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002. Livro 1, v. 1-2.

MARX, Karl. **Crítica do Programa de Gotha**. São Paulo: Boitempo, 2012.

_____. **O Capital**. Livro Terceiro. Tomo I. São Paulo: Nova Cultural, 1986.

_____. **O Capital**. Livro Terceiro. Tomo II. São Paulo: Nova Cultural, 1986b.

_____. **Grundrisse**. Manuscritos econômicos de 1857-1858: esboços da crítica da economia política. São Paulo: Boitempo Editorial; Rio de Janeiro: Editora UFRJ, 2011.

_____. **O Capital**: crítica da economia política. Livro II. O processo de circulação do capital. São Paulo: Boitempo, 2014.

MELO, Marcus André B. C. de. Classe, burocracia e intermediação de interesses na formação da política de habitação. **Espaço e Debates**, ano VIII, no 24. São Paulo: NERU, 1988, p. 75-86.

MESSENTIER, Leonardo Marques de; Morera, Clarissa da Costa. **Produção da paisagem e grandes projetos de intervenção urbana**: o caso do Porto Maravilha no Rio de Janeiro Olímpico. *Revista Brasileira de Estudos Urbanos e Regionais*, v. 16, p. 35-50, 2014.

MINISTÉRIO DAS CIDADES, 2005. **Reabilitação de centros urbanos**. Brasília: 2005.

MIRANDA, B. P. J. **Impactos da Financeirização sobre a Fragilidade Micro e Macroeconômica**: um estudo para a economia brasileira entre os anos de 1995-2012. Tese de Doutorado. Belo Horizonte: CEDEPLAR/UFMG, 2013.

MOLLO, M. L. R. Capital fictício, autonomia produção-circulação e crises: precedentes teóricos para o entendimento da crise atual. In: **Revista Economia**, Brasília, v.12, n.3, p. 475-496, set./dez. 2011.

MONTE-MÓR, R.L. Do urbanismo à política urbana: notas sobre a experiência brasileira. In: COSTA, G.M.; MENDONÇA, J.G. (orgs.) **Planejamento Urbano no Brasil**: trajetória, avanços e perspectivas. Belo Horizonte: Ed. C/Arte, 2008a [p. 31-65].

MONIZ BANDEIRA, Luiz Alberto. **Karl Kautsky e as origens do Cristianismo**. *Revista Espaço Acadêmico*, [S.l.], v. 10, n. 111, p. 90-101, ago. 2010. Disponível em: <<http://periodicos.uem.br/ojs/index.php/EspacoAcademico/article/view/10802>>. Acesso em: 29 Out. 2015.

MOREIRA, Clarissa da Costa. **A cidade contemporânea entre a tabula rasa e a preservação**: cenários para o porto do Rio de Janeiro. São Paulo, Editora UNESP, 2004.

MULLER, Leonardo André Paes; PAULANI, Leda Maria. **O capital portador de juros em O Capital ou o sistema de Marx**. Trans/Form/Ação, Marília, v. 35, n. 2, p. 69-91, Ago. 2012. Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31732012000200005&lng=en&nrm=iso>. Acesso em 10/09/2015.

NAKATANI, P.; MARQUES, Rosa. **A finança capitalista: a contribuição de François Chesnais para a compreensão do capitalismo contemporâneo**. Artigo apresentado no XXXVI Encontro da ANPEC. 2008. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/encontro2008/artigos/200807211429380-.pdf>. Acesso em 07/06/2015.

OLIVEIRA, F. L. **Competitividade e pragmatismo no Rio de Janeiro**: a difusão de novas práticas de planejamento e gestão das cidades na virada do século. Tese de doutorado. Rio de Janeiro: IPPUR/UFRJ, 2003

OLIVEIRA, F. M. C. Deslocamento do Centro Dinâmico em Celso Furtado. In: Tarcisio Patrício de Araujo/ Salvador Teixeira Werneck Vianna/ Junior Macambira. (Org.). **50 Anos de Formação Econômica do Brasil**. Rio de Janeiro: Editora do IPEA, 2009, v. 1, p. 39-48.

ORENSTEIN, L.; SOCHACZEWSKI, A. Democracia e desenvolvimento: 1956-1961. In: ABREU, M. (Org.). **A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989**. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990.

PAIVA, Claudio Cesar. **A Diáspora do capital imobiliário e sua dinâmica de valorização no capitalismo contemporâneo**: a Irracionalidade em Processo. Tese de Doutorado. Campinas: Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, 2007.

PAULA, J. A.; CERQUEIRA, H. E.; ALBUQUERQUE, E. **Finance and industrial evolution**: introductory notes on a key relationship for the capitalist accumulation. Econômica, v. 3, n. 1, p. 5-33, junho 2001.

PAULANI, L. **A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil**. Estudos Avançados, São Paulo, v. 23 n.66, p. 25-39, 2009. Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-40142009000200003&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 20/7/2015.

_____. **Acumulação sistêmica, poupança externa e rentismo**: observações sobre o caso brasileiro. Estudos Avançados, São Paulo, v.27, n.77, 2013. Disponível em:<http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-40142013000100018&lng=en&nrm=iso>. Acesso em: 28/08/215.

_____. **Acumulação e Rentismo: resgatando a teoria da renda de Marx para pensar o capitalismo contemporâneo**. XVII Encontro Nacional de Economia Política. 2012. Disponível em: <http://www.sep.org.br/artigos/download?id=2014&title=Acumula%C3%A7%C3%A3o e>

[Rentismo%3A resgatando a teoria da renda de Marx para pensar o capitalismo contempor%C3%A2neo](#). Acesso em: 29/07/2015.

PEREIRA, Alvaro Luis dos Santos. **Intervenções em centros urbanos e conflitos distributivos**: modelos regulatórios, circuitos de valorização e estratégias discursivas. Tese de doutorado. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2015.

PREFEITURA DA CIDADE DO RIO DE JANEIRO. Secretaria Municipal de Urbanismo. Instituto Pereira Passos. **Porto do Rio**: plano de recuperação e revitalização da região portuária do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2001.

ROLNIK, R. **Guerra dos lugares**: a colonização da terra e da moradia na era das finanças. São Paulo: Boitempo, 2015.

RIBEIRO, Luiz César de Queiroz; CARDOSO, Adauto Lucio. Planejamento urbano no Brasil: paradigmas e experiências. In: **Revista Espaço & Debates**, nº 37, 1994, p. 77-89.
RIO DE JANEIRO. Prefeitura da Cidade do Rio de Janeiro. **Cepacs, dois anos depois**. 2013. Disponível em: <http://portomaravilha.com.br/noticiasdetalhe/3990>. Acesso em [10/08/2015](#).

RIO DE JANEIRO. **Lei Complementar nº 101, de 23 de novembro de 2009**. Modifica o Plano Diretor, autoriza o Poder Executivo a instituir a Operação Urbana Consorciada da Região do Porto do Rio e dá outras providências. Rio de Janeiro 2009a. Disponível em: http://portomaravilha.com.br/conteudo/legislacao/leis-complementares/LC101_-_23112009.pdf. Acesso 27/12/ 2015.

_____. **Lei Complementar nº 102, de 23 de novembro de 2009**. Cria a Companhia de Desenvolvimento Urbano da Região do Porto do Rio de Janeiro-CDURP e dá outras providências. Rio de Janeiro 2009b. Disponível em: http://portomaravilha.com.br/conteudo/legislacao/leis-complementares/LC102_-_23112009_-_CDURP.pdf. Acesso 27/12/ 2015.

_____. **Lei Complementar nº 105, de 22 de dezembro de 2009**. Institui o Programa Municipal de Parcerias Público-Privadas – PROPAR-RIO, e dá outras providências. Rio de Janeiro 2009. Disponível em: http://portomaravilha.com.br/conteudo/legislacao/leis-complementares/LC105_-_22122009_-_PPP_Municipal_Parcerias_Publico-Privadas.pdf. Acesso 27/12/ 2015.

ROYER, Luciana de Oliveira. **Financeirização Da Política Habitacional**: Limites E Perspectivas. (2009). Tese (doutorado) - Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

SALLUM JR, Brasílio. **O Brasil sob Cardoso: neoliberalismo e desenvolvimentismo**. Tempo Social, vol. 11, nº 2. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/S0103-20701999000200003>. Acesso em: 10/08/2015.

SANFELICI, D. M. **A metrópole sob o ritmo das finanças**: implicações socioespaciais da expansão imobiliária no Brasil. Tese (Doutorado) – Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

SERRANO, F.; SUMMA, R. (2012) **A desaceleração rudimentar da economia brasileira desde 2011**. OIKOS, vol. 11, n. 2. Rio de Janeiro.

SHIMBO, L. **Habitação social, habitação de mercado**: a confluência entre estado, empresas construtoras e capital financeiro. Tese (doutorado) – Escola de Engenharia, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2010.

SOUZA, M. A. A. O II PND e a política urbana brasileira: Uma contradição evidente. In: DEÁK, Csaba; SCHIFFER, Sueli Ramos. **O processo de urbanização do Brasil**. São Paulo: Edusp, 2004. p. 111-145.

TAVARES, M.; BELLUZO, L. **Capital financeiro e empresa multinacional**. Temas, 1978.

_____. A mundialização do capital e a expansão do poder americano. In: FIORI, J. L. (Org.) **O poder americano**. Petrópolis, RJ: Vozes, 2004. p. 111-138.

UQBAR (2016). **Anuário UQBAR securitização e financiamento imobiliário 2016**. Disponível em: <http://www.uqbar.com.br/download/UqbarAnuarioImobiliario2016.pdf>. Acesso em 01/04/2016.

VAINER, C. "Cidade de exceção: reflexões a partir do Rio de Janeiro". Anais do Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Planejamento Urbano e Regional, v. 14, 2011. Disponível em: <http://unuhospedagem.com.br/revista/rbeur/index.php/anais/article/view/2874/2811>. Acesso em 10/05/2016.

_____. Pátria, empresa e mercadoria, in: ARANTES *et al.*, **A Cidade do Pensamento Único**. Petrópolis: Vozes, 2000.

VAINER, C.; OLIVEIRA, F. L.; NOVAIS, P. Notas metodológicas sobre a análise de grandes projetos urbanos. In: **Grandes Projetos Metropolitanos**: Rio de Janeiro e Belo Horizonte. Org: OLIVEIRA, F. L. (org.) [*et al.*]. Rio de Janeiro: Letra Capital, 2012. p.11-24.

XAVIER, Priscilla Oliveira. **Do porto ao Porto Maravilha**: considerações sobre os discursos que (re)criam a cidade. (Dissertação de mestrado). Rio de Janeiro: UFRJ, 2012.