

LORENZO GONÇALVES VALFRÉ

Os Fundos de Investimento Imobiliário Residenciais

**transformações no segmento e formas de atuação no contexto da
financeirização do cotidiano (2017–2023)**

Tese apresentada ao Curso de Doutorado 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 Doutor em Planejamento Urbano e Regional.

Orientadora: Profª Dra. Hipólita Siqueira de Oliveira

Rio de Janeiro - RJ
2025

CIP - Catalogação na Publicação

V168f Valfré, Lorenzo Gonçalves
Os Fundos de Investimento Imobiliário
Residenciais: transformações no segmento e formas de
atuação no contexto da financeirização do cotidiano
(2017-2023) / Lorenzo Gonçalves Valfré. -- Rio de
Janeiro, 2025.
230 f.

Orientadora: Hipólita Siqueira de Oliveira.
Tese (doutorado) - Universidade Federal do Rio
de Janeiro, Instituto de Pesquisa e Planejamento
Urbano e Regional, Programa de Pós-Graduação em
Planejamento Urbano e Regional, 2025.

1. fundos de investimento imobiliário. 2.
financeirização do cotidiano. 3. incorporador
imobiliário. 4. FIIs residenciais. 5. moradia. I.
Oliveira, Hipólita Siqueira de, orient. II. Título.

LORENZO GONÇALVES VALFRÉ

Os Fundos de Investimento Imobiliário Residenciais

transformações no segmento e formas de atuação no contexto da financeirização do cotidiano (2017–2023)

Tese apresentada ao Curso de Doutorado 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 Doutor em Planejamento Urbano e Regional.

Aprovado em: 15/05/2025

BANCA EXAMINADORA

Prof^a. Dra. Hipólita Siqueira de Oliveira (Orientadora)
Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional – IPPUR/UFRJ

Prof. Dr. Carlos Antônio Brandão
Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional – IPPUR/UFRJ

Prof. Dr. Carlos Teixeira de Campos Júnior
Universidade Federal do Espírito Santo – UFES

Prof. Dr. Daniel de Mello Sanfelici
Universidade Federal Fluminense – UFF

Prof. Dr. Fabio Betioli Contel
Universidade de São Paulo – USP

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

AGRADECIMENTOS

Aos professores Carlos Brandão, Carlos Teixeira, Daniel Sanfelici e Fabio Contel, pelos comentários e contribuições realizados.

À comunidade do IEUT/Chile, pelo estágio doutoral. Em especial, agradeço à pesquisadora Adriana Marín-Toro pelos diálogos sobre financeirização.

Ao professor Carlos Teixeira, pelo estágio em docência realizado na UFES e pelas importantes discussões sobre produção habitacional.

À professora Hipólita Siqueira, em especial, pela orientação, pelas contribuições, pelas revisões precisas e por toda a ajuda.

Aos meus pais, aos meus sobrinhos, Massimo e Celina, e à Gabriela, a quem dedico esta tese, por todo seu apoio.

RESUMO

A partir da metade da década de 2010, observamos uma aproximação sem precedente de parcelas cada vez maiores da população com o mundo das finanças, configurando parte de um amplo processo de financeirização do cotidiano no Brasil. Nesse contexto, e em função de suas características, particularidades e promoção, os Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) cresceram em popularidade, ampliando seu poder econômico e complexificando suas formas de atuação com o objetivo de captar os recursos dos milhões de novos investidores e expandir suas frentes de acumulação imobiliário-financeira. No mesmo período, certamente os FIIs passaram a fazer maior parte do leque de estratégias de incorporadores imobiliários, configurando notáveis transformações na forma de produção capitalista da moradia. Nesse sentido, buscamos, nesta tese, compreender como esse processo de financeirização do cotidiano influenciou especificamente o segmento residencial dos FIIs em termos de formas de organização, atuação e relação com as empresas imobiliárias envolvidas. A partir da utilização, principalmente, de dados disponibilizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sobre o setor dos fundos imobiliários entre os anos de 2017 e 2023, identificamos um forte crescimento proporcional do segmento residencial dos FIIs a partir de transformações em suas formas de organização e atuação direcionadas à captura de recursos de pequenos investidores. Como desdobramento, há uma intensificação de tais fundos na condição de promotores imobiliários, resultado do crescimento do poder econômico destes. Além disso, observamos também a utilização dos fundos enquanto parte de estratégias de incorporadoras consolidadas para efetivarem seus processos de acumulação, principalmente inseridas no segmento da renda residencial. A relevância, em termos de recursos, e o crescimento vertiginoso de tal segmento nos anos recentes, bem como a forma como isso ocorreu, nos leva à conclusão de que tal crescimento somente foi possível e viabilizado em função dessa dimensão específica da financeirização, isto é, a financeirização do cotidiano, implicando na contínua necessidade de compreender a relação entre tal dimensão e suas implicações no mercado habitacional.

Palavras-chave: fundos de investimento imobiliário; financeirização do cotidiano; incorporador imobiliário; FIIs residenciais; moradia.

ABSTRACT

Since the half of the 2010s, we have noticed an unprecedented connection between the financial markets and increasingly larger segments of the general population, shaping part of a broad process of the financialization of daily life in Brazil. In this context, due to their characteristics, particularities, and promotion, real estate investment trusts (called Fundos de Investimento Imobiliário – FII) have grown in popularity, expanding their economic power and adding complexity to their operational strategies, aiming to attract resources from new investors and broaden their real estate-financial accumulation fronts. During the same period, FIIs have increasingly become part of the strategic portfolio of real estate developers, leading to significant transformations in the capitalist production of housing. This study aims to understand how this process of financialization of daily life has influenced specifically the residential segment of FIIs in terms of their modes of operation, organization, and relationships with real estate agents. Using data primarily provided by the Comissão de Valores Mobiliários (CVM) about the real estate fund industry from 2017 to 2023, we identified a strong proportional growth of the residential segment of FIIs and transformations in their operational and organizational structures, particularly aimed at attracting small investors' capital. On one hand, there is an intensification of these funds as real estate developers due to their increasing economic power. On the other hand, we observe the use of FIIs as part of new strategies by established real estate developers to execute their accumulation processes, particularly within the residential rental segment. The financial relevance and the rapid growth of this segment in recent years, as well as the way it has unfolded, lead us to conclude that such expansion was only possible due to this specific dimension of financialization – namely, the financialization of daily life. This underscores the continuous need to understand the relationship between this dimension and its implications for the real estate sector.

Keywords: real estate investment trusts; financialization of daily life; real estate developer; residential REITs; housing.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1:	Três anúncios da incorporadora Vitacon	76
Figura 2:	Imagem de edição do gibi A Turma da Mônica	86
Figura 3:	Anúncios divulgados pelo fundo MÉRITO (MFII11)	155
Figura 4:	Estrutura dos investimentos realizados pelo FII TGAR	166
Figura 5:	Diagrama do ciclo de acumulação do fundo TGAR	173
Figura 6:	Ativos-alvo do prospecto inicial do fundo LUGGO	194
Figura 7:	Diagrama dos dois ciclos de acumulação com participação do fundo LUGGO	203

LISTA DE TABELAS

Tabela 1:	Monitoramento de influenciadores	88
Tabela 2:	Evolução dos influenciadores com parcerias com instituições do mercado financeiro	90
Tabela 3:	Evolução dos temas mais abordados (%) e que mais geraram engajamento (interações médias)	92
Tabela 4:	Relação entre valor de mercado de FIs listados e PL dos FIs CVM (2011-2016)	112
Tabela 5:	Mudanças nos segmentos dos FIs da CVM (2017-2023)	121
Tabela 6:	Fundos residenciais listados em bolsa (2017)	134
Tabela 7:	Lista de FIs residenciais com indicação do Gestor e/ou Consultor Imobiliário, quantidade de empreendimentos investidos e construtoras/incorporadoras envolvidas	136
Tabela 8:	Fundo híbrido com atuação majoritariamente residencial listado em bolsa (2017)	137
Tabela 9:	Fundos residenciais listados em bolsa (2023)	141
Tabela 10:	Patrimônio líquido por público-alvo e segmento (2017/2023)	144
Tabela 11:	Fundos híbridos/residenciais listados em bolsa (2023)	145
Tabela 12:	Quadro-resumo das principais formas de atuação dos FIs	146
Tabela 13:	Fundos de desenvolvimento para venda destinados a investidores em geral	150
Tabela 14:	Lista de FIs residenciais (V2) com indicação do Gestor e/ou Consultor Imobiliário, quantidade de empreendimentos investidos e construtoras/incorporadoras envolvidas	151
Tabela 15:	Lista de FIs residenciais (V1) com indicação do Gestor e/ou Consultor Imobiliário, quantidade de empreendimentos investidos e construtoras/incorporadoras envolvidas	154
Tabela 16:	Fundos de prazo indeterminado com número de cotistas, percentual das cotas detidos por PF e PJ, meses com distribuição de rendimentos e número de emissões (12/2023)	160
Tabela 17:	Emissões primárias de cotas do TGAR	163

Tabela 18:	Taxas cobradas pelo FII TGAR	166
Tabela 19:	Empreendimentos residenciais (incorporações) investidos pelo TGAR (2023)	169
Tabela 20:	Distribuição do patrimônio investido do TGAR por categoria (2018-2023)	172
Tabela 21:	Fundos de renda/redesenvolvimento para renda destinados a investidores em geral	175
Tabela 22:	Agentes envolvidos com os principais FIIs de renda residencial e outras características	183
Tabela 23:	Fundos de prazo indeterminado com número de cotistas, percentual das cotas detidos por PF e PJ, meses com distribuição de rendimentos e número de emissões (12/2023)	187
Tabela 24:	Resultado da 1ª oferta pública de distribuição de cotas (LUGG11) - 10/12/2019	192
Tabela 25:	Empreendimentos do fundo LUGGO	195
Tabela 26:	Resumo dos fatos relevantes relacionados com a valorização do acionista	198

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1:	Evolução do saldo e captação líquida do SBPE (2017-2023)	69
Gráfico 2:	Evolução da participação de pessoas físicas em investimentos no Tesouro Direto (2013-2023)	70
Gráfico 3:	Unidades financiadas através do FGTS e SBPE (2017-2023)	71
Gráfico 4:	Evolução anual dos domicílios alugados x próprios (2017-2023)	72
Gráfico 5:	Crescimento do número de investidores (pessoas físicas) em renda variável no período de 2011-2023	99
Gráfico 6:	Número de investidores (pessoas físicas) que fizeram ao menos um negócio ao mês em renda variável e ADTV no período de 2011-2023	101
Gráfico 7:	Posição total e saldo mediano de pessoas físicas em renda variável no período de 2011-2023	102
Gráfico 8:	Evolução do número de FIs e PL (2008-2016)	109
Gráfico 9:	Número de investidores em FIs (2009-2016)	110
Gráfico 10:	Saldo mediano das pessoas físicas em FIs na B3 (2011-2016)	113
Gráfico 11:	Evolução do número de investidores em FIs (2011-2023)	117
Gráfico 12:	Evolução do patrimônio líquido e número de FIs (2017-2023)	117
Gráfico 13:	Evolução do número de FIs por situação de negociação em bolsa (2017-2023)	118
Gráfico 14:	Evolução do número de FIs por público-alvo (2017-2023)	119
Gráfico 15:	Posição total e saldo mediano de pessoas físicas em FIs no período de 2011-2023	120
Gráfico 16:	% da posição (pessoa física) em relação ao total de mercado dos FIs (2011-2023)	121
Gráfico 17:	Evolução do segmento dos FIs listados e patrimônio líquido (2017-2023)	132
Gráfico 18:	Evolução do público-alvo e número de cotistas PF dos FIs listados residenciais	133
Gráfico 19:	Número de FIs listados por prazo de duração (2017-2023)	135

Gráfico 20:	Flls listados para Investidores em Geral por segmento de atuação (2017)	137
Gráfico 21:	Flls listados para Investidores em Geral por segmento de atuação (2023)	143
Gráfico 22:	Evolução do número total de cotistas e do patrimônio dos fundos MÉRITO e TG ATIVO	157
Gráfico 23:	Evolução do número de cotistas pessoas físicas e do patrimônio líquido do fundo TGAR (2017-2023)	162
Gráfico 24:	Relação entre preço das cotas do TGAR, rendimentos mensais e taxa Selic	164
Gráfico 25:	Evolução do número de cotistas pessoas físicas e relação da participação (%) de pessoas físicas e jurídicas proprietárias de cotas do TGAR	165
Gráfico 26:	Evolução do número de cotistas e dos quatro principais Flls de renda residencial para investidores em geral listados na bolsa	185
Gráfico 27:	Evolução do número de cotistas pessoas físicas e da participação (%) por pessoa física (PF) e jurídica (PJ)	193
Gráfico 28:	Relação entre preço das cotas do fundo LUGGO, proventos mensais e taxa Selic	200
Gráfico 29:	Vacância e inadimplência dos empreendimentos do fundo LUGGO	201

LISTA DE MAPAS

Mapa 1:	Distribuição do patrimônio líquido dos FIIs por UF (2017)	139
Mapa 2:	Distribuição do patrimônio líquido dos FIIs por UF (2023)	148
Mapa 3:	Distribuição do patrimônio investido (<i>equity</i>) do TGAR por UF (2023)	170

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABECIP: Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança

AMC: *Asset Management Company*

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

BNH: Banco Nacional de Habitação

CBIC: Câmara Brasileira da Indústria da Construção Civil

CDB: Certificado de Depósito Bancário

CDI: Certificado de Depósito Interbancário

CEF: Caixa Econômica Federal

CEPAC: Certificado de Potencial Adicional de Construção

CFG: Crise Financeira Global

CRI: Certificado de Recebíveis Imobiliários

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

FCP: Fundação Casa Popular

FIDC: Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

FII: Fundo de Investimento Imobiliário

FIP: Fundo de Investimento em Participação

FGTS: Fundo de Garantia do Tempo de Serviço

IAP: Instituto de Aposentadoria e Pensão

IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

LCA: Letra de Crédito Agrícola

LCI: Letra de Crédito Imobiliário

MBS: *Mortgage-backed Securities*

PMCMV: Programa Minha Casa Minha Vida

REIT: *Real Estate Investment Trust*

SBPE: Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo

SFH: Sistema Financeiro de Habitação

SFI: Sistema Financeiro Imobiliário

SPE: Sociedade de Propósito Específico

VGv: Valor Geral de Venda

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	17
2 ASPECTOS GERAIS DA FINANCEIRIZAÇÃO: REGIME DE ACUMULAÇÃO, CRESCIMENTO DO <i>SHAREHOLDER VALUE</i> E A FINANCEIRIZAÇÃO DO COTIDIANO	25
2.1 Aproximação inicial.....	27
2.2 Financeirização como regime de acumulação	31
2.3 O crescimento do <i>shareholder value</i>	34
2.4 A financeirização do cotidiano	38
3 AS PARTICULARIDADES DA PRODUÇÃO HABITACIONAL E A FINANCEIRIZAÇÃO DA MORADIA	48
3.1 Os problemas fundiário e de demanda solvável, e as particularidades da produção habitacional	51
3.2 A financeirização imobiliária-habitacional: aspectos globais e nacionais ..	56
3.3 O avanço da financeirização do aluguel no Brasil e outros apontamentos.	65
3.4 Novas estratégias do incorporador e formas de produção da moradia no contexto da financeirização	74
4 A INTENSIFICAÇÃO DA FINANCEIRIZAÇÃO DO COTIDIANO E A POPULARIZAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO NO BRASIL	79
4.1 O choque neoliberal e apontamentos preliminares	80
4.2 A intensificação da financeirização do cotidiano.....	84
4.3 Os investidores pessoas físicas no mercado de renda variável.....	99
4.4 Os Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil: da criação à popularização	103
4.4.1 Criação dos FIs, estagnação e adaptações (1993-2007).....	104
4.4.2 Mudanças institucionais e crescimento dos FIs (2008-2016).....	107
4.4.3 A explosão dos FIs (2017-2023)	114

5 OS FIIS RESIDENCIAIS: TRANSFORMAÇÕES NO SEGMENTO E FORMAS DE ATUAÇÃO NO CONTEXTO DA FINANCEIRIZAÇÃO DO COTIDIANO	123
5.1 Considerações sobre os procedimentos adotados para a identificação de FIIs residenciais	127
5.2 Fatores explicativos para o crescimento da relevância dos fundos residenciais.....	131
5.3 Os FIIs residenciais: um panorama das transformações de suas características e formas de atuação na financeirização do cotidiano	134
5.4 Os FIIs de desenvolvimento para venda destinados a investidores em geral	150
5.4.1 Crescimento, expansão e “acumulação”: o FII TG Ativo Real.....	161
5.5 Os FIIs de renda residencial destinados a investidores em geral	175
5.5.1 As três frentes de valorização: o FII Luggo	189
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	209
REFERÊNCIAS.....	217
APÊNDICE A – GLOSSÁRIO	228
APÊNDICE B – NOME COMPLETO DOS FIIS CITADOS	229

1 INTRODUÇÃO

O desenvolvimento e as transformações das formas de produção da moradia direcionadas ao mercado são marcados por sua forte relação com meios de obtenção de recursos, no lado da oferta, e com a existência de demanda capaz de adquirir os produtos realizados para a efetivação do processo de acumulação dos agentes envolvidos. De fato, na medida em que a moradia possui diversas particularidades, dentre as quais ser um bem caro de se produzir e acessar, foram e são necessários tanto um fluxo de recursos para a sua produção quanto a existência de diferentes formas de aquisição, especialmente financiamentos de longo prazo.

No caso brasileiro, foi com a criação do Banco Nacional da Habitação (BNH), na década de 1960, e com a canalização de parte relevante dos recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE) para o setor imobiliário, que observamos um efetivo deslanche da produção capitalista da moradia em escala nacional. Nesse contexto, foi intensificada a atuação e institucionalizada a figura do incorporador imobiliário, agente que expressa a forma de produção em seu estágio mais desenvolvido (CAMPOS JÚNIOR, 2002). É notável, por sua vez, que transformações ocorridas desde a década de 1990 em direção a uma maior aproximação entre os mercados financeiro e imobiliário, caracterizando parte de um fenômeno mais amplo de financeirização, resultaram em novos contornos e estratégias envolvendo tal forma de produção.

Nos referimos à financeirização enquanto “crescimento do papel dos motivos financeiros, dos mercados financeiros, dos atores financeiros e das instituições financeiras no funcionamento das economias nacionais e internacionais” (EPSTEIN, 2005, p. 3, tradução nossa)¹. Em outras palavras, trata-se de um contexto de intensificação da influência do capital financeiro sobre a economia e, de modo mais amplo, sobre a sociedade, e que também tem como base fundamental de funcionamento os correlatos processos de globalização e neoliberalização (MENDEZ, 2018). Um contexto onde, sobretudo, a busca pela extração de diversas rendas se expande, domina e influencia cada vez mais as relações de produção.

¹ No original: increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies.

Em termos da relação entre a financeirização e o setor imobiliário, uma quantidade relevante de trabalhos, como os de Fix (2011) e Sanfelici (2013), se debruçou sobre a influência desse fenômeno sobre a produção habitacional, especialmente a partir do processo de abertura de capital na bolsa de valores de incorporadoras em meados da década de 2000. Efetivamente, esse processo envolvia a expansão das operações de tais empresas e transformações nas suas formas de governança, e foi caracterizado por Kalinoski e Procopiuck (2022) como a “financeirização da produção e incorporação”. Botelho (2005), por outro lado, já destacava a “financeirização do imobiliário” enquanto forma de “desabsolutização” da propriedade imobiliária, a partir de uma ênfase especial nos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) e Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs), criados ainda no final do século XX. Indubitavelmente, estes últimos fundos, por sua vez, passaram por um aumento do protagonismo no setor imobiliário-residencial nos últimos anos e, conseqüentemente, no debate acadêmico.

Ainda que os trabalhos acerca de FIIs residenciais não sejam uma exclusividade do contexto atual (BOTELHO, 2005), e que, ao longo das últimas duas décadas, observamos uma série de estudos que trataram sobre esse instrumento imobiliário-financeiro de forma geral (BOTELHO, 2008; SANFELICI, 2013; SANFELICI; HALBERT, 2018; NAKAMA; RUFINO, 2022), é marcante que, muito recentemente, se intensificou uma literatura que buscou se debruçar em algum nível sobre os FIIs de tal segmento específico. Essa literatura ainda é incipiente e tem se concentrado fortemente a partir do contexto de expansão do aluguel residencial, seja inserida em uma discussão mais ampla dos grandes proprietários corporativos (MARÍN-TORO, 2024) ou do avanço das plataformas de aluguel (KALINOSKI; PROCOPIUCK, 2022; KALINOSKI; PROCOPIUCK, 2023), embora existam diversas interfaces e pontos em comum entre esses trabalhos citados.

A nosso ver, e não obstante os notáveis avanços a respeito das características da financeirização habitacional através desses instrumentos, permaneceram subexploradas, em tais trabalhos, as relações específicas entre as fontes de captação de recursos e a atuação desses “novos”, em termos de relevância, investidores institucionais, bem como uma identificação ampla dos fundos atuantes no segmento residencial. Assim, nosso trabalho busca realizar uma contribuição nesse sentido.

De fato, os FIs possuem uma grande heterogeneidade em termos de formas de organização, que podemos preliminarmente sintetizar como derivadas do mercado de negociação de tais ativos e do público-alvo dos mesmos². Em outras palavras, os FIs podem ter seus recursos advindos de diferentes dinâmicas e fontes, que implica em lógicas distintas de captação e possibilidades de expansão de seus recursos e formas de atuação no mercado residencial. Nosso argumento central que baliza a realização desta tese é que uma dimensão específica desse fenômeno mais amplo, a chamada financeirização do cotidiano (MARTIN, 2002), vem desempenhando um papel central em tais formas, e merece um aprofundamento em termos de suas particularidades e efeitos sobre os FIs residenciais nos anos recentes.

Como Van der Zwan (2014) e Fernandez e Aalbers (2016) destacam, é possível dividir a literatura acerca da financeirização em três segmentos: financeirização enquanto regime de acumulação, financeirização como crescimento da importância do acionista (*shareholder value*) e a mencionada financeirização do cotidiano. Esta última, de maior interesse nosso, pode ser caracterizada como um processo de popularização e aproximação do mundo das finanças a parcelas maiores da população. Isso é resultado de fatores como as sucessivas desregulamentações geradoras de perdas de garantias sociais e da erosão da sociedade salarial, o desenvolvimento de tecnologias e inovações financeiras, o aumento das expectativas relacionadas à qualidade de vida e consumo, dentre outros. Nesse processo, ocorrem transformações importantes nos lares em que a gestão financeira passa a ocupar uma posição de atividade central das famílias (MARTIN, 2002; BOBEK et al., 2023).

Nesse sentido, nos últimos anos, uma série de fatores que parecem refletir uma inédita, ao menos no caso brasileiro, aproximação entre o mercado financeiro e parcelas cada vez maiores da população vem chamando a atenção. Pelo menos desde o final da década de 2010, passou a ser comum as veiculações, tanto pela imprensa econômica quanto pela mídia em geral, dos recortes de pessoas físicas adentrando na bolsa de valores, na migração da “velha caderneta de poupança” para modernas plataformas de negociação (PESSANHA, 2019) etc. Além disso, tanto a imprensa econômica quanto novos “personagens” do contexto atual, em especial os chamados influenciadores do mercado financeiro, passaram a promover os FIs

² No Apêndice A, há um glossário com alguns termos sobre o mercado de FIs que foram utilizados recorrentemente ao longo desta tese.

enquanto ativos financeiros interessantes, na medida em que alinham a exposição ao mercado imobiliário com a possibilidade de obter rendimentos com periodicidade mensal e isentos de imposto de renda – a depender de alguns critérios que os FIs devem cumprir –, tornando-os altamente populares. Como consequência destes e de outros fatores, tais fundos chegaram a mais de R\$300 bilhões em patrimônio líquido e cerca de 2,5 milhões de investidores recentemente.

Em uma primeira aproximação, os FIs residenciais, enquanto forma de comunhão de recursos de diversas fontes distintas, podem ser divididos em dois grupos: os que são destinados à compra de estoque de imóveis ou de ativos financeiros imobiliários (como CRIs ou cotas de outros FIs) com o objetivo de extrair rendimentos de origem imobiliária (aluguel) e financeira, respectivamente; e os que são destinados ao desenvolvimento de empreendimentos para posterior venda das unidades, distribuindo o lucro e, a depender do prazo de duração, a amortização do capital investido. Por outro lado, na medida em que são fundos de investimento imobiliário, de algum modo a relação com empresas desse setor deve ocorrer. Com isso em vista, acreditamos que os FIs também podem ser compreendidos a partir de um (potencial) duplo papel majoritário de atuação: enquanto atores imobiliários e/ou enquanto instrumentos ou parte de estratégias de outros atores imobiliários, e isso implica que nossos questionamentos e análise permanentemente consideram essa questão. Como, então, essa popularização dos FIs, enquanto dimensão da financeirização do cotidiano, influenciou o segmento residencial desse setor em termos de formas de organização, atuação e relação com tais empresas imobiliárias? É o questionamento geral que orientou a elaboração desta tese, que tem como objetivo compreender essas transformações dos FIs residenciais no contexto de intensificação da financeirização do cotidiano no Brasil.

Considerando essas duas divisões expostas, convém adiantar uma constatação. Enquanto ativo financeiro que cresceu em popularidade nos anos recentes, em parte, pelas mencionadas características de ser veículo de extração de renda recorrente atrelado ao sólido setor imobiliário, é de se esperar que, ao analisarmos especificamente os FIs residenciais, o aluguel deva operar um papel importante. É que, certamente, a compra de moradias já realizadas, assim como imóveis de outros usos, resulta em uma distribuição mais imediata de rendimentos aos cotistas. Assim, considerações como o aluguel residencial como “nova fronteira

da financeirização” em função da estabilidade e centralidade de seu uso (GUERREIRO et al., 2022), o forte crescimento dos preços habitacionais recentemente, a existência de um “problema estrutural” provocando um crescente distanciamento entre os preços do salário e da moradia (CAMPOS JÚNIOR, 2024) e, em suma, as dificuldades de acesso à casa própria devem ser levadas em consideração nesse contexto de expansão da atuação dos FIs. Isso não impede, necessariamente, que tais fundos sejam constituídos de forma que, ainda que atuantes na incorporação imobiliária, ou simplesmente no chamado “desenvolvimento para venda”, possam apresentar formas de organização e atuação de modo a gerar resultados de forma recorrente e, conseqüentemente, expandir o ingresso dos recursos desses novos investidores do contexto atual.

Nossa hipótese é a de que há uma intensificação do processo de financeirização do cotidiano no país, iniciada a partir da metade da década de 2010, impulsionando o segmento residencial dos FIs e a financeirização da moradia a partir da transformação destes fundos em termos de formas de organização e atuação, especificamente direcionadas à captura de recursos dos novos investidores desse contexto. Considerando os dois grupos de FIs que nos referimos, bem como o potencial duplo papel de atuação destes, esse fenômeno corresponde a dois desdobramento distintos: uma expansão dos fundos enquanto promotores imobiliários, e uma expansão da utilização dos fundos enquanto estratégia e instrumentos de acumulação das incorporadoras e outras empresas imobiliárias envolvidas com estes. Ambos processos calcados, portanto, no aproveitamento dessa nova “onda” de investidores que alterou radicalmente o setor de FIs para a abertura de novas frentes de acumulação imobiliário-financeira.

É com isso em vista que buscaremos, pois, compreender as transformações recentes no segmento residencial dos FIs. A tese faz uma revisão a respeito das dimensões da financeirização e seus impactos na sociedade que remete há pelo menos quatro décadas, no contexto internacional, e há cerca de três décadas, no contexto nacional. Porém, enfoca o momento que se estende de 2017 até o fim de 2023. Em nosso entendimento, trata-se de período em que ocorre uma intensificação sem precedente nos processos de financeirização do cotidiano e, mais especificamente, de popularização dos fundos imobiliários. Além disso, o período comporta importantes momentos macroeconômicos no Brasil, com a taxa de juros

apresentando períodos e ciclos de alta e baixa histórica. Desse modo, poderemos analisar a relação entre essas oscilações macroeconômicas e a atuação impulsionada dos fundos como fatores importantes para nossa argumentação.

A revisão bibliográfica foi pautada em três pontos principais. O primeiro se refere à literatura acerca das características gerais da financeirização em suas diversas dimensões, especialmente aquelas propostas por Van der Zwan (2014) e Fernandez e Aalbers (2016) que mencionamos, ou seja, financeirização como regime de acumulação, como crescimento da importância dos acionistas e a financeirização do cotidiano, com um destaque especial para esta última e suas expressões no caso brasileiro. O segundo se refere às características da forma de produção capitalista da moradia, o incorporador e suas estratégias e particularidades. O terceiro corresponde às relações entre financeirização e o setor imobiliário-habitacional, de modo que possamos, dentre outras questões, situar a discussão sobre os FIs com o debate que vem sendo realizado nos anos recentes sobre o tema. Para além dessas bases teóricas, realizamos uma revisão dos marcos institucionais da financeirização e do desenvolvimento dos fundos de investimento imobiliário no Brasil, buscando compreender as características de funcionamento destes.

Para o exame inicial dos FIs, utilizamos um conjunto de dados que são disponibilizados periodicamente pelos mesmos (informes mensais, trimestrais e anuais). Nessas fontes, é possível obter dados como valor patrimonial, público-alvo, segmento de atuação e a composição do ativo dos fundos no período indicado, de modo que foi possível estabelecer uma compreensão inicial das mudanças desses FIs recentemente. O padrão e obrigatoriedade de divulgação de tais informes se deu a partir da Instrução 571 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), do final de 2015 e, desde o final de 2016, a CVM distribui de forma estruturada os informes desses fundos, que será nossa fonte de dados principal nessa fase do trabalho. Isso foi complementado, também, com dados disponibilizados pela B3 sobre a quantidade de investidores pessoas físicas no mercado de renda variável em geral.

Os fundos identificados como de atuação no segmento residencial foram analisados de forma mais aprofundada no recorte temporal mencionado, de modo que foi possível demonstrar suas particularidades, evolução nas formas de organização e atuação e o papel central operado pelo forte fluxo de novos investidores nesse contexto. Para tanto, utilizamos as informações de seus ativos imobiliários presentes

nos relatórios gerenciais, quando disponíveis, e também a partir da análise de suas demonstrações financeiras, regulamentos e prospectos. Assim, foi possível compreender a variação nas formas de atuação desses FIs entre o ano de 2017, quando do início do processo de intensificação dos fenômenos descritos, e o ano de 2023, que representa momento de máxima histórica da quantidade de FIs, de patrimônio líquido e de pessoas físicas com investimentos nesses fundos, além de representar o momento do fim da pesquisa realizada. Considerando a complexidade envolvida na identificação de FIs residenciais dentro desse setor que, no final de 2023, chegava a mais de 900 fundos, adotamos uma série de procedimentos que, dada a extensão e pertinência, expusemos no início do capítulo final de forma detalhada, também para que possa servir como subsídio para outros trabalhos que adentrem em estudos relacionados futuramente.

Para a compreensão dos processos de financeirização do cotidiano no Brasil no recorte especificado, também utilizamos como fonte de dados os balanços trimestrais e relatórios sobre pessoas físicas na bolsa brasileira divulgados pela B3, além das pesquisas FInfluence da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) e dados da CVM. Em tais fontes, foi possível analisar dados como a evolução da quantidade de pessoas físicas com investimentos em renda variável e, especificamente, em FIs, as variações do saldo em custódia nessas aplicações e a evolução do alcance e influência dos criadores de conteúdo sobre mercado financeiro no Brasil nesse período, entendendo estes últimos como importante expressão e, ao mesmo tempo, “intensificadores” (HAYES; BEN-SHMUEL, 2024) da financeirização do cotidiano no contexto nacional.

A tese estrutura-se em quatro capítulos principais, para além desta introdução e das considerações finais. No primeiro, realizamos um panorama de algumas características gerais sobre a financeirização, enfatizando as diferentes dimensões da economia e sociedade que esse fenômeno afeta, bem como sua inerente interligação com os processos de neoliberalização e globalização. No segundo, buscamos fazer algumas considerações acerca do incorporador, em especial suas estratégias, da produção capitalista da moradia e da financeirização habitacional, também a partir de um panorama geral da literatura recente sobre essa temática. No terceiro, nos concentramos em alguns dos fatores envolvidos nessa financeirização do cotidiano e seu reatamento no mercado de capitais, bem como realizamos um percurso histórico

dos FIs até o momento recente de sua intensa popularização no Brasil. Por fim, no último capítulo, analisamos as transformações do segmento residencial dos fundos imobiliários no nosso recorte de interesse.

2 ASPECTOS DA FINANCEIRIZAÇÃO: REGIME DE ACUMULAÇÃO, CRESCIMENTO DO *SHAREHOLDER VALUE* E A FINANCEIRIZAÇÃO DO COTIDIANO

O entendimento acerca da financeirização não é homogêneo ou completamente consensual e, de fato, diferentes autores e trabalhos discutem esse fenômeno a partir de uma série de abordagens, metodologias e focos distintos, como bem destaca Barcella (2023). Como uma síntese inicial sobre isso, ainda que não abarque todo o conjunto do debate, Epstein (2005) aponta que:

[...] alguns autores usam o termo ‘financeirização’ para expressar o crescimento da ‘importância dos acionistas’ [*shareholder value*] como modo de governança corporativa; alguns utilizam para se referir ao domínio crescente dos sistemas financeiros baseados no mercado de capitais sobre os sistemas financeiros baseados em bancos; alguns seguem o exemplo de Hilferding e usam o termo “financeirização” para se referir ao crescente poder político e econômico de uma determinada classe: a classe rentista; para alguns, a financeirização representa a explosão das negociações financeiras com uma variedade de novos instrumentos financeiros; finalmente, para a própria Krippner, o termo refere-se a um “padrão de acumulação em que a obtenção de lucros ocorre cada vez mais através de canais financeiros e não através do comércio e da produção de mercadorias” (Krippner 2004: 14). (EPSTEIN, 2005, p. 3, tradução nossa)³

Não obstante, é notável que existe ao menos uma certa convergência de alguns aspectos do conjunto de discussões a respeito da financeirização em direção ao reconhecimento de desdobramentos de caráter universal desse fenômeno. Em adição a isso, poderíamos argumentar que existem características comuns desse fenômeno que vão além das particularidades históricas e institucionais de cada país, conforme Mendez (2018, p. 21) defende. Especificamente, há uma crescente hegemonia do capital e de atores financeiros, com a construção de um sistema global de fluxos, por um lado, bem como uma grande e crescente capacidade de controle daqueles sobre sociedade, governos, empresas e indivíduos, por outro.

Nesse sentido, não temos como objetivo, neste capítulo, realizar uma ampla e pormenorizada revisão teórica acerca das diferentes abordagens ou escolas que, de

³ No original: “[...] some writers use the term ‘financialization’ to mean the ascendancy of ‘shareholder value’ as a mode of corporate governance; some use it to refer to the growing dominance of capital market financial systems over bank-based financial systems; some follow Hilferding’s lead and use the term ‘financialization’ to refer to the increasing political and economic power of a particular class grouping: the rentier class; for some financialization represents the explosion of financial trading with a myriad of new financial instruments; finally, for Krippner herself, the term refers to a ‘pattern of accumulation in which profit making occurs increasingly through financial channels rather than through trade and commodity production’ (Krippner 2004: 14).”

alguma maneira, trabalharam e trabalham sobre a financeirização, ou mesmo da etimologia do termo, visto que, para tanto, trabalhos como Chesnais (2002) e Braga et al. (2017) já realizaram, respectivamente, além de fugir do escopo da tese. Mas temos, sim, a intenção de expor algumas das contribuições acerca desse campo que se apresentam, em certa medida, universais na literatura especializada e de interesse para o desenvolvimento da discussão que pretendemos realizar neste trabalho.

Nosso objetivo é situar nossa discussão em um amplo contexto do desenvolvimento do modo de produção capitalista que, a partir do final da década de 1970 e início da década de 1980, passa a apresentar uma crescente dominância financeira. A estrutura deste capítulo busca abarcar em linhas gerais um conjunto de divisões que são comumente associadas à esse campo, em específico aquelas propostas por Van der Zwan (2014) e Fernandez e Aalbers (2016), ou seja: *i) a financeirização como regime de acumulação; ii) a financeirização como crescimento do shareholder value (importância do acionista) e iii) a financeirização do cotidiano*. Para além dessa divisão, acrescentamos ainda uma seção introdutória onde discutimos a próxima interligação, ou relação, da financeirização com os processos de neoliberalização e globalização, além da importância que adquirem as inovações financeiras nesse contexto, bem como outros apontamentos iniciais.

Apesar de serem expostas de maneira independente nesta seção, a nosso ver essas três subdivisões apresentam uma estreita interligação. Isso porque o entendimento acerca da financeirização enquanto um regime de acumulação perpassa pela consideração de alterações substanciais na forma de governança das empresas, em específico com a valorização cada vez maior do acionista (*shareholder*) – uma figura central nesse contexto de crescente concorrência entre corporações cada vez mais multifuncionais (BRAGA, 1997) e subordinadas ao mercado financeiro. Acreditamos que essa interconexão só se mostra viável, ou ao menos é altamente potencializada, na medida em que existe, também, uma profunda alteração cultural da sociedade com relação ao mundo das finanças, em específico a diminuição da aversão aos riscos por parte das pessoas (MARTIN, 2002) e, conseqüentemente, o aumento dos investidores e da liquidez do mercado de capitais. Isso gera a expansão de uma espécie de lógica rentista para parcelas cada vez maiores da população em decorrência de diversos fatores que iremos nos debruçar posteriormente.

2.1 Aproximação inicial

As discussões a respeito da financeirização devem levar em consideração a próxima relação com os processos de neoliberalização e aspectos da globalização, questão que é recorrentemente abordada em diversos trabalhos desse campo (CHESNAIS, 2002; EPSTEIN, 2005; FIX, 2011; MENDEZ, 2018; 2019; CARNEIRO, 2007; CARNEIRO; DE CONTI, 2023). Mendez (2018) sintetiza essa conexão como a formação de uma “tríplice aliança” entre as desregulamentações neoliberais, a revolução digital e a mundialização dos processos, que geraram transformações estruturais no setor financeiro e contribuíram para sua crescente hegemonia. De fato, o protagonismo que adquire a dimensão financeira na sociedade só se efetiva na medida em que são desenvolvidas tecnologias de informação e comunicação, especialmente em direção ao avanço no processamento e transmissão de dados, permitindo uma crescente mobilização de capital a grandes distâncias e de forma rápida, e que, por sua vez, são possibilitadas pelas sucessivas desregulamentações características dos processos de neoliberalização (MENDEZ, 2018).

Por outro lado, tudo isso é impulsionado na medida em que são introduzidas inovações financeiras, em especial direcionadas ao princípio da securitização, aumentando a quantidade de capital fictício em um contexto que passa a se caracterizar, cada vez mais, pela busca de rentabilidades de curto prazo no mercado financeiro, e de um distanciamento cada vez maior entre os fundamentos econômicos, isto é, “[...] os valores dos bens, serviços, e bases técnico-produtivas em que se fundamentam a reprodução da vida e da sociedade” (BRAGA, 1997, p. 196) e o valor de face dos diversos títulos financeiros passíveis de representarem essa riqueza (BRAGA, 1993; 1997). Nesse sentido, entender a financeirização enquanto um processo de transformação sistêmico do capitalismo requer a consideração do papel central que a securitização e o capital fictício operam nesse contexto, e que gera, em síntese, “um mercado com mais papéis que mercadorias” (PESSANHA, 2019, p. 29).

Palludeto e Rossi (2018) argumentam haver uma imprecisão na literatura marxista a respeito do que se entende por capital fictício. A crítica central desses autores é na consideração do capital fictício como mera expressão da diferença entre seu valor de mercado e o valor real que esse representa. Isso porque o que fundamenta a existência do capital fictício, e configura seu preço no presente, são as

expectativas sobre futuros fluxos de renda, e não esse deslocamento, ainda que possa ser recorrente (para mais ou para menos), entre o preço de face dos títulos e o valor que tais títulos representam. Então, em última instância, capitais fictícios são direitos negociáveis sobre um fluxo de renda futuro (PALLUDETO; ROSSI, 2018), e, segundo os autores, devem ser compreendidos a partir de três atributos centrais: a renda futura, os mercados secundários e sua inexistência real.

Sobre esse primeiro, temos que os fluxos de renda futura são transformados em mercadoria, ao contrário do capital portador de juros que tem por base a transformação do dinheiro em mercadoria, apresentando como valor de uso o ato de se reproduzir. Portanto, o capital fictício não se constitui como uma representação direta do capital real, mas sim como representação da capacidade de geração de renda, ou seja, "[...] expressa no presente as expectativas que os capitalistas coletivamente têm sobre o futuro." (PALLUDETO; ROSSI, 2018, p. 8). Expectativas que, como sabemos, são altamente mutáveis, voláteis e dependentes de uma série de condições políticas e macroeconômicas, como a taxa de juros e câmbio.

A efetivação dessa transformação dos fluxos de renda futura em mercadorias, tornando-os negociáveis e transferíveis, só se mostra viável, entretanto, com a existência dos mercados secundários, como bolsas de valores, visto que são nesses mercados onde diariamente são negociados e são expressados os preços dos variados ativos financeiros. Como destacam Palludeto e Rossi (2018), ao contrário do capital portador de juros que se apresenta a partir de uma relação bilateral de crédito, o capital fictício possui um movimento autônomo maior, com uma variedade de ativos distintos sendo diariamente negociados e reavaliados tanto pelo conjunto de capitalistas quanto, acrescentamos, pelos investidores do mercado financeiro em geral, que vêm expandindo largamente nas últimas décadas.

A inexistência real é o terceiro atributo que, em definitivo, Palludeto e Rossi (2018) consideram que caracteriza o capital fictício. Como os autores argumentam, uma série de outros elementos, inclusive relacionados diretamente com a produção, podem estar associados aos dois primeiros atributos, isto é, associados a uma renda futura, e podem porventura ser negociados em mercados secundários. Mas, no caso do capital fictício, o processo produtivo, que em tese deveria ser a base da valorização dos títulos que, de alguma forma, se atrelam a esse, se torna cada vez mais

fetichizado, como destacam esses autores. Em outras palavras, a valorização D-D' passa a apresentar feições e características mais autônomas; como se o "[...] capital aparece como fonte de sua própria capacidade de expansão, valor que se valoriza" (PALLUDETTO; ROSSI, 2018, p. 11), desbotando cada vez mais a mediação, ou seja, o circuito real de produção. Assim:

[...] o uso do termo fictício não se refere, portanto, ao excesso de valor dessa forma de capital em relação a um suposto valor “fundamental” dos empreendimentos que ele representa; tampouco se relaciona à utilização à qual, em última instância, foi feita dos recursos inicialmente intercambiados por esse título. A totalidade do valor desse capital é fictícia no sentido de que não corresponde a um valor previamente dado, *mas deriva de mera capitalização e, simultaneamente, por essa razão mesma, possui um movimento relativamente autônomo às condições daquilo que representa* – uma vez que está associado às expectativas em relação aos lucros de uma empresa, à capacidade de arrecadação do Estado, à variação da taxa de juros, da taxa de câmbio etc. (PALLUDETTO; ROSSI, 2018, p. 12, grifo nosso).

A securitização nada mais é do que a prática, ou instrumento, que gera o capital fictício, que se refere à transformação de mercadorias em ativos financeiros negociáveis, cuja remuneração e rendimentos decorrem dos fluxos de renda a serem gerados por tais mercadorias (MELAZZO; ABREU, 2019). Ademais, como Braga (1997) enfatiza, é uma peça-chave do padrão de riqueza financeirizado, visto que “[...] flexibiliza prazos e taxas de rendimento, [é] adaptável a múltiplos agentes, funcional à administração de riscos, substituta dos empréstimos bancários e, ao mesmo tempo, propícia aos bancos na captação de fundos.” (BRAGA, 1997, p. 198).

Portanto, é através do mercado de capitais que a financeirização largamente se expressa. Em resumo, em um contexto e ambiente de generalização do capital fictício, sejam ações ou cotas de empresas e diversos tipos de fundos, títulos de dívida pública e privada, recebíveis imobiliários etc., característico do capitalismo de dominância financeira, onde (embora não seja definidor enquanto característica do capital fictício) parece haver um descolamento e desproporcionalidade cada vez maiores entre esses diversos papéis representativos de riqueza (mobiliária) com relação à riqueza verdadeiramente real, ou produtiva. É nesse mercado de capitais, cada vez mais “acessível” e “popularizado”, em decorrência dos desenvolvimentos tecnológicos, mas também por uma série de desdobramentos políticos, culturais e econômicos que buscaremos desenvolver nas próximas seções, que se exacerba a autonomia do capital e a fetichização das mercadorias.

Para parcelas cada vez maiores da população, a riqueza privilegiada passa a ser a chamada riqueza líquida (BRAGA, 1993), expressa em uma diversidade de valores mobiliários distintos, que estão atrelados desde a produtos do agronegócio, até a própria moradia – como buscaremos argumentar na seção 2.3, sobre o crescimento do *shareholder value*, essa preferência (em específico para um conjunto maior da população) é ao mesmo tempo expressão da era da financeirização e condição fundamental da sua existência. Assim, é bastante ilustrativa a síntese de Marques e Nakatani (2009), ao se referirem sobre os derivativos, de que “A maior parte dos negócios com derivativos é efetuada entre vendedores de café que nem querem saber de café, nem de boi gordo, de soja, de milho, de trigo, de petróleo e assim por diante.” (MARQUES; NAKATANI, 2009, p. 40). Em outras palavras, embora os elementos produtivos (meios de produção, força de trabalho etc.) e as mercadorias produzidas sejam, em primeira instância, o substrato da riqueza financeira, é esta última riqueza (expressa nos diversos e distintos ativos financeiros), cada vez mais autonomizada e sobreposta aos primeiros, a privilegiada. Conforme Braga (1993, p. 48) questiona, se essa sempre foi a natureza da busca de riqueza capitalista, a partir do final do século XX ela deixa de ser limitada e torna-se dominante, ou “marca da sociabilidade contemporânea”, não obstante as variações e o acesso desigual a essa riqueza entre nações, classes sociais etc.

Nesse contexto, os fundos financeiros, de modo geral, adquiriram uma importância fundamental. Isso porque eles se mostram, em comparação com os conglomerados bancários, superiores e mais eficientes na movimentação, reprodução e acumulação de ativos, como Pessanha (2019) destaca. E, com efeito, nos encontramos em uma realidade em que tais fundos possuem patrimônios maiores do que o Produto Nacional Bruto (PNB) de grande parte dos países (PESSANHA, 2019). De igual modo, mas sobre o setor imobiliário em específico, o mesmo parece ocorrer no caso dos fundos de investimento imobiliário, que a cada ano aumentam de modo significativo seus ativos e patrimônio líquido, influenciando largamente o setor imobiliário em função do crescimento exponencial da base de investidores e, consequentemente, do poder econômico de tais fundos.

Podemos preliminarmente concluir a partir disso que, na era da financeirização, cada vez mais as expectativas são aumentadas com possíveis rendas futuras – ou com a “presentificação da mais-valia” (PESSANHA, 2019) – decorrentes das mais

variadas fontes e atividades, e que se torna uma realidade, fundamentalmente, em função i) da expansão da criação de títulos securitizados e capital fictício; ii) das inovações tecnológicas, facilitando o encurtamento das distâncias geográficas e a intensificação da movimentação de capital; iii) do avanço dos processos de neoliberalização, particularmente as alterações no interior das corporações, do Estado e, de modo mais amplo, da sociedade, sendo em última instância questões estreitamente interligadas com a expansão da financeirização do cotidiano.

2.2 Financeirização como regime de acumulação

Desde meados da segunda metade do século XX, uma série de trabalhos passou a destacar empiricamente a crescente influência e protagonismo do capital financeiro na economia, em especial em detrimento do capital produtivo. O início desse processo de crescente dominância financeira é motivo de embates, sendo que alguns autores consideram como marco o fim dos tratados de Bretton Woods no início da década de 1970, acabando com a conversibilidade do dólar em ouro e, portanto, transformando o dólar em uma moeda fiduciária (DATHEIN, 2003), e outros as desregulamentações em *Wall Street* e Londres (FERNANDEZ E AALBERS, 2016), no que foi conhecido como o *Big Bang* de 1986, no governo de Margaret Thatcher. Sobre isso, Carneiro e De Conti (2023) destacam que a globalização financeira representa uma reversão dos tratados de Bretton Woods e não nasce de uma derrota dos Estados para o mercado. Isso porque, para o afrouxamento dos controles instituídos pelos tratados mencionados, foi necessária participação ativa dos países centrais, notadamente Estados Unidos, Reino Unido e Japão.

Embora a utilização do termo específico "financeirização" não fosse relativamente comum até pelo menos o início da década de 2000, é notável que já existia um reconhecimento na literatura a respeito da crescente dominância financeira que ocorria desde as décadas de 1970/1980. Chesnais (1997), por exemplo, indicava a existência de um "regime de acumulação com dominância financeira" e em trabalhos de Braga (1993; 1997) já encontrávamos uma definição da financeirização enquanto "dominância financeira", que é "[...] expressão geral das formas contemporâneas de definir, gerar e realizar riqueza no capitalismo" (BRAGA, 1993, p. 26).

As noções comuns por trás da financeirização enquanto um regime de acumulação consideram este processo como um sucessor do fordismo, mas não em termos de uma reorganização das relações sociais e políticas na esfera da produção, e sim das finanças (CHESNAIS, 2002). Em outras palavras, como uma expansão das finanças e de sua lógica de acumulação para o conjunto das atividades econômicas, com, ao que nos parece, uma central influência na gestão das empresas e, conseqüentemente, nas relações salariais. Apesar disso, e em termos produtivos, seria importante destacar a revolução tecnológica e as formas flexíveis de espacialização da produção, como Mendez (2018) defende.

De todo modo, mais do que afirmar se estamos ou não diante de um novo regime de acumulação, sucessor do regime fordista, nosso objetivo nesta seção é apresentar alguns pontos que consideramos de relevância central para a discussão. Em específico, em relação às transformações das empresas em termos de funções, a expansão de uma economia largamente baseada no desempenho no mercado de capitais – estreitamente relacionado com a questão do crescimento de importância do *shareholder value*, que trataremos na próxima seção – e a intensificação da expansão do rentismo em variadas dimensões nesse novo contexto.

Segundo Braga (1993; 1997), as grandes corporações da era da financeirização são multinacionais – seu processo de geração de lucro ocorre em vários territórios nacionais –, multissetoriais – operação caracterizada por se dividir em diversos ramos – e multifuncionais. Enquanto essas duas primeiras características podem não ser uma exclusividade do capitalismo financeirizado, é notável que essa última representa uma importante alteração de paradigma e que possui próxima relação com a crescente dominância da lógica financeira na economia.

Trata-se da constatação de que, nesse contexto, algumas dessas corporações alargam suas funções cada vez mais em direção ao mercado financeiro – e que passam a operar uma importância central em seu funcionamento, e mesmo a se sobrepôr, em termos de relevâncias para as decisões operacionais, à sua função eminentemente produtiva. Os departamentos e as atividades financeiras de tais empresas passam a adquirir uma importância cada vez maior, ainda mais do que os relacionados diretamente com a produção (como pesquisa e desenvolvimento), assumindo o perfil de “bancos não-bancos” (*non-bank banks*) internamente às

empresas. Isso configura o que Braga (1997) caracteriza como “rentismo institucional-corporativo”, em que a atividade rentista se incorpora nas grandes empresas através de aplicações financeiras dos lucros ou do caixa destas, bem como com a utilização de crédito como instrumento de alavancagem. Entretanto, a inserção dessas atividades não se limita à realização de aplicações financeiras, mas também, como sugere a expressão destacada, a introdução de atividades bancárias no leque de atividades dessas empresas. É o que observamos, por exemplo, na recente expansão da criação de *fintechs*, isto é, firmas intensivas em tecnologia e informação voltadas ao fornecimento de serviços financeiros, no Brasil (CONTEL, 2020), por empresas tradicionalmente não-financeiras, especialmente varejistas⁴.

Na medida em que a dimensão financeira ganha tão grande importância – como vimos, em especial em função da intensificação e generalização das negociações de capital fictício –, a própria empresa enquanto objeto passível de ser negociada no mercado de capitais através de suas ações, se torna também subordinada a esse mercado. Nesse contexto, os investimentos produtivos, na geração de emprego e, conseqüentemente, valor, deixam de ser a prioridade central, cedendo lugar à prioridade de como o mercado avalia essa empresa, que é expresso no preço de suas ações em mercados secundários.

Na era da financeirização, a lógica de extração de renda a partir de um direito de propriedade adquire uma importância sem precedentes. Propriedades sejam de um ativo imobiliário ou, como viemos destacando até aqui, de um ativo mobiliário, em especial ativos securitizados e capitais fictícios no geral, que apresentam forte ímpeto. A classe rentista, enquanto “[...] ‘investidor sem função’, que gera renda através da sua propriedade de capital, explorando assim a sua escassez.” (EPSTEIN, 2005, p. 48, tradução nossa)⁵, portanto, ganha uma importância significativa. Ela se expande e passa a influenciar largamente as alocações e realocações de investimentos, comandando o processo de valorização das empresas que, como se subentende, têm agora como um dos objetivos centrais a valorização de suas ações no mercado

⁴ Esse processo específico da expansão da criação de *fintechs* por parte de varejistas foi caracterizado por Moraes et al. (2024) como “fintechrização”.

⁵ No original: ‘functionless investor’, who generates income via his ownership of capital, thus exploiting its ‘scarcity-value’.

financeiro (CHESNAIS, 2002), o que também se estende para os diversos tipos de fundos de investimento negociados nas bolsas de valores.

Muitas vezes, as empresas passam a tomar decisões com vistas não ao desenvolvimento e inovação relacionadas à sua atividade econômica principal, como investimentos produtivos de longo prazo, mas sim ações de curto prazo para agradar o conjunto de atores associados ao mercado, especificamente seus acionistas e potenciais acionistas. Como exemplos, podemos citar uma alta distribuição de dividendos no lugar do reinvestimento do lucro na produção com vistas a um crescimento real, sucessivos processos de demissões massivas e venda de ativos visando a redução de custos operacionais e aumento de caixa, a ser destinado para o circuito de valorização financeira, ou programas de recompra de ações.

Nesse sentido, um ponto final de destaque de transformação com relação ao regime fordista, e que poderia caracterizar esse regime de acumulação de dominância financeira, é a mudança na relação capital-trabalho. Em outras palavras, o fato de que o sistema financeiro passa a ocupar uma posição de centralidade que, anteriormente, era ocupada pelo compromisso salarial (BOYER, 2000; 2005). São dessas constatações que resultam a noção prevalente da financeirização enquanto um regime de acumulação posterior ao fordismo no qual não há uma revolução em suas bases produtivas, mas sim em sua relação, e por vezes subordinação, com o mercado e o circuito financeiro. Na seção seguinte, trataremos de abordar um importante aspecto que nos ajuda empiricamente a compreender essa subordinação: o crescimento da importância do acionista (*shareholder value*).

2.3 O crescimento do *shareholder value*

Como apontado por Fernandez e Aalbers (2016), o crescimento da importância do acionista é uma das facetas da financeirização que uma série de trabalhos se concentra, e significa, em última instância, alterações significativas na forma de governança das empresas. Tal questão apresenta importante relevância para se compreender as particularidades da financeirização, na medida em que essa figura é, ao mesmo tempo, uma expressão desse fenômeno, e um dos componentes centrais do seu funcionamento. O acionista nada mais é que alguém que detém participação

societária, ou seja, que detém a propriedade de um determinado número de ações, seja de alguma empresa, por exemplo, de algum fundo de investimento etc. e que, por este fato, recebe o direito – a depender das especificidades regulatórias de cada caso – de obter uma renda decorrente do lucro dessas empresas (dividendos) ou, dependendo da importância dessa participação, de decisões nas políticas internas das empresas.

Nos parece interessante abrir a discussão acerca dessa dimensão da financeirização com alguns exemplos concretos e recentes, no contexto internacional, que refletem algumas das características dessa transformação de paradigma no modelo de governança das empresas e que se caracteriza como uma das questões de maior centralidade sobre a era da financeirização. Recentemente, em decorrência dos sucessivos aumentos na taxa de juros pelo Fed (*Federal Reserve System*) dos Estados Unidos e por algumas frustrações das expectativas de crescimento de algumas grandes corporações, observamos uma queda generalizada das ações de diversas empresas, em especial das *tech giants* - como Meta, Alphabet, Amazon etc. -, que são usualmente negociadas por um preço de mercado muito superior ao seus fundamentos, com a justificativa de serem empresas que apresentam um forte potencial de crescimento de sua fatia de mercado no futuro.

Após as fortes quedas das ações, em especial durante o ano de 2022, grandes alterações foram realizadas nessas empresas. Podemos citar, como exemplo, a redução de investimentos nas áreas de pesquisa e desenvolvimento, bem como processos de demissões em massa, na casa das dezenas de milhares em alguns casos específicos⁶. Na verdade, não é preciso ir tão longe para observarmos exemplos claros do crescimento da importância do acionista e o significado disso em termos do comprometimento com questões relacionadas às decisões produtivas das empresas e com o que isso representa para seus trabalhadores.

⁶ Tomemos, apenas como exemplo ilustrativo, o caso da Meta Platforms, Inc. No dia 4 de novembro de 2021, as ações da gigante norte-americana de tecnologia fecharam o pregão sendo cotadas a \$335,85. Um ano depois, em 4 de novembro de 2022, as ações encerraram com o preço de \$90,79, representando uma queda acumulada em um ano de 72,9%. A queda foi acentuada, entretanto, após a divulgação do balanço do terceiro trimestre de 2021. Poucos dias após essa queda vertiginosa, o CEO da empresa anunciou a demissão de cerca de 11 mil funcionários, representando uma redução do quadro de empregados da empresa em cerca de 13%. Cerca de quatro meses depois, em março de 2023, um novo corte foi realizado, desta vez de cerca de 10 mil empregos.

A nosso ver, as discussões e contestações recorrentes por parte do "mercado" sobre os rumos da Petrobras nos veículos econômicos – como sobre a porcentagem do lucro a ser distribuído aos acionistas na forma de dividendos, as preocupações com possíveis investimentos produtivos direcionados ao refino do petróleo e a questão da Paridade de Preço Internacional (PPI), por exemplo – parecem ser um indicativo claro do crescimento da importância dos acionistas. A depender do que os dirigentes dessas empresas se manifestam sobre esses respectivos assuntos, os efeitos são quase instantâneos na performance das ações, retomando a pressão na forma de governança e nas prioridades das políticas internas da empresa.

Paulani (2016) faz uma interessante síntese sobre essa mudança de paradigma com relação à importância dos acionistas que, em certa medida, se refere ao modo e às diferentes prioridades dadas pelos dirigentes das empresas na distribuição do valor produzido por estas.

Hoje, além da pugna distributiva básica em torno do valor produzido, que coloca salários de um lado e lucros de outro, além de uma segunda “disputa” que coloca juro de um lado e lucro líquido de outro, há agora, de modo cada vez mais incisivo, uma terceira disputa, que coloca, de um lado, os lucros retidos (a serem reinvestidos) e, de outro, os lucros distribuídos aos detentores de ações (dividendos).” (PAULANI, 2016, p. 533)

Desse modo, o crescimento da importância do acionista parece marcar esse contexto enquanto período que as ações de curto prazo, voltadas para a manutenção das condições que permitem uma contínua e ampliada extração de renda por parte dos portadores do capital fictício (ou então, de modo geral, para a valorização de seus ativos financeiros), se sobrepõem cada vez mais, ao menos em termos de relevância das decisões, às ações voltadas a investimentos de caráter produtivo, embora devemos considerar as especificidades de cada caso. Essa subordinação da esfera produtiva à esfera da valorização financeira, por sua vez, é possibilitada e ganha forte ímpeto a partir de sucessivas desregulamentações, em especial em termos de mercado de trabalho e da facilidade de penetração do capital de origem internacional. Em última instância, como já destacamos, a valorização das ações de grandes corporações é questão central e que se expande largamente.

Isso acabar por gerar parte do que Epstein (2005) chamou de paradoxo neoliberal, onde os mercados financeiros demandam maiores rendimentos e crescimento mais rápido do preço das ações em um contexto de crescimento da

competição e de uma estagnação geral, resultando na dificuldade de gerar lucro por parte das empresas. Nesse contexto, as corporações respondem à essa pressão de três maneiras distintas, que expressam essas ações de curto prazo mencionadas: cortando salários e benefícios dos trabalhadores; se tornando mais "multifuncionais", especificamente adicionando operações financeiras ao seu leque de atividades para aumentar os lucros; e, por fim, se envolvendo em fraudes contábeis com vistas a aumentar de forma enganosa seus resultados (EPSTEIN, 2005).

Mesmo no setor imobiliário, que apresenta características muito particulares de produção – nos referimos, aqui, à forte dependência das condições macroeconômicas, como a taxa de juros e as condições da política habitacional vigente, tanto na esfera da oferta (crédito imobiliário aos incorporadores) quanto da demanda (financiamento habitacional para os compradores), sendo caracterizado por ser um setor bastante cíclico e dependente do crescimento econômico –, essa questão pode ser observada. De fato, após a expansão da abertura de capital de grandes construtoras no Brasil a partir de meados da década de 2000 que destacamos na introdução desta tese, transformaram-se alguns aspectos da governança dessas empresas, em larga medida pressionadas pelos seus investidores a demonstrar potencial de crescimento, por exemplo a partir da evolução do banco de terrenos ou do número de lançamentos, como Sanfelici (2013) aponta.

De todo modo, acreditamos que duas questões de grande relevância podem ser extraídas do que foi exposto que se relacionam diretamente com a questão do crescimento da importância do acionista. Em primeiro lugar, e já destacado anteriormente, a performance das ações das empresas operam um papel de importância central no funcionamento das mesmas, influenciando as decisões e caracterizando esse período como de subordinação da produção em face do mercado financeiro. Em segundo lugar, o impacto que essa característica representa para a insegurança do mercado de trabalho das empresas que são expoentes nesse processo. Sobre esse segundo ponto, a financeirização representa fenômeno antagônico do capital com relação ao trabalho, visto que é sobre este que “se concentram e ajustam todas as tensões”, como enfatiza Chesnais (2002).

[...] “O golpe de força consiste em definir um tipo de renda mínima garantida para o acionista” (Lordon, 2000: 61). Essa é a função das políticas de flexibilidade e de precariedade que podem também ser interpretadas como a ilustração da “tentativa de impor ao fator trabalho um equivalente da

propriedade de liquidez, com a qual o mercado financeiro beneficia o capital". No regime de acumulação financeirizado, os salários têm o estatuto "de grandeza residual que era outrora própria do lucro". Mais fundamentalmente ainda "é uma gigantesca redistribuição do risco que se opera entre capitalistas e assalariados" (Lordon, 2000: 62-63). (CHESNAIS, 2002, p. 27-28, grifo nosso)

Os efeitos da financeirização e, em específico, dessa dimensão do crescimento da importância do acionista, como um reflexo máximo da subordinação do capital produtivo ao financeiro, ocorrem da pior maneira possível para o trabalhador, visto que tais pressões e tensões são resolvidas através dos cortes de salários e benefícios desses últimos, como se subentende. Inseridos, pois, em um contexto de uma insegurança e perda de direitos, ou, de modo mais amplo, de degradação (CASTEL, 1998), ficam à mercê dos movimentos especulativos do capital financeiro, impulsionado pela busca incessante de formas de garantir retornos financeiros rápidos de modo a reproduzir todo esse paradigma de subordinação da esfera produtiva à esfera financeira. Certamente essa dimensão específica da financeirização é intrínseca à primeira que nos debruçamos e, em suma, podemos sintetizá-las como transformações na forma de governança corporativa que "[...] impactam negativamente a decisão autônoma de investimentos e introduzem, no curto prazo, novas vulnerabilidades aos sistemas produtivos" (SIQUEIRA, 2022, p. 627).

O crescimento do *shareholder value* é uma expressão da característica mais elementar da financeirização, em especial quando comparado com o regime de acumulação fordista, ou seja, a posição de centralidade que o sistema financeiro passa a ocupar – sendo o acionista, ou o rentista, um dos atores de destaque –, que anteriormente era ocupada pelo compromisso salarial (BOYER, 2000). Cabe, então, compreender de que modo a financeirização atinge a vida cotidiana, ou então, poderíamos reformular, como que esse novo mundo financeiro se expande para além dos operadores, dirigentes e trabalhadores especificamente do mercado financeiro e atinge, em maior ou menor intensidade, a população geral, resultando no alargamento das condições para a reprodução desse processo.

2.4 A financeirização do cotidiano

Em comparação com as outras dimensões da financeirização, nos parece que a chamada financeirização do cotidiano (ou do dia-a-dia) recebeu uma menor atenção

na literatura especializada, embora notamos um destaque maior a essa questão em publicações recentes que buscam tanto destrinchar as particularidades desse campo (BOBEK et al., 2023) quanto atualizar a discussão a partir de fenômenos observamos nos últimos anos, tais como a expansão dos chamados “*finfluencers*”, ou influenciadores digitais do mercado financeiro (HAYES; BEN-SHMUEL, 2024). Não obstante, o livro fundacional desse campo, *Financialization of Daily Life* (MARTIN, 2002), permanece relevante, também quando buscamos compreender esse fenômeno no contexto brasileiro recentemente. Em interessante síntese, o autor considera que compreender a financeirização implica, sobretudo, “[...] investigar as novas lógicas pelas quais *costumes estranhos passam a parecer normais.*” (MARTIN, 2002, p. 8, tradução e grifo nossos).

Com efeito, uma das questões centrais da manutenção e reprodução da financeirização é o papel que ocupam não apenas os operadores do mercado financeiro, ou melhor, quem está diretamente relacionado com este em termos de ocupação profissional, mas também a população de modo geral, visto que a expansão dessa lógica para parcelas cada vez maiores da sociedade resulta no aumento da liquidez do mercado de capitais, dentre vários outros fatores. Mas, para que isso ocorra efetivamente, é necessário que exista uma mudança social, e que não é produto do acaso, mas sim resultado tanto das sucessivas desregulamentações em termos de mercado de trabalho e seguridade social (especialmente relacionadas com as mudanças da questão previdenciária), por um lado, e de esforços por parte de agentes e atores do mercado financeiro nessa expansão, por outro.

Acreditamos que essa é uma das dimensões da financeirização do cotidiano, ou seja, a dimensão onde o mundo financeiro se expande largamente na sociedade. Em outras palavras, em um contexto onde observamos mudanças na relação capital-trabalho, e a centralidade do compromisso salarial dá lugar, cada vez mais, à centralidade do sistema financeiro (BOYER, 2005), esse mundo financeiro passa a fazer parte do cotidiano da população geral de forma expansiva, alterando significativamente a gestão financeira das pessoas, lares e famílias.

Intrinsecamente ligada a essa, a outra dimensão é a financeirização do cotidiano enquanto processo de intensificação da criação de títulos securitizados lastreados em elementos do dia-a-dia, como dívidas de consumo e as hipotecas

residenciais – como os *Mortgage-backed Securities* (MBS). Portanto, a financeirização do cotidiano é, ao mesmo tempo, reflexo dessa fase do capitalismo, e um de seus pilares fundamentais, transformando o cotidiano e a população em objeto de criação de ativos negociáveis e mercado consumidor, respectivamente.

Em nosso entendimento, e apesar das mencionadas características gerais ou "universais" da financeirização, em especial decorrente dos processos interligados de neoliberalização e globalização, é no estudo da financeirização do cotidiano que as particularidades nacionais parecem ganhar uma maior visibilidade. De outro modo, as particularidades nacionais resultam em expressões específicas dessa dimensão da financeirização em momentos muitas vezes distintos, não obstante o desenvolvimento das tecnologias de informação e comunicação que parecem homogeneizar cada vez mais esse processo em escala global.

Uma constatação que corrobora esse argumento é a de que, na medida em que estamos em uma fase do capitalismo onde o sistema financeiro ocupa uma maior centralidade, as condições macroeconômicas nacionais resultam em mercados financeiros onde a propensão à realização de investimentos em determinados ativos financeiros são altamente variadas (por exemplo, títulos de dívidas públicas e privadas em detrimento de ativos de renda variável), resultando em estratégias distintas por parte dos agentes e atores financeiros. Outra, é que as especificidades nos processos de neoliberalização, como aquelas relacionadas ao mercado de trabalho e à seguridade social, impulsionam também de forma variada o processo de financeirização do cotidiano, como enfatizam Bobek et al. (2023).

De todo modo, não temos nesta seção o objetivo de analisar as causas ou o que entendemos como as expressões da financeirização do cotidiano no Brasil, nem mesmo a relação desse processo com a questão habitacional nacional, questões que serão abordadas posteriormente de maneira mais aprofundada no quarto capítulo. Nosso objetivo é fazer uma abordagem geral acerca desse processo, assim como analisar algumas características principais, de modo que possa servir como subsídio para nossa análise concreta do caso de sua expressão recente no Brasil.

Como Barcella (2023) destaca, parte do crescente interesse nos estudos a respeito da financeirização se relaciona com a recente crise dos *subprimes* de 2008 nos Estados Unidos. De fato, os impactos dessa crise foram severos, midiáticos e

puseram em questionamento, ao menos nos anos subsequentes, a premissa da solidez do mercado imobiliário, que em larga medida servia de garantia aos títulos securitizados que foram o estopim dessa crise. Mas, mais do que isso, essa crise representou a explosão de um regime de acumulação largamente baseado na especulação com capital fictício, em especial relacionados com ativos atrelados ao mercado de moradias norte-americano, e tendo como base, justamente pela importância desse valor de uso, a financeirização do cotidiano.

Era de se esperar, pois, que a financeirização da moradia passasse a ser um campo de estudo de interesse de uma série de pesquisadores e, de fato, observamos uma importante quantidade de trabalhos relevantes nesse campo sendo publicados desde então, tanto no contexto internacional quanto nacional (AALBERS, 2008; SHIMBO, 2010; FIX, 2011; SANFELICI, 2013). Em muitos aspectos, a financeirização do cotidiano coincide com a financeirização da moradia. Para ser mais objetivo, a moradia é um dos diversos elementos – talvez o mais importante, dada a importância de seu valor de uso – que possibilita esse primeiro processo.

Na era da financeirização, a moradia deixa de ser apenas uma reserva de valor e passa a se caracterizar cada vez mais como um ativo financeiro; um instrumento tanto de obtenção de dinheiro para investimento, através de sua utilização como garantia para o endividamento, quanto objeto de criação de títulos financeiros, através da securitização das hipotecas e recebíveis, e que posteriormente a propriedade imobiliária se torna uma propriedade fictícia passível de extração de renda. Não é de se estranhar, nesse sentido, que Aalbers (2008) defenda que “O setor imobiliário, e o financiamento habitacional em particular, não é simplesmente um dos muitos objetos da financeirização: é a questão central da financeirização.” (AALBERS, 2017, p. 545, tradução nossa)⁷. Em linha com esse argumento, Bobek et al. (2023) apontam que, enquanto em tempos anteriores a casa própria era vista como um abrigo seguro e o centro da vida familiar, a financeirização altera essa noção. A moradia passa a ser vista cada vez mais como uma questão central de investimento, um regime de pensão alternativo e o principal ativo financeiro que uma família possui.

⁷ No original: Real estate, and housing finance in particular, is not simply one of the many objects of financialization: it is the key object of financialization.

Nesse sentido, e retomando a questão inicial abordada nesta seção, acreditamos que a financeirização do cotidiano é o processo onde o mundo financeiro se expande cada vez mais para o interior dos lares, ou para parcelas cada vez maiores da sociedade, como foi apontado. A nosso ver, isso se dá, fundamentalmente, a partir de três questões distintas, porém interligadas: i) o processo de securitização de elementos do cotidiano, como débitos de consumo e as hipotecas das moradias; ii) os esforços de agentes e atores do mercado financeiro na busca por normalizar esse mundo, em última instância para aumentar a liquidez do mercado financeiro, e que resulta na criação de novas atividades e atores que reproduzem essa normalização, como é o caso dos mencionados influenciadores do mercado financeiro; e iii) a expansão de uma racionalidade neoliberal, estreitamente dependente das desregulamentações relacionadas ao mercado de trabalho e seguridade social.

Esse primeiro ponto já foi, de certa forma, abordado nesta seção. Trata-se do processo de expansão da criação de títulos securitizados lastreados em elementos como dívidas de consumo e dívidas relacionadas ao pagamento das hipotecas residenciais. É importante enfatizarmos que esse processo representa, por um lado, um reflexo da financeirização, nomeadamente a intensificação da criação de ativos financeiros que se mostrem rentáveis e negociáveis e, por outro lado, um meio onde as próprias famílias podem também se inserir nesse mercado financeiro, mas não como objetos da securitização, e sim como os próprios negociantes desses ativos. Aqui, assim como no próximo ponto, a máxima de que “[...] o dinheiro não deve ser deixado intocado, mas sim constantemente movimentado, colhido diariamente como uma geladeira bem abastecida.” (MARTIN, 2002, p. 5-6, tradução nossa)⁸ é representativa, e expressa a noção de Bobek et al. (2023) de que a gestão financeira não aumenta apenas quantitativamente nesse contexto, mas também qualitativamente, na medida que se torna uma atividade central dos lares.

O segundo ponto trata-se do esforço concreto em expandir esse mundo financeiro para além do próprio mercado. Tal processo pode representar tanto o objeto de acumulação dos agentes e atores do mercado financeiro que surgem ou se expandem no contexto da financeirização – pensemos, por exemplo, nos corretores de valores mobiliários e mesmo imobiliários, ou então, novamente, os criadores de

⁸ No original: money is not to be left untouched, but constantly fondled, mined daily like a well-stocked refrigerator

conteúdo digital, ocupação bastante recente, do mercado financeiro –, quanto uma tentativa mais geral e ampla de aumentar a liquidez desse mercado. Esse processo é altamente dependente da evolução e expansão de acessibilidade da tecnologia, em especial da internet e das redes sociais como meio de informação e comunicação e, ainda no início da década de 2000, Martin (2002) já reconhecia e caracterizava a internet como o portal perfeito para “financeirizar” o dia-a-dia, visto ser o meio em que lazer, consumo e outras atividades se concentram de forma acessível.

Em termos concretos, essa expansão ocorre através de uma série de esforços no sentido de tornar comum a realidade do “mundo financeiro” que, anteriormente, era restrita a uma pequena parcela da sociedade diretamente relacionada com este, em específico os profissionais do mercado financeiro. Como Martin (2002) defende, se refere fundamentalmente a um processo complexo que, através de instrumentos persuasivos como publicidade, anúncios em jornais, televisão etc.⁹, objetiva diminuir a aversão aos riscos das pessoas, fazê-las pensar que podem obter sucesso financeiro e profissional através do mercado financeiro ou, em última instância, fazer as pessoas pensarem como capitalistas, mesmo sem terem uma quantidade significativa de capital (MARTIN, 2002; PESSANHA, 2019).

Atualizando o debate, Hayes e Ben-Shmuel (2024) destacam a importância do recente crescimento dos *finfluencers* nessa normalização do mercado financeiro e, com isso, na intensificação da financeirização do cotidiano. Isso ocorre na medida em que tais “personagens” tornam assuntos relacionados a gestão e atividades financeiras algo acessível, fortemente presente no dia-a-dia e, mesmo, uma forma de entretenimento, através da expansão da utilização de redes sociais.

Se as normas de uma vida financeiramente inteligente e significativa fossem simplesmente opções escolhidas livremente, poderíamos dizer que pelo menos algumas pessoas escolheram por vontade própria abraçar esse novo caminho enquanto o cadáver do antigo era enterrado. Os instrumentos de persuasão são mais do que apenas anúncios em jornais e na TV. Quando a financeirização é examinada como política oficial, a retórica que nos convida a abraçar o novo confunde-se com o assassinato do antigo conjunto de expectativas sobre como os cidadãos deveriam se relacionar com a sociedade e o que deveriam exigir do seu governo. (MARTIN, 2002, p. 10, tradução nossa)¹⁰

⁹ É citado pelo autor, inclusive, o desenvolvimento de programas de educação financeira destinados a crianças em meados da década de 1990 como exemplo de tais estratégias.

¹⁰ No original: If the protocols of a financially intelligent and meaningful life were simply options freely chosen, we could say that at least some people had voted with their own feet to embrace the new way

Entretanto, como Martin (2002) enfatiza, a financeirização do cotidiano não se trata de um simples processo de escolha pessoal (em sua essência), e nem mesmo apenas esses anúncios e esforços de *marketing* são suficientes para tanto – embora operem grande importância nessa transformação social quando consideramos os anos recentes e a mencionada expansão do acesso às redes sociais e de novos agentes normalizando os mercados financeiros. Trata-se, também, de uma mudança complexa e de grande envergadura, envolvendo uma alteração sistêmica da forma de acumulação de capital, onde os intensificados processos de neoliberalização operam um papel central nessa transformação da vida cotidiana.

Nesse sentido, para que isso ocorra de forma efetiva, ou então para que esse processo tenha uma aceitação por parte da população e encontre nesta um meio de se expandir, é necessário que algumas questões estejam relativamente desenvolvidas. Isso nos leva ao terceiro ponto, que trata da expansão de uma racionalidade neoliberal na sociedade. Nos referimos, aqui, tanto aos sucessivos e já mencionados processos de desregulamentações neoliberais, às alterações na centralidade do compromisso salarial e ao processo, especificamente, onde os indivíduos se tornam (por opção ou necessidade), cada vez mais, "empreendedores de si", tomando emprestado a expressão de Dardot e Laval (2016).

Especialista em si mesmo, empregador de si mesmo, inventor de si mesmo, empreendedor de si mesmo: a racionalidade neoliberal impele o eu a agir sobre si mesmo para fortalecer-se e, assim, sobreviver na competição. Todas as suas atividades devem assemelhar-se a uma produção, a um investimento, a um cálculo de custos. A economia torna-se uma disciplina pessoal. Foi Margaret Thatcher quem deu a formulação mais clara dessa racionalidade: "Economics are the method. The object is to change the soul" [A economia é o método. O objetivo é mudar a alma] (DARDOT E LAVAL, 2016, p. 325)

Um exemplo concreto disso, onde a relação da perda de centralidade do compromisso salarial e as mudanças decorrentes dos efeitos dos processos de neoliberalização, em especial o efeito concreto de perda do poder de barganha dos assalariados, trazido por Boyer (2005), se refere à questão das reformas previdenciárias, aumentando a centralidade dos fundos de pensão:

as the corpse of the old was buried. The instruments of persuasion are more than just newspaper ads and television spots. When financialization is examined as official policy, the rhetoric that invites us to embrace the new gets tangled up with an assassination of the older set of expectations for how citizens should relate to society and what they should demand of their government.

O poder de negociação dos assalariados é, portanto, desgastado e, conseqüentemente, os gestores têm de responder mais às exigências dos mercados financeiros e menos às do trabalho. A reforma previdenciária desempenha um papel crucial, uma vez que liga a evolução do nexo salário/trabalho com a transformação do regime financeiro (Montagne 2003). Por um lado, a entrada de fundos de pensões na bolsa de valores aumenta a sua liquidez e torna o mercado propenso a bolhas financeiras. Por outro lado, os intermediários e instituições financeiras defendem a ideia de que o valor para os acionistas deve ser a única preocupação das empresas cotadas. A financeirização e a explosão da remuneração dos CEOs são o resultado lógico da interação desses dois mecanismos” (BOYER, 2005, p. 35, tradução nossa)¹¹

Desse modo, a degradação da sociedade salarial, resultado desse conjunto de processos característicos da atual fase do capitalismo, opera papel importante nessas mudanças sociais onde o mercado financeiro adquire uma centralidade maior, se retroalimentando desse processo. Cada vez mais destituído de garantias sociais, o indivíduo se vê compelido a buscar suas garantias e seu possível sucesso material no mercado financeiro, a partir de uma lógica onde esse se torna o único responsável pelo seu sucesso ou fracasso. Tal lógica, com efeito, encontra um expansivo eco com a normalização e ingresso do mercado financeiro no dia-a-dia das famílias.

Como Hayes e Ben-Shmuel (2024) argumentam, embora, em um primeiro momento, essa expansão do mercado financeiro possa ser compreendida como uma espécie de “democratização” do mesmo, é necessário que consideremos as contradições presentes nesse processo, como a legitimação das assimetrias de poder inerentes aos mercados financeiros. Mas, também, a normalização da ideia de “investidor”, que é calcada em um processo mais amplo de individualização e auto responsabilização dos indivíduos (HAYES; BEN-SHMUEL, 2024).

Bobek et al. (2023) destacam ainda que, para além das perdas salariais e de garantias sociais características dos processos de neoliberalização, existe um crescente aumento nas expectativas de qualidade de vida, que resulta no endividamento como uma atividade central dos lares para buscar atingir tais expectativas. Como esses autores enfatizam, embora o endividamento não seja uma

¹¹ No original: Wage earners' bargaining power is therefore eroded and, correspondingly, managers have to respond more to the demands of financial markets and less to those of labour. The reform of pensions plays a crucial role, since it links the evolution of the wage/labour nexus with the transformation of the financial regime (Montagne 2003). On one hand, the influx of pension funds into the stock market increases its liquidity and thus makes the market prone to financial bubbles. On the other, financial intermediaries and institutions put forward the idea that shareholder value should be the only concern of quoted corporations. The financialization and explosion of CEO compensation are the logical outcome of the interaction of these two mechanisms” (BOYER, 2005, p. 35)

“novidade” da era da financeirização, ele é altamente estimulado nesse processo, e, em adição à gestão financeira, representa uma verdadeira alteração qualitativa nas atividades familiares, que de forma cada vez mais estrutural são mediadas pelas finanças. Nesse contexto de crescimento da cultura financeira, portanto, os riscos financeiros são encorajados no lugar de temidos, na medida em que são a única forma das famílias atingirem tais crescentes expectativas (BOBEK et al., 2023). No ponto extremo desse processo de crescimento do apetite ao risco por parcelas maiores da população, gírias e expressões coloquiais relacionadas ao mercado financeiro (ou, mais especificamente, a atitudes a serem tomadas nestes) passaram a fazer parte do cotidiano, dentre elas: “YOLO” (“você vive apenas uma vez”, para encorajar a tomada de riscos cada vez maiores no mercado), “*Buy the dip*” (compre na baixa, estimulando a tomada de oportunidades em momentos de quedas dos preços de ativos), “*Don’t FOMO*” (não compre ativos impulsivamente) etc. (HAYES; BEN-SHMUEL, 2024).

Para um crescente número de famílias, nesse sentido, o consumo passa a ser definido não pela renda do trabalho, mas sim pela variação de sua riqueza, e a decisão de gastos de tais famílias se dá eminentemente em função das variações de seus balanços patrimoniais (CARNEIRO, 2007). Nos parece bastante pertinente, desse modo, a noção de Bobek et al. (2023) de sociedade portfólio (*portfolio society*), onde o investimento se torna questão central para compreender o lugar do indivíduo na sociedade. Por outro lado, na medida em que as transformações qualitativas em termos de adição de atividades financeiras nos lares passam a ser cada vez mais comum, as famílias aumentam significativamente seus riscos, na medida em que passam a depender de mercados financeiros instáveis (BOBEK et al., 2023).

Por fim, embora nossa exposição nesta seção tenha se dado largamente a partir de trabalhos que tomam como referência a realidade da financeirização, e em especial da financeirização do cotidiano, no caso dos Estados Unidos no final do século XX e decorrer do XXI, acreditamos que essas características mais gerais apresentadas são, em grande medida, passíveis de serem identificadas, à luz de suas particularidades, em realidades distintas. De todo modo, e como destacamos no início da seção, é na análise dessa dimensão que as especificidades nacionais se expressam de maneira mais notável, resultando em manifestações diferentes desse processo. Posteriormente, no quarto capítulo, analisaremos algumas das características do que consideramos ser a intensificação da financeirização do

cotidiano no Brasil e, de maior interesse nosso, seus rebatimentos desse processo no mercado de capitais.

3 AS PARTICULARIDADES DA PRODUÇÃO HABITACIONAL E A FINANCEIRIZAÇÃO DA MORADIA

Neste capítulo, nosso objetivo é realizar algumas considerações acerca das particularidades da produção capitalista da moradia e das estratégias daquele agente que expressa tal forma de produção em seu estágio mais desenvolvido, isto é, o incorporador, bem como destacar aspectos globais e nacionais sobre a financeirização habitacional. O ponto central que consideramos é que tais particularidades são importantes para compreendermos como os fundos de investimento imobiliário (FIIs), no contexto atual de aumento de sua popularidade e de seus recursos financeiros, se apresentam tanto como instrumentos de crucial importância enquanto estratégia de acumulação do incorporador quanto, eles mesmos, potenciais novos promotores imobiliários de crescente relevância.

Para tanto, dividimos essa exposição em três partes: em uma primeira, fazemos uma breve revisão acerca da produção capitalista da moradia, tomando como ponto de referência os chamados “problema fundiário” e o de “solvabilidade”, ou demanda solvável (RIBEIRO, 1997). Em seguida, nos concentramos nos aspectos gerais da financeirização da moradia em escala global e, de maior interesse nosso, no contexto nacional. Por fim, destacamos novas estratégias do incorporador no momento da financeirização atual, além de realizarmos algumas considerações preliminares, que seguem, com vistas a tentar compreender condicionantes de um dos possíveis ímpetus iniciais da explosão em popularidades dos FIIs recentemente e sua relação com as particularidades da produção da moradia.

Ressaltemos, inicialmente, quatro características centrais desta: i) trata-se de um valor de uso essencial à reprodução da força de trabalho e, de modo mais amplo, para a própria existência humana¹²; ii) é um objeto imobiliário, portanto atrelado à uma fração específica e não reprodutível do espaço urbano, representando, assim, o acesso aos diversos elementos que fazem parte deste espaço; iii) enquanto produto do trabalho, trata-se de um elemento caro tanto de se produzir quanto, conseqüentemente, de se acessar, tornando necessário a existência de algumas condições econômicas elementares, notadamente o desenvolvimento do crédito

¹² Lembremos, por exemplo, que Engels (2008), em *A situação da classe trabalhadora na Inglaterra*, destaca a moradia juntamente com o vestuário e os alimentos em sua análise, sendo, então, o único objeto imobiliário.

imobiliário e das formas de financiamento de longo prazo, em termos de produção direcionada ao mercado, para sua efetiva produção e acesso em larga escala; e, por fim, iv) seu acesso por parte das pessoas pode ocorrer tanto pela compra quanto pelo aluguel. Mas a complexidade e características da moradia não se esgotam apenas nesses fatores. Com efeito, Bourdieu (2006) estabelece interessante argumentação sobre o valor “simbólico” desse bem, que, segundo o autor:

Um conjunto das particularidades de produção de habitações e das relações que se estabelecem entre as empresas de produção, resultam das características particulares deste produto no qual *a componente simbólica entra numa parte especialmente forte*. Enquanto bem material que se encontra exposto à percepção de todos (como o vestuário), e isto duravelmente, esta propriedade exprime ou trai, de forma mais decisiva que outros, o ser social do seu proprietário, os seus “meios”, como se costuma dizer, mas também os seus gostos, o sistema de classificação que ele envolve nos seus actos de apropriação e que, objectivando-se em bens visíveis, dá lugar à apropriação simbólica operada pelos outros, colocados desta forma em condições de o situar no espaço social situando-o no espaço dos gostos. (BOURDIEU, 2006, p. 37, grifo nosso)

Ainda de acordo com Bourdieu (2006), a moradia também é objeto de dois tipos de investimento: um econômico e outro afetivo. Em ambos o que está por trás é, justamente, o fato de ser um bem caro de se acessar. Nesse sentido, o momento de se investir na compra de uma moradia é “[...] a ocasião de uma das decisões económicas mais difíceis e mais pesadas de todo um ciclo da vida doméstica (BOURDIEU, 2006, p. 38)”. Mas, sobre esse primeiro tipo de investimento, a moradia também representa uma espécie de “aplicação”, ou uma “poupança não financeira”, onde se espera que que conserve ou aumente seu valor ao mesmo tempo em que ela é consumida. . Em suma, ela é um “[...] elemento central de um património de que se espera que dure tanto como o seu proprietário, e mesmo que lhe sobreviva, a título de herança transmissível.” (BOURDIEU, 2006, p. 38).

A forte importância simbólica da moradia é refletida também, por exemplo, na forma como o Estado e os empresários enxergavam o acesso à casa própria para os operários da nascente indústria no período Vargas, como Bonduki (2011) expõe sobre o caso de São Paulo. Como enfatiza o autor, ela representava um ponto central na manutenção da ordem política, econômica e social, na medida em que, além de ser um elemento essencial à reprodução da força de trabalho, significava também um meio de “[...] transformação do trabalhador em proprietário, desempenhando papel importante na criação de um modo de vida conservador e reproduzindo os padrões de comportamento moral e cultural burguês entre trabalhadores [...]” (BONDUKI,

2011, p. 86), simbolizando o progresso material. Bourdieu (2006, p. 126) faz constatação semelhante sobre a política habitacional francesa que, na década de 1960, buscava reconciliar os que, “de acordo com uma tradição antiga”, viam no acesso a casa própria uma forma de “amarrar” os proprietários destas à ordem estabelecida, “garantindo a cada um o direito individual à aquisição de um patrimônio mínimo”, e esse mesmo sentido ideológico é destacado também por Mautner (2004) para o caso da produção de casas nos subúrbios estadunidenses.

Não precisamos, entretanto, adentrar na literatura especializada para afirmarmos que a compra de uma moradia, independente do seu tipo, representa uma espécie de segurança econômica para as famílias. Poderíamos argumentar que isso varia de acordo com cada contexto, tendo países com históricos mais conturbados, por exemplo que passaram por períodos de hiperinflação e elevada insegurança ocupacional como mais susceptíveis a considerar o acesso à casa própria como uma questão de máxima importância, em especial econômica. Mas, seja qual for o contexto, a própria característica da moradia de requerer uma alta quantidade de trabalho para ser produzida, e que permanece cristalizada nela, e também pelo fato de que está atrelada à terra, elemento natural e não produzido por meio de trabalho – e, portanto, passível de apresentar valorização em função de ser um bem naturalmente e socialmente escasso –, é suficiente para que, ao menos, possamos afirmar que se trata de um investimento econômico e simbólico importante.

Apesar disso, essa dimensão financeira adquire um sentido distinto no contexto da financeirização recente. Nos termos de Harvey (2014), a sobreposição do valor de uso da moradia por seu valor de troca parece se exacerbar, e que passa a se intensificar tanto com a notável aproximação entre os mercados imobiliário e financeiro quanto entre este último e o dia-a-dia de um maior número de pessoas no mencionado processo de financeirização do cotidiano. Hoje em dia, não é necessário mais adquirir uma moradia para que se esteja, de algum modo, exposto financeiramente à ela. De fato, cada dia se torna mais “acessível” comprar, por exemplo, cotas dos mencionados fundos de investimento imobiliário, e a relação entre estes e essa condição de “seguridade” da moradia (ou dos objetos imobiliários de modo geral) é propagada por uma série de agentes e lógicas que iremos nos debruçar posteriormente, ainda que os fundos não se limitem a esse uso.

3.1 Os problemas fundiário e de demanda solvável, e as particularidades da produção habitacional

As condições para o desenvolvimento do capital investido na produção imobiliária, em especial na habitacional, apresentam historicamente dois entraves centrais, conforme Ribeiro (1997, p. 86) destaca: o problema fundiário e o problema de demanda solvável, ou de solvabilidade. No primeiro caso, isso decorre da particularidade da produção da mercadoria imobiliária que, ao contrário da produção das demais mercadorias (não imobiliárias), necessitam sempre de um novo terreno para sua construção, visto que elas são fixadas no espaço. Esses terrenos, que tem seus usos monopolizados pela instituição da propriedade privada, obedecem a lógicas por vezes não-capitalistas, enquanto “cristalização jurídica de relações estranhas” a esse modo de produção, continuamente se apresentando como um entrave ou obstáculo ao capital produtivo e, mais adiante, ao capital incorporador.

No caso dos capitais que utilizam o espaço apenas enquanto marco do lucro (RIBEIRO, 1997) – tomemos como exemplo o caso da produção agrícola que Marx se debruçou no terceiro volume de sua principal obra –, a terra é não apenas uma condição para a implantação das atividades produtivas, mas, principalmente, importante meio de produção. É que, a depender de suas particularidades, pode gerar um preço individual de produção inferior ao preço social, resultando em uma renda diferencial e no preço da terra enquanto tal renda capitalizada. Como Marx enfatiza (2017), tais particularidades se referem às propriedades do solo em termos de fertilidade¹³, mas também à existência de outros elementos naturais (valores de uso não-reprodutíveis). Um exemplo bastante ilustrativo utilizado pelo autor nesse ponto é a da existência de uma queda d'água em uma determinada terra que, devido à sua utilização para geração de energia, determinado capital pode obter vantagens produtivas com relação aos capitais que utilizam energia térmica em suas produções. Em resumo, essa renda diferencial se refere ao caso onde o capital dispõe de vantagens ou condições especiais de produtividade em função da monopolização de valores de uso não-reprodutíveis em certas terras, influenciando no preço individual de produção e, conseqüentemente, na renda e no preço da terra.

¹³ Isso se refere à renda diferencial do Tipo I, embora o autor também caracteriza um segundo tipo de renda diferencial relacionada com a aplicação desigual de capital nas terras.

Não obstante a terra também ser uma condição de produção para mercadorias não imobiliárias, o fato de que, uma vez o capital “instalado” em determinado lugar, sua produção pode ocorrer sem necessitar novas terras continuamente, resulta em uma lógica distinta na formação dos preços fundiários. Nesse sentido, e ao contrário do argumento de Ricardo de que a terra em piores condições não resultaria em uma renda para o proprietário desta, Marx é enfático ao contrapor essa noção quando se refere à renda absoluta, na medida em que, independentemente das condições da terra, ao seu proprietário será devido um tributo relativo à instituição da propriedade privada, tornando necessário que se inclua este no preço geral de produção.

A circunstância de o arrendatário poder valorizar seu capital, embolsando o lucro habitual sob a condição de não pagar nenhuma renda não é razão para que o proprietário fundiário tenha de ceder seu solo para o arrendatário e ser filantrópico a ponto de introduzir o crédito gratuito a favor desse parceiro (MARX, 2017, p. 994).

Disso decorre que essas mercadorias possuem características de um preço de monopólio, na medida em que a incorporação desse tributo impede que seus preços diminuam até um nível em que seriam determinadas pelo preço de produção (PAULANI, 2016). Entretanto, e diferentemente do que observaremos a seguir, o desenvolvimento do modo de produção capitalista resulta em uma subordinação desta questão aos preceitos da produção e distribuição da mais-valia, “fazendo com que o lucro passe a determinar a renda, e não o contrário.” (RIBEIRO, 1997, p. 87). Noção semelhante é trazida por Campos Júnior (2024, p. 11) ao afirmar que “o tributo que o proprietário do terreno cobra pelo seu uso é regulado pelo preço de venda das mercadorias, que por sua vez é estabelecido pelo preço geral de produção”, ou, em outras palavras, que “a cobrança da renda é limitada pelo domínio da valorização”.

No caso da produção imobiliária – o capital que utiliza o espaço enquanto objeto do lucro (RIBEIRO, 1997) –, sua particularidade é que a terra se apresenta, sobretudo, enquanto condição de produção (CAMPOS JÚNIOR, 2002) e, conforme destacado, para cada novo empreendimento. Em outras palavras, é relativamente indiferente se um determinado edifício é construído em um terreno ou outro em termos produtivos, visto que a quantidade de trabalho e valores de uso reprodutíveis necessários será a mesma, embora devemos destacar que isso varia e depende, ainda que de “forma residual”, das condições de “construtibilidade” dos terrenos, como aquelas relacionadas às fundações (RIBEIRO, 1997; CAMPOS JÚNIOR, 2002).

Ocorre, também, que a produção de novas mercadorias imobiliárias requer a existência de novos terrenos em condições de relativo bom acesso aos demais elementos do ambiente construído, em especial espaços dotados de equipamentos coletivos e de infraestrutura, na medida em que o capital desse setor não conseguirá produzi-los individualmente (RIBEIRO, 1997). Essa questão é trazida por Topalov (1979), que argumenta que embora o capital tenda a se entremear nos diversos segmentos da produção do espaço urbano em seus movimentos de valorização, por vezes a produção de alguns valores de uso imobiliários não são rentáveis em um determinado momento. Assim, o Estado, atuando com a introdução de um capital desvalorizado, produz esses valores de uso – visto que podem ser necessários à reprodução da força de trabalho e à circulação de outras mercadorias –, embora, posteriormente, seu controle possa ser transferido ao capital, a exemplo do caso da concessão de rodovias, na medida em que criam-se expectativas que tais valores de uso possam ser rentáveis, como em momentos de coalizão entre variados capitais que se reproduzem no processo de acumulação urbana. Ademais, quando da implantação de um novo objeto imobiliário, se reconfiguram todas as articulações entre valores de uso simples representadas pelo espaço urbano, ou os “valores de uso complexos” (TOPALOV, 1979), gerando novas “sinergias urbanas” (SMOLKA, 1987), e apresentando potencial de uma contínua variação dos preços.

Como Ribeiro (1997) argumenta, a implicação para o setor imobiliário desse problema fundiário é que os capitalistas desse setor irão esbarrar de forma recorrente na instituição da propriedade privada, gerando a necessidade de aplicação de uma alta quantidade de capital na formação de um estoque de terrenos, portanto imobilizando parte do capital de forma improdutiva. Essa situação resulta, também, no fato de que a produção imobiliária é relativamente descontínua, “[...] tornando-se extremamente difícil a aplicação permanente de capitais na construção” (RIBEIRO, 1997, p. 89), ao menos no início do desenvolvimento do setor. No entanto, tais particularidades também resultarão na formação das condições de surgimento do incorporador imobiliário, que terá como um dos objetivos a liberação de terrenos para a produção (RIBEIRO, 1997), além de outros que traremos a seguir.

Estreitamente vinculado com o último, o problema da demanda solvável decorre do alto preço da moradia em comparação com o poder de compra da população, de um modo geral (RIBEIRO, 1997). Com efeito, para o capital desse

setor, assim como de qualquer outro, se reproduzir de forma ampliada, ele necessita que as moradias produzidas sejam vendidas, de modo que receba seu investimento inicial realizado, acrescido de lucros e sobrelucros, para que possa aplicar em um novo processo produtivo, especificamente na compra de mercadorias reprodutíveis e terrenos (não reprodutíveis). Em última instância, isso pressupõe a necessidade do desenvolvimento de crédito imobiliário e financiamentos de longo prazo para que uma parcela maior da população possa acessar esse bem e, ao mesmo tempo, desenvolver o capital nesse setor. Nessa dimensão, o incorporador surgirá também como agente que buscará “tornar solvável a demanda” (RIBEIRO, 1997, p. 104).

A superação dos entraves da produção imobiliária representa o momento da forma capitalista de produção da moradia, guiada pelo incorporador imobiliário. Smolka (1987) define-o como: “[...] aquele que desenvolve o espaço geográfico organizando os investimentos privados no ambiente construído, em especial aqueles destinados à produção de habitações” (SMOLKA, 1987, p. 47). Conforme discutido em Valfré (2023), a realização de um empreendimento habitacional necessita de uma série de condições e serviços antes, durante e após a produção: liberação de terreno, empréstimos financeiros, realização de projeto arquitetônico e de engenharia, realização de estratégias de *marketing*, de publicidade de venda etc. O incorporador, não sendo nenhum agente específico, seja proprietário fundiário, capital produtivo ou financeiro – embora, em alguns casos, possa existir essa coincidência –, é “[...] aquela fração do capital que se valoriza pela articulação destes diversos serviços contratados. Alternativamente, poder-se-ia conceber tal capital como o que adquire o terreno com a finalidade de valorizá-lo na alteração de seu uso, ou seja, capital que investe nas bases em que rendas fundiárias são formadas.” (SMOLKA, 1987, p. 47).

Em outras palavras, o incorporador é o “chefe da orquestra” (RIBEIRO, 1997) que adquire o terreno, o capital produtivo e adota uma série de estratégias para efetivamente realizar o processo de circulação da mercadoria-moradia, capturando lucros extraordinários. A característica de preço de monopólio que observaremos no caso da produção habitacional, nesse sentido, se relaciona mais com a noção trazida por Marx que depende eminentemente da capacidade e disposição dos compradores de adquirirem moradias consideradas singulares, no sentido de não-reprodutíveis, que podemos considerar tanto em termos de sua localização quanto também em função de seus atributos construtivos, do *marketing* dos empreendimentos etc.

Retomando o que abordamos em Valfré (2023), o surgimento do incorporador representa o momento em que não apenas a produção está dissociada do consumo, mas também que todas as outras condições, em especial de solo e de financiamento, estão desenvolvidas ao ponto de que se torna possível uma produção capitalista da moradia, que esse agente é sua expressão. Mas sua atuação é mais complexa: deve não apenas contar com essas condições mencionadas, como também adotar uma série de estratégias, como suas relações de influência com o Estado e outros capitais, estratégias de publicidade etc., de modo que consiga efetivar esse processo e, sobretudo, criar sempre um produto “singular”. Portanto, são diversas as formas de atuação e estratégias que esse agente pode tomar, mas o objetivo permanece sempre o mesmo: criar as condições que tornem seus empreendimentos socialmente valorizados e escassos, de modo a se estabelecer um preço de monopólio, no sentido de que, através da alteração do uso do solo, consiga não apenas um lucro produtivo, mas, principalmente, uma renda fundiária (ou sobrelucro) relacionada com a transformação desse uso para um mais valorizado, e em função de existir parcela da população disposta e capaz de comprar seus empreendimentos pelos preços que são oferecidos (SMOLKA, 1987; RIBEIRO, 1997; CAMPOS JÚNIOR, 2002).

A dinâmica da produção do espaço urbano pressupõe que a atuação desse agente é altamente mutável em função das condições econômicas e conjunturais de um determinado contexto, especialmente das condições do acesso ao crédito e financiamento habitacional, mas também do próprio nível de renda da população, de um modo mais amplo. Isso significa que, em alguns momentos, a atuação do incorporador pode ser mais potencializada, e sua facilidade de se reproduzir de forma ampliada seja maior, enquanto em outros ele deva buscar estratégia mais robustas e complexas para efetivar esse processo. Por vezes, adotando outras formas de acessar a moradia, ou então alterando seu público alvo – como de “moradores” para “investidores”, apenas para citar exemplo do que parece ocorrer em diversas metrópoles brasileiras nos últimos anos, exacerbando a condição da moradia enquanto possível ativo financeiro, e algo que é facilitado e altamente potencializado com os fundos imobiliários e plataformas de aluguel atualmente.

Dessas primeiras considerações, o que consideramos importante destacar para a realização da ponte necessária para nosso objeto, os FIs residenciais, são duas questões principais: em primeiro lugar, os ganhos do incorporador são, em larga

medida, resultado não apenas da sua condição enquanto agente coordenador dos variados elementos da produção habitacional. São, sobretudo, resultado do fato de que, ao adquirir o terreno, ele é quem controla as condições que permitem o surgimento do sobrelucro de localização, decorrente da transformação do uso do solo, o que significa que “[...] uma parte do lucro do incorporador pode ser constituída de renda da terra não integralmente paga ao proprietário.” (RIBEIRO, 1997, p. 98).

Em segundo lugar, que a existência de demanda solvável é uma questão central, e aqui podemos considerar desde aqueles com capacidade de juntar uma poupança para a compra dos imóveis à vista, ou então da compra a prazo em curto período de tempo diretamente com o incorporador, ou então através do desenvolvimento do crédito habitacional e dos financiamentos de longos prazos. Isso porque, em suma, possibilita o efetivo processo de reprodução ampliada do capital incorporador e que, a nosso ver, apresentam novos sentidos no contexto da financeirização e do surgimento dos fundos enquanto importante instrumento de captação de recursos, se tornando tanto potenciais “demandas solváveis” para a produção imobiliária quanto incorporadores de notável poder econômico.

3.2 A financeirização imobiliária-habitacional: aspectos globais e nacionais

Antes de adentrarmos na financeirização imobiliária-habitacional, cabe complementarmos o ponto da demanda solvável apontado na seção anterior, visto que o avanço do acesso ao crédito no país apresenta relação próxima com a financeirização do setor imobiliário. Nesse sentido, sobre a criação e desenvolvimento do sistema de financiamento habitacional no Brasil, Sanfelici (2013) argumenta haver três fases: uma primeira que se estende desde 1930 até 1964, marcada especialmente pelos esforços expressados na produção dos Institutos de Aposentadoria e Pensões (IAPs) e da Fundação da Casa Popular (FCP). Uma segunda, de maior envergadura, que ocorre a partir de 1964 com a criação do Banco Nacional da Habitação (BNH), responsável por supervisionar o Sistema Financeiro de Habitação (SFH) e que utilizava recursos tanto da poupança voluntária quanto dos depósitos compulsórios do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS). Em seguida, uma terceira fase que se inicia a partir de meados da década de 1980.

É na segunda fase que observamos a institucionalização da figura do incorporador imobiliário e, sem dúvidas, momento de forte expansão da atuação deste e da produção habitacional em escala nacional. Em muitas situações, o grande crescimento do acesso a financiamentos de longo prazo se mostrou como ponto de inflexão para a dominância da nascente produção por incorporação, que apresentava suas particularidades com relação às formas anteriores de produção. A noção de preço de monopólio, dependente, em última instância, da capacidade dos compradores, se expressa de forma exacerbada, a partir de agora, em função desse aumento da demanda solvável, e os preços habitacionais passam a ganhar feições cada vez mais autônomas (CAMPOS JÚNIOR, 2002). O depoimento de um engenheiro e empresário do setor que Campos Júnior (2002) destaca sobre essa nova forma de produção no caso de Vitória (ES) é bastante ilustrativo:

Era comum para se estabelecer o preço de venda do imóvel que se procedesse determinando preliminarmente o custo. Mas o custo era construção, terreno, lucro do construtor, aproximadamente 20%, despesas financeiras eventuais, etc., somava-se tudo isto e dobrava-se, entendeu? Quer dizer, então o lucro era 100% sobre tudo isso. (CAMPOS JR, 2002, p. 128).

Por fim, a terceira fase se inicia com a crise e desmantelamento do BNH em 1986. Sanfelici (2013) argumenta que isso resultou, dentre outras razões, da forte recessão econômica que atingiu o país na década de 1980 – relacionado especialmente com o “Choque Volcker”, ou seja, o súbito aumento da taxa de juros pelo *Federal Reserve* dos Estados Unidos em 1979 que deflagrou uma crise da dívida de países da América Latina e a posterior necessidade, em função das exigências do Fundo Monetário Internacional, de adequação de suas políticas aos preceitos neoliberais já em voga e especificamente direcionados a uma maior liberalização do mercado financeiro –, atingindo o BNH em duas pontas: em função do aumento do desemprego, com a diminuição das contribuições do FGTS e, por outro lado, no crescimento da inadimplência das prestações pelos mutuários.

No âmbito da produção residencial, nesse período, observamos em diversas partes do Brasil, como Grande Vitória (CAMPOS JÚNIOR, 2005; VALFRÉ, 2021), Rio de Janeiro (RIBEIRO, 1997) e Porto Alegre (CASTRO, 1999 apud SANFELICI, 2013), o surgimento, ou retomada, da “produção a preço de custo”, por vezes chamada de produção por condomínio fechado ou produção por administração, em que a habitação era financiada pelos próprios compradores ao longo da construção. Como

se subentende, em função do curto período de tempo, tratava-se de uma forma de produção direcionada para segmentos de renda mais alta e localizada nos bairros mais valorizados dessas respectivas cidades.

É nesse contexto, especialmente na década de 1990, que observamos as primeiras experiências de aproximação do mercado financeiro com o imobiliário, por exemplo através da criação dos FIs¹⁴, em 1993, e do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), em 1997, através da Lei n. 9.514, sendo a mesma que criou também os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs). A criação do SFI marca um importante ponto de inflexão da financeirização ao estabelecer tanto essa mencionada aproximação e avanço no sentido de transformar “todo contrato de empréstimo em um valor mobiliário” (SANFELICI, 2013, p. 90) quanto ao revelar o papel central do Estado, por exemplo, na promoção da segurança jurídica para os credores – sobre este último ponto, destaca-se a garantia da alienação fiduciária (Art. 17, IV) nas operações de financiamento imobiliário. Ademais, Abreu et al. (2024, p. 104) enfatizam o papel central do Estado também a partir da atuação da Caixa Econômica Federal (CEF), que já havia herdado o *funding* habitacional depois da extinção do BNH, enquanto agente central na estruturação dos mercados privados de crédito habitacional a partir do uso sistemático da securitização.

A partir da década de 2000, o início de um período de menor turbulência na economia brasileira, com trajetória de crescimento moderado e taxas controladas de inflação, expectativas com uma progressiva diminuição da taxa de juros, não obstante alguns percalços, criaram as condições propícias para a retomada do crescimento do mercado imobiliário com uma maior concessão de empréstimos habitacionais (SANFELICI, 2013, p. 98). Em adição a isso, Sanfelici (2013) destaca também o incremento da renda das famílias, agora mais passíveis de se comprometerem com os financiamentos imobiliários de longo prazo (que também aumentaram em duração) e o próprio empréstimo habitacional enquanto opção interessante, em termos dos juros obtidos, para os bancos frente aos títulos da dívida pública.

¹⁴ Os FIs serão trabalhados de forma mais aprofundada no capítulo seguinte, quando realizaremos um percurso desde sua criação até o momento de popularização recente.

Como Sanfelici (2013) argumenta, esse cenário de expansão da demanda solvável e, consequentemente, de aquecimento do mercado habitacional no contexto nacional, convergiu com a existência de uma enorme quantidade de capital excedente de origem internacional disposta a aportar recursos nas construtoras e incorporadoras brasileiras, através da abertura do capital destas na bolsa de valores, suprimindo suas metas agressivas de expansão de operações. O momento, então, a partir da metade da década de 2000, é indubitavelmente um marco nos estudos acerca da financeirização imobiliária-residencial no Brasil, em especial relacionados com esse contexto de abertura de capital na bolsa de valores de tais empresas imobiliárias brasileiras e que é refletido em trabalhos como os de Fix (2011), Rufino (2012) e Sanfelici (2013). Por outro lado, essa produção também se intensifica no cenário internacional, ainda que com um direcionamento distinto, relacionada com os desdobramentos habitacionais da crise dos *subprimes* de 2008.

No contexto internacional, em especial nos Estados Unidos, o ponto de partida parece convergir, nesse sentido, com as causas dessa crise. Em linhas gerais, em um contexto de baixa taxa de juros e de uma política de bem-estar baseada largamente no endividamento familiar, a grande disponibilidade do acesso ao crédito habitacional desde o final do século XX, inclusive por famílias com insegurança ocupacional e empregos de baixos salários através dos “*subprime lenders*” (BESWICK et al., 2016, p. 325), resultou em um forte crescimento dos preços habitacionais nesse período. Na medida em que os preços imobiliários subiam, o processo poderia se realimentar, visto que as dívidas poderiam ser refinanciadas com maior garantia. Ocorre que, a partir do momento em que tais preços estagnaram, em 2006 – em função também de um aumento significativo da taxa de juros a partir de 2004 –, especialmente os mutuários de hipotecas *subprimes* passaram a apresentar um crescente número de inadimplência, os ativos securitizados relacionados a essas dívidas perderam a liquidez e as execuções hipotecárias aumentaram, gerando uma cadeia de eventos que resultou na crise financeira global (CFG) (BESWICK et al., 2016).

Beswick et al. (2016) argumentam que o cenário pós-crise resultou na formação de um terreno fértil para uma “nova rodada da financeirização da moradia”. Segundo esses autores, são quatro categorias ou estratégias centrais passíveis de se observar. Em primeiro lugar, a atuação sobre os chamados “*distressed assets*”, ou ativos imobiliários problemáticos ou em dificuldades, que se refere à proliferação de

moradias altamente desvalorizadas em função da queda dos preços imobiliários ou então hipotecas em situação de inadimplência, sendo destacado o caso dos Estados Unidos, Espanha, Irlanda e Grécia.

Em segundo lugar, o re-financiamento estatal e os “*bad banks*”. Trata-se do papel central desempenhado pelo Estado na intervenção seletiva para a estabilização do sistema financeiro. De modo concreto, é destacado que os Estados Unidos gastaram cerca de \$4,5 trilhões, entre 2008 e 2014, na aquisição dos mencionados ativos ilíquidos, notadamente hipotecas problemáticas, recapitalizando os bancos em um esforço de (re)fortalecer o mercado financeiro e impulsionar o mercado imobiliário. Segundo Beswick et al. (2016), isso permitiu que os bancos expostos pudessem “limpar” seus balanços e evitar maiores perdas futuras. Além disso, o Banco Central norte-americano manteve as taxas de juros próximas a zero (ao menos até 2016), incentivando os investidores a buscarem novas fronteiras com maior potencial de retorno. É destacado ainda os “*bad banks*”, ou *Asset Management Companies* (AMCs), criados com o objetivo de adquirir e gerenciar as hipotecas problemáticas.

Em terceiro lugar, a crise gerou a intensificação da atuação dos chamados *corporate landlords*¹⁵, ou grandes proprietários corporativos/institucionais, como fundos de pensão, fundos de *private equity*, *mutual* e *hedge funds*, REITs (*Real Estate Investment Trusts*, equivalente em parte aos FIs brasileiros) etc., que são resultado, novamente, da proliferação desses ativos imobiliário-financeiros problemáticos que se apresentaram enquanto novos mercados e oportunidades nas perspectiva desses investidores institucionais. Exemplo elucidativo é trazido por Fields (2017) sobre a atuação do fundo Blackstone através de sua subsidiária Invitation Homes, que foi pioneira na securitização dos fluxos de renda dos *Single-Family Rentals* (SFRs, casas unifamiliares) que, quando da publicação, e em conjunto com outros investidores institucionais, já havia securitizado os fluxos de renda de mais de 100 mil casas unifamiliares geograficamente dispersas nos Estados Unidos.

Nesse sentido, e por fim, o cenário pós-crise resultou nos imóveis residenciais destinados ao aluguel enquanto nova classe de ativo de interesse desses investidores

¹⁵ Importa destacar, tal como aponta Goulding et al. (2023), que os *corporate landlords* não surgem a partir da crise de 2008, mas sim têm uma presença relevante no segmento habitacional ao menos desde a década de 1990. Fields e Uffer (2016), por exemplo, enfatizam a atuação de investidores institucionais desde tal década no mercado da renda residencial em Nova York e Berlim.

institucionais. Importa destacar que essa atuação no mercado da renda residencial não ocorre, como poderia se entender do que foi exposto até aqui, somente com a compra de um estoque imobiliário já existente (*buy-to-let*), mas também a partir da produção de novas unidades, ou o “*Build-to-Rent*” (BtR, construir para alugar), conforme Nethercote (2019) enfatiza. São grandes complexos habitacionais em que as unidades não compõem um condomínio, mas sim frações de uma única propriedade desses investidores. Nethercote (2019) ainda aponta as características de tais empreendimentos de possuírem, em geral, uma gestão profissionalizada do aluguel, serviços semelhantes aos que são oferecidos em hotéis, além de maior flexibilidade em termos de locação. Apesar dos BtRs serem realizados principalmente enquanto investimentos de longo prazo, essa atuação também abre possibilidades da realização de ações de curto prazo, visto que fluxo de renda estável relacionado aos alugueis, tal como no caso das SFRs, resulta na possibilidade de sua securitização, ou então na constituição de fundos imobiliários para capitalização.

[...] à medida que as agências de classificação de crédito consideram produtos (como os *multifamilys*) seguros para investimento, e à medida que a demanda dos investidores se expande, esse processo de securitização confere legitimidade e credibilidade para o crescimento dessa classe de ativos institucionais (NETHERCOTE, 2019, p. 24, tradução nossa)¹⁶.

Goulding et al. (2023) destacam a variedade de formas de produção de BtRs, que vai além do simples empréstimo ou do desenvolvimento do empreendimento por empresas listadas. Utilizando a cidade inglesa de Manchester como exemplo, os autores demonstram que uma quantidade relevante da produção desse tipo habitacional decorre de uma espécie de “compra na planta” em larga escala, recebendo para tanto um juro sobre o montante dispendido, além da atuação através da compra do terreno e permuta com incorporadores. Por outro lado, apesar da condição majoritariamente de investimento estável e de longo prazo, é identificada a prática oportunista de vender as unidades após a realização (quando favorável), abrindo também a possibilidade de ganhos de capital. Como veremos posteriormente, quando consideramos o caso dos FIs brasileiros, observamos muitas dessas questões, embora com alguns contornos distintos.

¹⁶ No original: [...] as credit rating agencies deem products (such as multifamily) ‘safe’ for investment, and as demand from investors expands, this securitization legitimates and adds credibility to the growth of the institutional asset class.

Com ênfase especial na atuação dos REITs e outras empresas imobiliárias listadas em bolsa, Wijburg et al. (2018) consideram essa estratégia de extração de renda imobiliária primordialmente de longo prazo como uma “fase 2.0” da financeirização da moradia. Enquanto empresas de capital aberto e negociadas em mercados secundários¹⁷, a atuação de tais atores é centrada no estabelecimento do que os autores chamam de uma “estrutura rentista” para otimizar o fluxo de rendas estáveis, sejam relacionadas ao aluguel ou mesmo à venda das unidades. Por outro lado, destacam a “fase 1.0” enquanto uma atuação mais “oportunistica”, onde as inversões são realizadas, ainda que não exclusivamente, a partir de estratégias de curto prazo, de modo a “comprar barato e vender caro”, guiada especialmente por fundos de *private equity* e concentrada nos anos que antecedem a CFG mas que, como observamos, apresentam continuidade após a mesma. O mesmo foi observado, em parte, por Fields e Uffer (2016) no caso de Nova York e Berlim.

É interessante apontar que Nethercote (2019) ainda destaca a relação desse processo do crescimento da renda residencial com transformações no mercado de trabalho no contexto dos países anglófonos de “*liberal welfare*”, em especial o crescimento de ocupações mais flexíveis, as variações nos preços imobiliários, além de uma aparente preferência por morar nas áreas centrais das cidades em função de questões como o tempo gasto com deslocamentos, por exemplo. Sem dúvidas, observamos questão semelhante no caso do desenvolvimento da renda residencial no Brasil, que, em muitos dos empreendimentos, as publicidades destacam exaustivamente esse novo “morador-tipo” das metrópoles (KALINOSKI, 2024).

Convém, aqui, realizar um parêntese. Embora destacamos alguns dos diferentes atores envolvidos nessa produção, cabe enfatizar a necessidade de compreender particularidades de alguns destes para que evitemos cair em um entendimento “uniforme” dos *corporate landlords*, ou então simplesmente do “capital financeiro”, como Sanfelici e Magnani (2023) apontam. Ainda que os autores concentrem a exposição no caso específico de investidores do segmento comercial em escala nacional, as conclusões apontam para diferentes estratégias de investimento e formas de governança. Neste último caso, especialmente a relação

¹⁷ É importante destacar que, no caso dos FIIs brasileiros, ainda que tais fundos possam ser listados na bolsa de valores, nem todos podem ser adquiridos por qualquer investidor, como é o caso dos fundos exclusivos para investidores qualificados ou profissionais.

com os acionistas. Focalizando a análise em fundos de pensão, FIs listados e empresas listadas, os autores destacam que o primeiro caso (fundos de pensão) são os menos flexíveis dos três, marcado por uma estratégia de caráter mais conservador, de baixo risco e longo prazo, e marcado também pela presença, nos profissionais de tais fundos, de empregados cujas carreiras ocorreram por vezes na própria empresas de onde obtém as contribuições, ao contrário do mercado financeiro, como ocorre no caso dos fundos imobiliários. Estes últimos atores, por sua vez, apresentam inicialmente uma maior variedade de formas de atuação, bem como uma organização mais flexível na busca por oportunidades e novas estratégias de investimento, algo que se observa também no caso das empresas listadas.

Em termos de estrutura de organização, os FIs e empresas listadas, por serem negociados em mercados secundários, possuem uma maior pressão dos acionistas, de modo que a questão do *shareholder value* é mais relevante nas tomadas de decisões, o que difere dos fundos de pensão. Quanto ao envolvimento no desenvolvimento de empreendimentos, os autores notam que apenas as empresas listadas se envolvem nessa atividade, ao menos no caso do segmento comercial que é analisado, como é o caso da BR Malls e Multiplan, e o que os FIs, por exemplo, atuam primordialmente na compra de estoque de imóveis prontos. Nesse sentido, é importante acrescentarmos a isso, conforme será discutido em momento posterior, que, mesmo os FIs listados, apresentam notável heterogeneidade nas formas de atuação, em especial decorrente do público-alvo de cada um.

Por fim, um ponto de destaque nessas abordagens sobre a financeirização habitacional é a presença central do Estado. Isso é explícito quando nos referimos à segunda categoria apresentada por Beswick et al. (2016), a respeito da atuação na compra dos ativos problemáticos com o objetivo de estabilizar o sistema financeiro e evitar um colapso em maior escala. Calcado na ideia de “complexo imobiliário-financeiro” de Aalbers (2016), no qual, embora não destacado no nome, é pressuposta sua atuação central¹⁸, a presença do Estado é permanente na medida em que este atua nas “formas de regulação dos mercados, envolvendo a criação e o aperfeiçoamento de vários instrumentos urbanísticos e financeiros, voltados para aproximar e ampliar as conexões entre capital financeiro e capital imobiliário”

¹⁸ Trata-se de uma alusão ao Complexo Industrial-Militar dos Estados Unidos.

(SANTORO; ROLNIK, 2017, p. 408). Isso envolve tanto as regulamentações com vistas à facilitação da circulação de fluxos de capital, como também, de modo mais concreto, atuações específicas de criação de oportunidades para o investimento desses atores. No caso do segmento residencial, para além do que já foi exposto, podemos citar como exemplo a atuação nas desregulamentações relacionadas às unidades com aluguel estabilizado no caso de Nova York e no forte investimento na construção de habitações e modernizações de Berlim, concedendo subsídios fiscais para a atuação de incorporadores (FIELDS; UFFER, 2016). No caso brasileiro, podemos destacar o Plano Diretor Estratégico (PDE) de São Paulo com a criação de novos parâmetros que intensificaram a produção de *studios* e unidades não-residenciais, geralmente destinadas para aluguéis de curta temporada, nos novos “Eixos de Estruturação da Transformação Urbana” (MARÍN-TORO, 2024).

Enquanto que no contexto internacional observamos, ao menos desde o início da década de 2010, a intensificação de trabalhos relacionados ao aluguel residencial, é notável que, no caso brasileiro, o foco dos trabalhos relacionados à financeirização imobiliária (residencial), ao menos em um primeiro momento, se deu primordialmente naquele processo de abertura de capital de empresas imobiliárias na bolsa de valores intensificado a partir da década de 2000, se relacionando mais com novas formas de captação para o processo de acumulação dos incorporadores, isto é, que desenvolvem os empreendimentos para posterior venda. O foco recaía em termos de transformações na forma de governança corporativa, derivado do consequente crescimento do *shareholder value*, no ingresso de capital estrangeiro através dessas ofertas primárias de ações e, em alguns casos, na perda do controle familiar de algumas dessas empresas imobiliárias inseridas em um contexto de busca de expansão de suas operações, conforme apontamos anteriormente.

Não obstante, nos anos recentes há uma crescente, ainda que incipiente, literatura a respeito do avanço da financeirização sobre o aluguel residencial no caso brasileiro. O contexto envolve questões como o crescimento do acesso à moradia através dessa forma, a intensificação da atuação de investidores institucionais nesse segmento, bem como a expansão das plataformas digitais de aluguel.

3.3 O avanço da financeirização do aluguel no Brasil e outros apontamentos

Embora esta tese não se concentre exclusivamente no segmento do aluguel residencial, mas sim nos dois grupos de FIs que destacamos, é notável que a questão do avanço do aluguel possui uma importância central, especialmente quando consideramos o aumento de recursos dos fundos imobiliários nos últimos anos, capazes de absorver ou financiar uma quantidade relevante de moradias desse tipo, ou mesmo produzi-las. Em outras palavras, na medida em que esses atores possuem a característica geral (embora não exclusiva) de distribuição de um fluxo recorrente de rendimentos para seus cotistas, e que isso se mostra como ponto fundamental na expansão de pessoas físicas observadas nos últimos anos enquanto investidores, o aluguel residencial deve reter nossa atenção, visto que possui, em uma primeira aproximação, maior capacidade de gerar tais fluxos (ao menos de forma mais periódica) do que a incorporação ou desenvolvimento para venda.

É crescente a literatura a respeito das relações entre o capital financeiro e o aluguel residencial. Guerreiro et al. (2022), por exemplo, argumentam que esta é a nova fronteira da financeirização imobiliária. Kalinoski e Procopiuck (2022) enfatizam essa questão inserida em um contexto de expansão de *proptechs*¹⁹ de aluguel residencial. Estes autores consideram que, enquanto aquela produção relacionada à financeirização habitacional focalizada no processo de abertura de capital na bolsa de valores das empresas imobiliárias representou um momento de “financeirização da produção”, o que se apresenta agora é um processo de “financeirização da ocupação”, separado desse primeiro, e com atuação relevante de FIs. A nosso ver, essa consideração deve ser lida com cautela, visto que, ao menos no caso dos fundos imobiliários, há uma relação próxima entre esses dois processos que buscaremos destacar. Já Marin-Toro (2024) argumenta sobre a construção desse novo “ativo de acumulação imobiliário-financeiro” relacionado ao aluguel e enquanto expressão de um ajuste espacial pós-crise resultado de um processo de sobreacumulação de capital. Nos últimos anos, observamos também alguns dos primeiros trabalhos que se debruçaram, seja direta ou indiretamente, sobre a atuação de FIs residenciais de forma mais intensa (KALINOSKI; PROCOPIUCK, 2023; MARÍN-TORO, 2024).

¹⁹ Plataformas digitais do mercado imobiliário. Abreviação de *property* e *technology*.

Giorgis e Campos Júnior (2023) consideram que a problemática do aluguel está relacionada e deve ser compreendida não apenas por fatores conjunturais, embora estes sejam de grande relevância, em especial nos últimos anos, mas também em função de um problema estrutural que se refere a um progressivo distanciamento entre o preço dos salários e os preços imobiliários derivado das particularidades da forma de produção capitalista da moradia. Em linhas gerais, o movimento de reprodução ampliada do capital resulta historicamente, ou é uma condição elementar, em um contínuo crescimento do exército industrial de reserva, o que acaba por reduzir o poder de barganha dos trabalhadores e limitar suas possibilidades de recomposições salariais ou ganhos reais (CAMPOS JÚNIOR, 2024). Estreitamente ligada à questão do problema de solvabilidade, Ribeiro (1997, p. 90) aponta a contradição, no caso da produção habitacional, de que, por um lado, o “caráter manufatureiro e artesanal” desse setor, resultado do problema fundiário que destacamos, implica em maior dificuldade de sua industrialização, que poderia acarretar em uma diminuição no preço individual das moradias. No entanto, a demanda solvável também tende a ser reduzida com o próprio avanço da acumulação do setor, na medida em que implica uma maior proletarianização da população (RIBEIRO, 1997), resultando na constante reprodução dessa barreira financeira.

A mercadoria-moradia, e as mercadorias imobiliárias em geral, por sua vez, têm um processo de produção que apresenta notáveis particularidades. É que, como destacamos na primeira seção, ela está interligada a uma localização, a uma fração específica do espaço, ou simplesmente a um terreno. Ocorre que a terra, enquanto bem natural e não produzido por meio de trabalho, não possui valor, embora seja passível de adquirir um preço, que obedece a uma lógica que vai desde aquela demanda intercapitalista enfatizada por Marx (2017) para o caso agrícola, quanto toda a sorte de estratégias para a criação escassez social de localizações por parte dos agentes que produzem o espaço enquanto “objeto do lucro” (RIBEIRO, 1997). Assim, o fato de que um novo terreno é necessário para cada nova produção significa que o preço imobiliário decorre não apenas do trabalho objetivado nas construções (valor), mas também é acrescido de um “valor imaginário” sucessivamente, isto é, o preço da terra, enquanto componente central desse produto (CAMPOS JÚNIOR, 2024), que decorre do alinhamento entre a demanda de vários agentes pela sua utilização, com o direito de propriedade constituído sobre esse bem natural.

Retomando o argumento de Paulani (2016), ao contrário do preço de monopólio que nos referimos anteriormente pela mera adição do tributo referente à instituição da propriedade privada, que possui intrínseca conexão com as variadas condições de produção oferecidas pelas diferentes terras e que pressupõe o fato de que são tais condições que configuram a renda, e não o contrário, o que ocorre no caso dos produtos imobiliários é diferente. Se refere à capacidade e disposição de aquisição das mercadorias-moradias pelos preços que são oferecidos. Sua ligação, assim, é com a ideia de renda e preço de monopólio de produtos “singulares” trazidas por Marx. Em síntese, se refere mais às condições de circulação do que de produção (RIBEIRO, 1997)²⁰, que pressupõem também a adoção de uma variedade de estratégias pelos incorporadores visando a efetivação desse processo.

A dimensão da elevação desses preços está em aberto, pois depende tanto do preço da terra, quanto do preço de venda do produto construído nessa terra. Ou a renda capitalizada da terra define o preço de monopólio de venda do produto imobiliário, ou este preço define a renda. E, portanto, quando o capitalista e o proprietário da terra são a mesma pessoa, ele faz de tudo o que a sua imaginação permite, instrumentalizando a propriedade da terra para impulsionar a elevação dos preços dos produtos imobiliários que constrói. (CAMPOS JÚNIOR, 2024, p. 12).

Desse modo, de um lado, o salário que reproduz o trabalhador, ou seja, o preço da utilização de sua força de trabalho por uma determinada jornada, possui amarras que limitam seu crescimento frente às outras mercadorias em geral, em específico as imobiliárias. É que, enquanto no processo produtivo o consumo da força de trabalho gera criação de valor, o preço desta não é medida de valor, senão também um “valor imaginário”, como destaca Campos Júnior (2024). Por outro lado, a maior autonomia na formação dos preços imobiliários decorrentes de suas particularidades produtivas, em especial da necessidade de novos solos urbanos enquanto condição de produção e também da incorporação do seu preço de forma sucessiva, gera esse contínuo distanciamento entre ambos os preços (CAMPOS JÚNIOR, 2024).

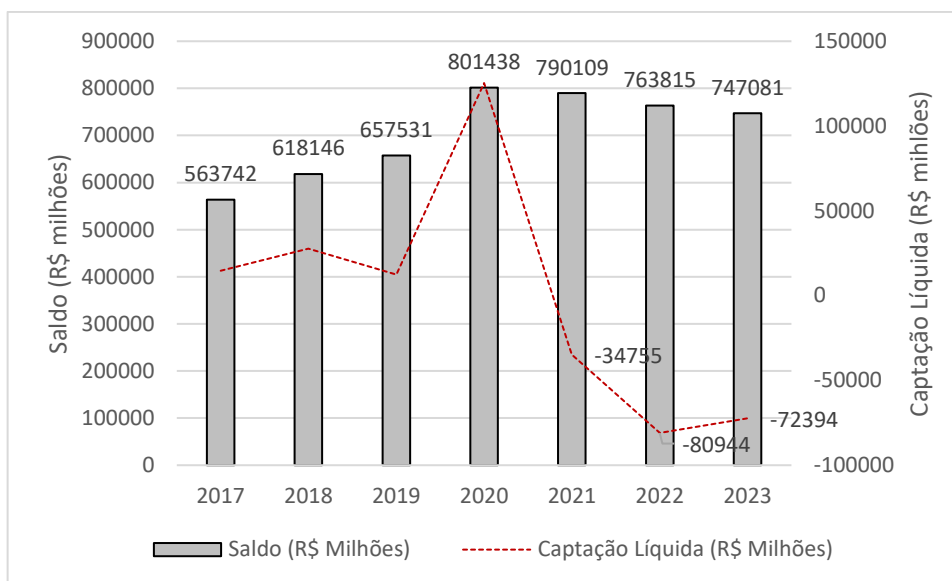
²⁰ É importante destacar a noção de Ribeiro (1997) da existência de um “submercado normal”, para além do submercado monopolista, onde são as condições de produção que definem uma espécie de preço regulador da moradia. Segundo o autor, isso decorre da produção em áreas periféricas e menos socialmente valorizadas das cidades. Entretanto, nos parece que, com a forte atuação de incorporadoras em empreendimentos populares de mercado (SHIMBO, 2010) desde meados da década de 2000 e com a prática de aquisição de grandes estoques de terrenos, isso parece se ofuscar cada vez mais, na medida que essa atuação também pode envolver a busca da criação e captura de rendas fundiárias como questão central.

Novamente, e em adição a esse problema estrutural, a questão das condições do acesso ao crédito imobiliário opera papel importante, visto que, a depender de tais condições, pode ocorrer expansão da capacidade do acesso à casa própria através de longos financiamentos – que hoje em dia chegam a até 35 anos – ou através de subsídios, dependendo da política habitacional vigente. A própria noção de realização do preço de monopólio, por sua vez, pressupõe a existência de pessoas capazes de adquirir os produtos imobiliários, ainda que disso se infira forte desigualdades de condições e acesso. Tendo em vista que a maior parte dos recursos para financiamento habitacional de mercado é oriunda dos recursos do SBPE, a problemática da financeirização do cotidiano começa a aparecer enquanto ponto de consideração nessa discussão em função da migração de recursos da poupança.

Algumas dessas questões sobre a financeirização e seus rebatimentos no mercado de capitais serão discutidas no próximo capítulo, porém convém adiantarmos alguns fatores conjunturais pertinentes. Considerando o contexto da América Latina, Marín-Toro (2024, p. 52) aponta o crescimento da demanda pelo aluguel em função das subidas de preço das moradias no mercado formal, somado às crescentes exigências para acessar os financiamentos imobiliários, além de salários mais baixos e “inseguros” decorrentes dos mercados de trabalho mais flexíveis e precarizados, assim como destacado por Nethercote (2019). De fato, passou a ser relativamente comum a veiculação de matérias, na mídia geral e econômica, sobre a maior seletividade dos bancos para conceder financiamentos em função de questões correlatas como o crescimento do endividamento, dentre outras.

Em reportagem recente, o InfoMoney²¹ destaca como os saques da poupança “forçaram” a Caixa a reduzir os financiamentos imobiliários. Isso se refere a uma mudança na política de concessão de financiamentos da instituição que entrou em vigor em novembro de 2024, e que, em resumo, diminuiu de 80% para 70% o valor a ser financiado pelo Sistema de Amortização Constante (SAC), e de 70% para 50% através da Tabela Price, além de estabelecer o limite de R\$1,5 milhão para o preço do imóvel. O contexto envolvido é de uma intensificação das retiradas da poupança que, nos últimos três anos, apresentou captação líquida negativa (Gráfico 1).

²¹ Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/minhas-financas/saques-da-poupanca-forcam-caixa-a-reduzir-financiamento-imobiliario-entenda-crise/>. Acesso: 20 nov. 2024.

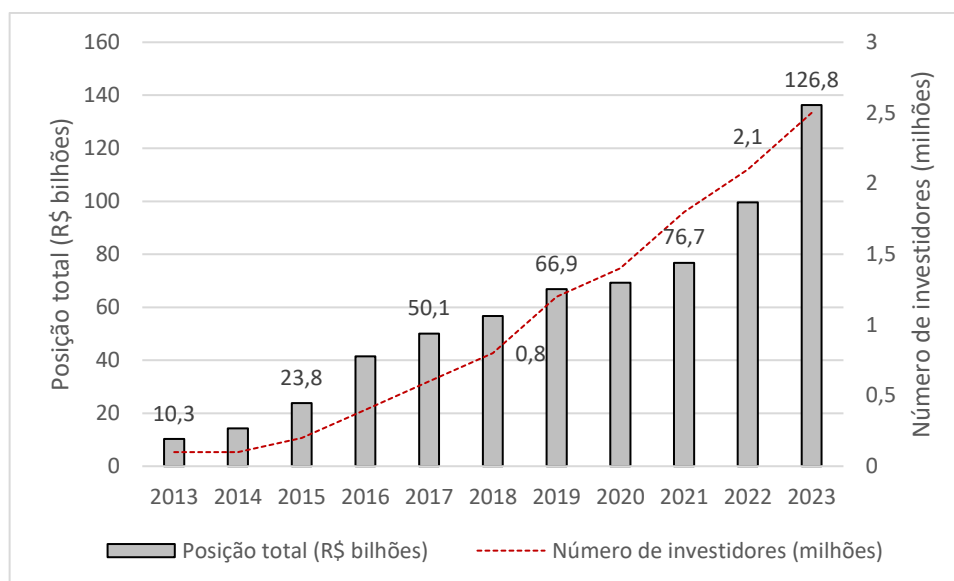
Gráfico 1. Evolução do saldo e captação líquida do SBPE (2017-2023)

Fonte: ABECIP. Elaboração do autor.

Sobre esse processo, reportagem da IstoÉ Dinheiro²², por exemplo, destaca a “crise da poupança” em função da perda de sua atratividade, e a consequente fuga de investidores para outros ativos de renda fixa, algo que vem sendo veiculado com intensidade desde 2017. Se tomarmos como exemplo os investimentos de pessoas físicas em títulos da dívida pública (Tesouro Direto), considerados os mais seguros e conservadores na medida em que são garantidos pelo Estado, observamos uma forte intensificação da quantidade de investidores pessoas físicas, passando de cerca de 100 mil investidores, em 2013, para 2,5 milhões, em 2023. O total em custódia varia de R\$10,3 bilhões para R\$126,8 bilhões nesse mesmo período (Gráfico 2). É marcante que esse aumento, por sua vez, foi em alguma medida impulsionado por pessoas de renda cada vez menor, o que é expresso no saldo mediano dessas aplicações, que diminui de R\$23 mil, em 2013, para R\$2,5 mil no final de 2023. Isso já revela aspectos da financeirização do cotidiano, mas que serão mais exacerbados quando da análise do mercado de renda variável no capítulo seguinte.

²² Disponível em: <https://istoedinheiro.com.br/poupanca-em-crise-perda-de-atratividade-gera-fuga-de-investidores-veja-rentabilidade/>. Acesso em: 20 nov. 2024.

Gráfico 2. Evolução da participação de pessoas físicas em investimentos no Tesouro Direto (2013-2023)

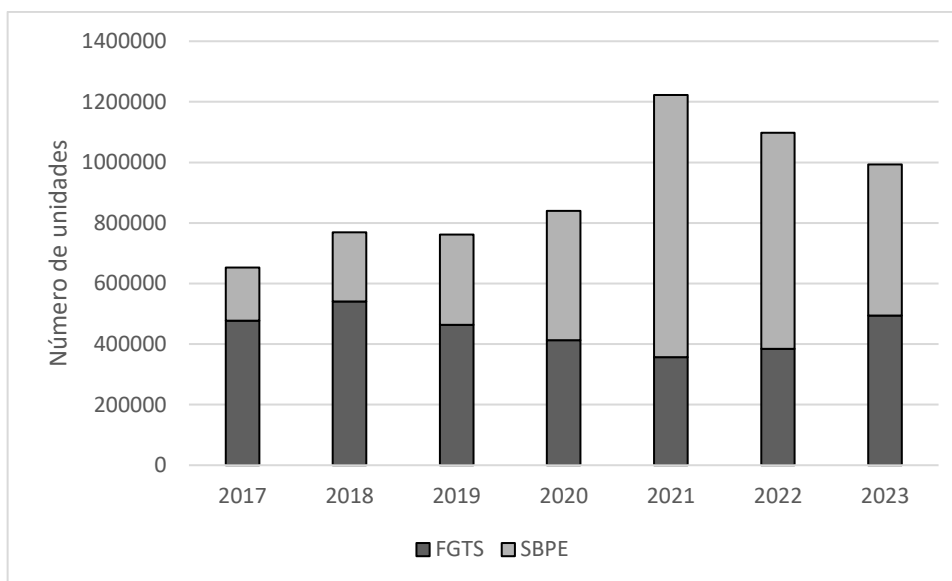


Fonte: B3. Elaboração do autor.

É importante que não tomemos isso como uma simples relação de causa e consequência, visto que essa “fuga” da poupança não significa necessariamente uma migração para o mercado de capitais, mas também para o consumo. Não obstante, os dados do ingresso de pessoas físicas em ativos de renda fixa para além dos títulos da dívida pública, bem como o decrescente saldo mediano desses novos investidores, é bastante significativo desse contexto atual de financeirização do cotidiano. Com efeito, se tomarmos como exemplo o restante do segmento de renda fixa²³, este apresentava, no final de 2023, cerca de 16 milhões de investidores pessoas físicas e R\$2 trilhões de posição total sob custódia, também em trajetória ascendente.

Por outro lado, e apesar dos três anos seguidos de captação líquida negativa a partir de 2021, o saldo da poupança permanece bastante relevante atualmente, como pudemos observar no Gráfico 1 anteriormente. Somado a isso, e em termos de unidades financiadas considerando tanto o SBPE quanto o FGTS, observamos também um pico de contratações em 2021, momento de baixa taxa de juros, especialmente através do SBPE e posterior retomada, ainda que em patamares muito abaixo que outrora, dos segmentos financiados pelo FGTS (Gráfico 3).

²³ Segundo relatório da B3, são considerados os seguintes ativos financeiros: CDB, RDB, LC, LCI, LCA, CRA, CRI, COE, DEBÊNTURES (ofertas 400 e 476), NC, LH.

Gráfico 3. Unidades financiadas através do FGTS e SBPE (2017-2023)

Fonte: ABECIP, Caixa. Elaboração do autor.

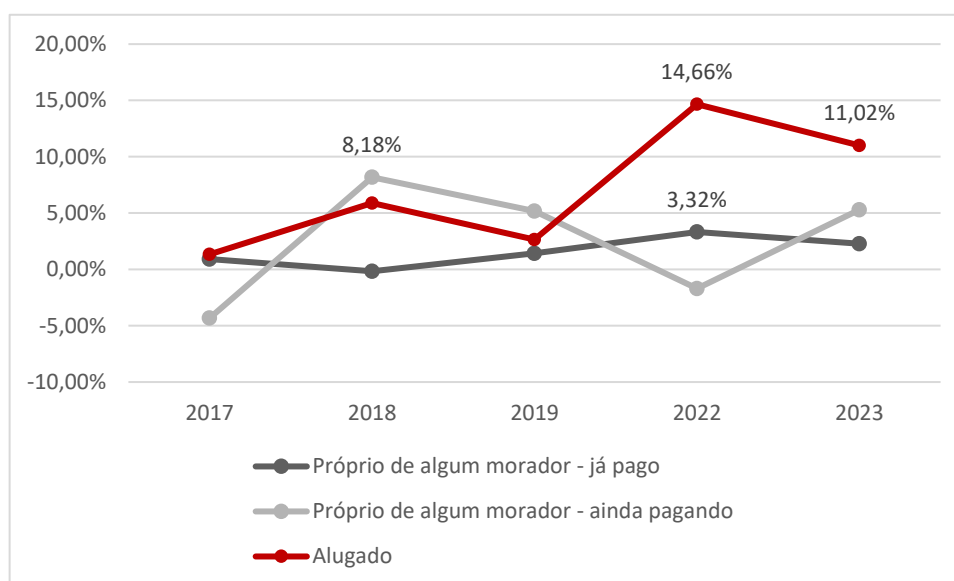
Como podemos observar, e ainda que os números totais sejam significativos, passando de 1,2 milhão de unidades contratadas em 2021, é marcante a predominância dos financiamentos através do SBPE e um declínio, entre 2018 e 2021, das unidades contratadas através de recursos do FGTS. Neste último caso, trata-se de situação bastante diversa do que ocorreu, por exemplo, em 2010, nos primeiros anos do Programa Minha Casa Minha Vida (PMCMV), quando observamos número superior a 600 mil unidades financiadas apenas através do FGTS (SANFELICI, 2013). Não obstante, o conjunto desses dados revelam, também, que existe tanto uma quantidade relevante de recursos quanto de unidades sendo financiadas, ainda que mais concentrado no SBPE, desde 2020. A nosso ver, isso é em parte uma base para o crescimento dos preços imobiliários, visto que implica que as moradias estão sendo realizadas e vendidas e, consequentemente, apresentando ao menos um potencial de reprodução do problema estrutural que nos referimos anteriormente.

Quanto aos preços imobiliários, os dados da Câmara Brasileira da Indústria da Construção Civil (CBIC) indicam que, entre 2017 e 2023, houve um crescimento no preço dos imóveis residenciais de mais de 56%. Já os dados da FipeZAP apontam um crescimento de pouco mais de 21% no mesmo período, sendo que tal crescimento ocorreu exclusivamente a partir de 2020 – momento em que a taxa de juros chegou a 2%. Por outro lado, e embora reconheçamos os limites de utilização de dados médios no contexto nacional em função das fortes desigualdades de renda do país, os dados

relativos ao mercado de trabalho da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD) indicam que, entre 2017 e 2023, houve um ganho real de apenas 3,8% na média de rendimentos dos trabalhadores, passando de R\$2.784 para R\$2.890 sendo que, em alguns casos, como de empregados do setor público, apresentou uma diminuição de uma média de R\$4.517 para R\$4.492.

Retomemos, então, à questão do aluguel residencial. Em uma primeira aproximação, é inegável que o acesso à moradia através dessa forma vem crescendo velozmente nos anos recentes. Se tomarmos como exemplo os dados da PNAD, por exemplo, observamos que houve um aumento de pouco mais de 40% da quantidade de domicílios alugados, passando de 12.409 para 17.394, entre 2017 e 2023. Enquanto isso, os domicílios próprios (somando os casos em que o morador já pagou ou ainda está pagando a moradia), tiveram um aumento de cerca de 8,4%, passando de 48.946 domicílios para 53.057 nesses seis anos (Gráfico 4).

Gráfico 4. Evolução anual dos domicílios alugados x próprios (2017-2023)



Fonte: IBGE. Elaboração do autor.

Já quando consideramos os dados relativos ao preço dos aluguéis nesse mesmo recorte, é bastante chamativa a subida ocorrida desde 2017. Os dados do índice FipeZAP indicam que houve um crescimento de mais de 45%, enquanto os preços de aluguéis de imóveis comerciais tiveram aumento de cerca de 6%, em ambos os casos não considerando o crescimento acumulado. Desse modo, isso revela a maior rentabilidade do uso residencial nos anos recentes.

Conforme Pereira (1988) destaca, o preço do aluguel também é determinante no preço dos imóveis (venda) na medida em que este último pode se configurar enquanto a renda imobiliária capitalizada através da capitalização dos preços dos aluguéis (apud GIORGIS; CAMPOS JÚNIOR, 2023). Nesse sentido, a relação entre os preços dos imóveis e os preços do aluguel residencial representam uma situação dual, visto que, ao mesmo tempo, o crescimento dos preços imobiliários pode significar um aumento da demanda por aluguel, e esta última, elevada conforme indicamos, pode também tanto expressar esse aumento quanto induzi-lo.

De todo modo, algumas questões se mostram em destaque, que podemos assim sintetizar: i) o aumento do acesso da moradia através do aluguel se comparado com a compra; ii) o aumento dos preços das moradias nos anos recentes; iii) o aumento do preço dos aluguéis; e iv) uma aparente maior restrição, ainda que claramente seletiva, do acesso aos financiamentos habitacionais, nos mostrando uma maior dificuldade de acesso à casa própria, ao menos preliminarmente. Em adição a isso, acreditamos está a maior racionalidade propagada sobre o acesso à casa própria através do financiamento *versus* através do aluguel, com a aplicação no mercado de capitais da diferença entre esses dois, caso o primeiro seja maior que o segundo, que, em conjunto, geram essa situação de avanço tanto do aluguel de forma ampla quanto do potencial investimento por parte do capital financeiro nessa nova frente de acumulação em função de seus crescentes recursos.

Por outro lado, isso também não significa que os efeitos sejam, ou serão, observados especificamente dentro do setor dos FII's residenciais. De fato, trabalhos como os de Marín-Toro (2024) e Kalinoski e Procopiuck (2023) já destacaram uma certa relevância dos empreendimentos residenciais para alta renda nesse setor, bem como a relação entre a expansão do acesso através dessa forma com discursos relacionados à um novo “morador-tipo” das metrópoles, aquele flexível e que busca não se enraizar em um único lugar a partir do comprometimento financeiro representado pela compra de uma moradia, inserido em um contexto de “desburocratização” (KALINOSKI; PROCOPIUCK, 2022) do aluguel e do tratamento da moradia, cada vez mais, como um serviço. Em um primeiro momento, tais casos parecem não refletir apenas uma questão de necessidade, mas também de intencionalidade a partir de novos discursos e lógicas presentes.

3.4 Novas estratégias do incorporador e formas de produção da moradia no contexto da financeirização

No início do capítulo, fizemos considerações sobre a dimensão simbólica e financeira da moradia que consideramos enquanto possível ímpeto inicial da popularização dos fundos imobiliários que observamos nos últimos anos. Cabe destacar que essa consideração apresenta uma contradição pelo menos após tal ímpeto inicial. É que, se os fluxos de renda relacionados sejam à produção, financiamento ou aluguel da moradia, são transformados em ativos financeiros e negociados em mercados secundários, tais ativos passarão a apresentar feições de um capital fictício em que são as expectativas dos diversos investidores com tais fluxos de renda, e em constante comparação com outros ativos e com as condições macroeconômicas, que vão se tornar questão preponderante. Assim, o que inicialmente foi a base da criação desses títulos, se torna algo mais obscuro.

Para que avancemos nas últimas considerações, é pertinente a retomada de um ponto da discussão sobre o incorporador que expusemos em Valfré (2023). A moradia possui um alto grau de diferenciação em função de sua localização. Cada terreno é singular com relação à sua posição no espaço urbano, pois possui uma relação específica com a articulação não-reprodutível formada pelos valores de uso simples da cidade. Mas não apenas isso: a moradia, por si só, também é altamente diferenciada em suas propriedades construtivas ou estéticas, como se infere a partir da argumentação de Bourdieu (2006) apresentada no início deste capítulo. Essa combinação gera moradias altamente singulares e pouco reprodutíveis, que têm seus preços estabelecidos não por suas condições de produção, mas sim de circulação, embora isso dependa dos diversos submercados e micromercados que se estabelecem nesse segmento da produção imobiliária (RIBEIRO, 1997) – e também do fato de que poucas são as empresas que atuam na produção capitalista da moradia em cada um dos diversos segmentos, resultando em um mercado que Ribeiro (1997) caracteriza como um “oligopólio em concorrência monopolista”.

A segmentação do mercado tornará possível a formação de preços de mercado diferenciados, não determinados pela concorrência entre todos os produtores, já que cada um estará ofertando no mercado utilidades diferenciadas: aqui a ‘privacidade’, lá o ‘verde’, acolá a ‘praia’, mais adianta um menor tempo de transporte, ou, por outro lado, um endividamento menos pesado, mais compensador do ponto de vista econômico ou mais adequado às perspectivas de rendimento futuro do comprador. (RIBEIRO, 1997, p. 118)

Desse modo, é notável a importância que opera a adoção de diferentes e complexas estratégias na atuação dos incorporadores, conforme já destacamos. Sejam os “enclaves fortificados” (CALDEIRA, 1997), *flats*, apartamentos espaçosos, empreendimentos de “studios” ou “co-livings” com espaços de uso coletivo nas áreas comuns do edifício, e os interligados discursos e retóricas utilizadas para vendê-los, como a segurança, a proximidade com a natureza ou a proximidade com serviços urbanos etc., são muitas as formas de buscar aquela singularidade mencionada. Isso já foi há tempos destacado por Bourdieu (2006) quando o autor enfatizou a condição de que a demanda por determinados tipos de moradias não nasce de forma espontânea nos indivíduos, mas sim é produto de uma construção social envolvendo agências de publicidades, imobiliárias, bem como o Estado, através das condições de sua política habitacional, nesse último caso especialmente em termos de tipo de construção (unifamiliar ou multifamiliar) favorecida. Smolka (1987), nesse sentido, associa as estratégias de publicidade e *marketing* enquanto atuação central dos incorporadores na busca de ganhos de natureza mercantil.

No contexto da financeirização, novas estratégias passaram a fazer parte do leque dos incorporadores e também de agentes financeiros, especialmente apoiados pela atuação do Estado na criação da segurança jurídica necessária destacada por Sanfelici (2013). Por um lado, a criação dos instrumentos de securitização, bem como as formas de captação através de FIs ou mesmo através das mencionadas listagens na bolsa de valores das incorporadoras, ampliou a capacidade destas empresas de acessar recursos de diversas fontes. Botelho (2008) destaca:

Por exemplo, uma incorporadora, após vender as unidades de um edifício por ela construído, pode securitizar os contratos de compra e venda financiados a prazo aos compradores e vendê-las no mercado. Receberia de volta em um prazo mais reduzido o capital utilizado para financiar a venda, e poderia reinvestir esse capital em outra atividade ou em outro empreendimento. Os investidores que compraram os títulos, por sua vez, passariam a receber os juros e a amortização das dívidas, chamados de “recebíveis”. (BOTELHO, 2008, p. 32)

Por outro lado, observamos, no fim da década de 2010, uma intensificação por parte de algumas incorporadoras em exacerbar a condição da moradia enquanto objeto de investimento. Com efeito, em trabalho anterior (VALFRÉ; RIBEIRO, 2020), nos chamou a atenção como algumas dessas empresas estavam se aproveitando do período de queda da taxa de juros e do aumento de investidores na bolsa de valores

para incorporarem informações financeiras em seus anúncios imobiliários (Figura 1). Nesse momento, havia uma tentativa de unir a solidez do mercado imobiliário e sua capacidade de gerar rendas através de uma mudança nas informações contidas em tais anúncios. Estes buscavam enfatizar a ligação próxima entre essa solidez do mercado imobiliário com as possibilidades de ganhos ampliados do mercado financeiro, em ascensão em popularidade, em um contexto onde a tradicional poupança e títulos de renda fixa apresentavam baixa rentabilidade.

Figura 1. Três anúncios da incorporadora Vitacon

Invista em um studio perto de tudo e rentabilize com a locação

VN CLUB
UENO

O VN UENO é um projeto na Bela Vista, ao lado do Hospital Sírio-Libanês a 10 minutos a pé de Av. Paulista, com studios, áreas compartilhadas, gestão digital e com tudo que você precisa para investir e rentabilizar com a locação por temporada.

E sabe o que é melhor? De um jeito ON: fácil e sem burocracia. A Vitacon disponibiliza a Houzi, uma plataforma online que simplifica a locação e você ganha dinheiro sem preocupação.

Invista na Vitacon

Até **50%** a mais de rentabilidade sem preocupação via Houzi

Ocupação média **89%***

Rentabilidade média **1,1% ao mês***

*Consulte condições

HOUSI **VITA CON**

ON LORENA

CHEGOU O ON LORENA. UM NOVO JEITO DE INVESTIR NO MERCADO IMOBILIÁRIO.

O ON Lorena é o mais novo projeto da Vitacon, um prédio com design moderno, na melhor do Jardins, com studios e áreas de convivência compartilhadas e apenas 15 minutos a pé da Av. Paulista. Ideal para você investir e rentabilizar com a locação por temporada.

Conte com a Houzi, a nossa plataforma online para rentabilizar o seu dinheiro com a locação sem burocracia.

Invista na Vitacon:

Até **50%** a mais de rentabilidade sem preocupação

Ocupação média **89%***

Rentabilidade média **1,1% ao mês***

*Consulte condições

HOUSI **VITA CON**

VITA CON
RENTA GARANTIDA

RENTA GARANTIDA*
MAIS CONFIANÇA NO SEU INVESTIMENTO.

Investimento confiável é aquele onde você sai ganhando. Por isso a Vitacon traz uma oportunidade imperdível de garantir renda: um projeto na Faria Lima, região com alta demanda e pouca oferta.

Você pode comprar um studio inteiro ou metros quadrados, a gente deixa disponível para locação e a receita é repartida entre os proprietários de acordo com a parte de cada um. Com a Vitacon, você tem a certeza da escolha certa.

Então, invista melhor fazendo o seu dinheiro trabalhar por você. Venha rentabilizar com a Vitacon.

RENTA GARANTIDA
9% ao ano

Locação descomplicada via plataforma online

Gestão digital e serviços de hotel em região de alta demanda.

FALE COM UM DE NOSSOS CONSULTORES

*Consulte regulamento com executivos de vendas.

Fonte: Vitacon.

Frases como “invista no mercado imobiliário” aliadas à “e rentabilize com isso” expressavam essa tentativa de indução do espraiamento do mundo financeiro para maiores parcelas da população. Prestes à explosão de investidores nos FIIs em seu momento máximo, bem como do processo de abertura dos primeiros FIIs voltados a renda residencial, esse caso parece se configurar como um prelúdio para o que viria, inclusive pela própria incorporadora que abriria seu novo fundo com a mesma proposta. Nesse sentido, Matéria da Exame²⁴ destacava que Alexandre Frankel, presidente da Vitacon, estava colocando em prática a “estratégia de edifícios com foco em investidores e nômades da habitação”, e que pretendia não vender mais nenhum apartamento em 2020, a não ser para investidores que, segundo os anúncios (Figura 1), poderiam não apenas comprar uma unidade inteira, mas também apenas uma fração, recebendo então o aluguel proporcional à sua participação.

Consideramos esse caso enquanto estratégia, visto que, não obstante venderem para investidores, ao menos aparentemente, o circuito de reprodução do incorporador e do capital produtivo permanecia o mesmo. Isto é, adquiria terreno, encomendava/construía os empreendimentos e, posteriormente, vendia as unidades, capturando lucros produtivos e rendas fundiárias. Não permanecia com o capital imobilizado na forma de mercadoria-moradia, mas sim destinava-as aos novos investidores. Em resumo, então, trata-se da forma de produção capitalista da moradia, onde a única alteração observada é com vistas à captura de ganhos de origem mercantil, nos termos de Smolka (1987). Por outro lado, isso revelava um ponto que, nesse momento, estava em uma fase bastante incipiente, que é o alinhamento entre estratégias de ganhos de incorporação e o desenvolvimento de plataformas de gestão do aluguel, que se ampliou no contexto dos FIIs a partir de então.

Embora trataremos dos FIIs no capítulo seguinte, achamos proveitoso destacar um ponto sobre estes para finalizarmos o capítulo. No início desta tese, destacamos o duplo papel que os fundos imobiliários podem operar. De um lado, estes podem servir como um instrumento de captação de recursos a serem investidos na compra de imóveis realizados. Quando, e se, há uma união entre o FII e uma empresa imobiliária, sem dúvidas isso representa uma estratégia de grande envergadura desta

²⁴ “Reinado do aluguel: Vitacon não venderá mais nenhum apartamento em 2020”. Disponível em: <https://exame.com/negocios/reinado-do-aluguel-vitacon-nao-vendera-mais-nenhum-apartamento-em-2020/>. Acesso em: 20 nov. 2024.

última. É que, ao conseguir uma nova espécie de demanda solvável com essa “desabsolutização” da propriedade imobiliária (BOTELHO, 2005) e que teve aceitação de uma grande quantidade de novos investidores no contexto de financeirização do cotidiano, isso pode representar a atuação dos FIs enquanto viabilizadores da realização do circuito de acumulação do capital incorporador. Kalinoski e Procopiuck (2023, p. 22) questionaram se a criação de novos FIs interligados com incorporadoras nos anos recentes foram uma forma de expandir a atuação destas “numa tentativa de saída de uma década pouco próspera economicamente”. Façamos um questionamento adicional: se os FIs foram criados ainda no início da década de 1990; e se esse momento apresentava, justamente, uma crise da incorporação imobiliária (que teve como uma de suas expressões a retomada da produção/incorporação a preço de custo em algumas cidades), porque, apenas nos anos recentes, observamos esse tipo de estratégia de atuação por parte dessas empresas?

De outro lado, os FIs podem servir enquanto forma de capitalização para o investimento no desenvolvimento da produção habitacional, de forma relativamente semelhante ao que foi observado no caso das incorporadoras que abriram capital na bolsa de valores. Entretanto, a diferença é clara: no caso desse processo de abertura de capital, tratavam-se de agentes imobiliários em termos de controle, enquanto os FIs, inicialmente, são financeiros. Não obstante, as possibilidades de união entre estes e outros incorporadores é presente, bem como com a contratação de empresas imobiliárias na condição de consultores imobiliários, o que abre margem para uma atuação que por vezes é chamada de “co-incorporação”. Ou seja, uma união entre o FI enquanto investidor e gestor, e empresas imobiliárias especializadas. Em ambos os casos, o crescimento dos recursos desses fundos é algo pressuposto, e tal processo pode decorrer de diversas fontes distintas, como outros investidores institucionais ou as pessoas físicas no contexto da financeirização do cotidiano, que implicam em distintas formas de atuação no mercado residencial.

4 A INTENSIFICAÇÃO DA FINANCEIRIZAÇÃO DO COTIDIANO E A POPULARIZAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO NO BRASIL

Apesar de existirem algumas características comuns da financeirização em escala global, como destacamos no segundo capítulo, é marcante que particularidades nacionais, especialmente relacionadas com as características dos processos de neoliberalização de cada país, dão contornos distintos às manifestações concretas desse fenômeno, por vezes, em momentos históricos bastante diversos. Mais especificamente, quando nos referimos à dimensão cotidiana da financeirização, devemos também levar em consideração as especificidades das condições macroeconômicas que resultaram em uma explosão em popularização do mercado de capitais no Brasil que, por sua vez, engendraram transformações de grande envergadura no setor dos fundos imobiliários nacional.

Defendemos que, a partir de meados da segunda metade da década de 2010, período que coincide com o início de uma terceira “rodada de neoliberalização” no Brasil (BRANDÃO, 2017), uma “inflexão ultraliberal” (RIBEIRO, 2020) ou um “choque neoliberal” (ROSSI, 2024), é o momento que observamos uma intensificação da financeirização do cotidiano no Brasil. Com isso em vista, o objetivo deste capítulo é expor algumas das causas que corroboram essa afirmação, bem como analisar, principalmente, os rebatimentos desse processo sobre o mercado de capitais brasileiro e, mais especificamente, sobre os fundos de investimento imobiliário.

Estruturamos o capítulo a partir de quatro seções principais: na primeira, realizamos um breve resgate e panorama de alguns pontos centrais da financeirização do cotidiano e a influência dos processos de neoliberalização nesse fenômeno. Na segunda, tratamos da chamada “popularização dos investimentos” (NABARRO, 2022) no Brasil enquanto questão central da dimensão cotidiana da financeirização, com destaque especial à importância dos influenciadores do mercado financeiro nesse processo. Na terceira, realizamos uma exposição dos rebatimentos dessa popularização no mercado de renda variável, visto que é neste que se encontram os fundos imobiliários. Por fim, a quarta seção é dedicada à realização de um panorama histórico dos FIs no Brasil, com ênfase para as características e transformações desses fundos em nosso recorte temporal de interesse.

4.1 O choque neoliberal e apontamentos preliminares

Em linhas gerais, uma das questões centrais que impulsionam a financeirização do cotidiano está relacionada com as desregulamentações neoliberais que resultam na noção de degradação da sociedade salarial (CASTEL, 1998) e de erosão do Estado de bem-estar social, de modo crescente transferindo riscos e responsabilidades da coletividade para o indivíduo (BOBEK et al., 2023). Este último, cada vez mais destituído de direitos e garantias básicas, por vezes se vê compelido a buscar alternativas para sua segurança financeira familiar que vão além da renda do trabalho e da previdência estatal. Assim, o mercado financeiro, de modo amplo, é associado como um dos encontros possíveis dessa busca, embora devemos enfatizar as fortes variações nacionais e desigualdades de acesso nesse processo.

No caso brasileiro, é notável que observamos um avanço dessa questão a partir de meados da segunda metade da década de 2010 e que corroboram esse primeiro apontamento. Nesse sentido, Brandão (2017) defende haver três rodadas de neoliberalização no país: uma primeira que se estende durante os dois governos FHC (1995-2002) marcada por um período de desmantelamento do Estado (*Roll-Back*) e refletida em privatizações, internacionalização da economia e perdas de garantias sociais; uma segunda rodada de *roll-out* que se estende durante os governos de Lula e Dilma (2002-2016), de “re-estruturação”, e marcada por uma mescla de “conformação aos mercados com defesa de alguns direitos sociais” (BRANDÃO, 2017); por fim, após o *impeachment* de Dilma em 2016, um novo período de *roll-back* ainda mais agressivo e de “re-desconstrução” institucional.

Essa primeira rodada foi situada anteriormente quando destacamos parte dos processos de aproximação entre os mercados financeiro e imobiliário, por exemplo através da criação das condições de maior circulação de dinheiro entre ambos, do estabelecimento de segurança jurídica para incentivar os investimentos e a utilização dos novos instrumentos imobiliário-financeiros etc. A terceira e atual rodada foi discutida recentemente por Rossi (2024) enquanto momento de choque neoliberal. A partir da tese de que duas agendas econômicas antagônicas, a distributiva e a neoliberal, marcam a história brasileira, Rossi (2024) discute a retomada desta última agenda a partir da crise econômica da metade da década de 2010 e dos anseios conservadores na busca de mudanças que fossem para além da conciliação entre as

condições para a continuidade da acumulação capitalista e a garantia de alguns direitos sociais. Conforme esse autor enfatiza, os principais alvos dessas mudanças eram “[...] os gastos obrigatórios, a rigidez orçamentária, a previdência social, as indexações no orçamento, como a do salário-mínimo, e as vinculações constitucionais, como as de saúde e educação.” (ROSSI, 2024, p. 4).

Nesse contexto, alguns trabalhos foram realizados relacionando as manifestações concretas desses “anseios” de mudanças com possíveis rebatimentos no mercado financeiro. Pernasetti (2021a), por exemplo, reforça que os pressupostos da individualização e auto-responsabilização dos cidadãos são fatos característicos da hegemonia neoliberal, tendo como desdobramentos tanto o recuo do papel do Estado na provisão de serviços básicos (como educação, saúde e previdência) quanto o crescimento do papel da iniciativa privada no fornecimento desses serviços. Como reflexo disso, essa autora demonstra o salto de 140% da previdência privada no Brasil entre 2010 e 2019. Ainda sobre essa questão da previdência, Ribeiro (2021) relaciona, tal como faz Boyer (2005) no caso dos Estados Unidos, esse processo com a financeirização do cotidiano, no sentido de que grande parcela da população (e com capacidades variadas de aportes monetários) acabam por buscar no mercado financeiro uma forma de garantir, por conta própria, um possível rendimento e garantia no futuro a partir de suas aplicações em fundos de pensão.

Um exemplo claro deste movimento são as reformas da previdência instituídas em diversos países, inclusive no Brasil. *Dado o conteúdo altamente restritivo deste tipo de reforma quanto à idade mínima e o valor máximo de aposentadoria, muitos cidadãos são obrigados a optar pela garantia de seus rendimentos na velhice por conta própria, especialmente por meio de aplicações financeiras catalisadas por fundos de pensão.* Trata-se de meio poderoso de disseminação da dimensão financeira na vida cotidiana, na medida em que atinge grande parte da população, ainda que com capacidades diferentes de aporte no mercado financeiro (RIBEIRO, 2021, p. 45, grifo nosso)

A questão previdenciária parece ocupar uma posição de importância nessa terceira rodada neoliberalização, bem como nas discussões sobre a financeirização do cotidiano, visto que, em alguma medida, se relaciona com os processos de realocações das poupanças. Pernasetti (2021b, p. 294) enfatiza a nova reforma da previdência ocorrida como principal ponto da agenda política nacional a partir de 2016. Utilizando interessante metáfora com as miragens de um deserto, a autora destaca como a existência formal da seguridade prevista na Constituição Federal de 1988 gera uma promessa aos trabalhadores de que, futuramente, quando não mais capazes de

se manterem como parte ativa da força de trabalho, “a estrutura de proteção social do Estado brasileiro vai garantir-lhes dignidade”. Entretanto, assim como as miragens que parecem se afastar cada vez mais dos que vislumbram seus benefícios, o mesmo acontece com as constantes reformas no sistema previdenciário, que “parecem sempre recolocar esse horizonte de bem-estar num ponto mais além”. Concretamente, dentre outras questões, a mencionada última reforma ocorrida extinguiu a aposentadoria por tempo de contribuição, elevou as idades mínimas e diminuiu o valor máximo a ser recebido, gerando forte insegurança.

Alinhada a uma profusão dos preceitos neoliberais que tomam como questões de máxima importância a responsabilidade fiscal a partir de cortes de gastos, traduzida em anseios e esforços seletivos de reduzir o papel do Estado na garantia do bem-estar social, essa reforma representou uma expressão de grande envergadura dessas questões. Certamente, ela operou papel importante na intensificação da financeirização do cotidiano, embora restrito a uma parcela da população, visto que pressupõe a capacidade dos indivíduos de guardarem parte de sua renda para além do consumo. Se tomarmos como exemplo as edições da pesquisa Raio X do Investidor da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), em 2018, cerca de 8% dos entrevistados indicavam que seus rendimentos na aposentadoria seriam advindos de aplicações e investimentos financeiros, chegando na máxima de quase 18% na edição de 2020.

Em paralelo a esse processo, é importante destacar também o crescimento das expectativas de consumo (BOBEK et al., 2023) e, em consequência, o avanço das formas e magnitude do endividamento familiar para atingi-las. Em síntese, Siqueira (2022) argumenta que tal avanço, determinado também por inovações financeiras, é essencial para compreendermos novos padrões de consumo que não derivam apenas da renda do trabalho. Como destaca a autora, há uma desconexão do consumo com a renda familiar na medida em que esse primeiro tem diversas formas de antecipação decorrentes de mecanismos e instrumentos de financiamento das dívidas, como cartão de crédito e crediário, muitas vezes oferecidos pelas próprias empresas varejistas. Ademais, Martin (2002) e Bobek et al. (2023) enfatizam a intensificação desse processo nos lares enquanto característica central e encorajada no contexto da financeirização, especialmente quando consideramos o papel que opera a contratação de dívidas relacionadas com os financiamentos habitacionais.

A questão do endividamento pressupõe uma variedade de situações, com suas devidas particularidades nacionais e de classe, que devem ser levadas em consideração. De um lado, no caso brasileiro, pode ser compreendida como uma das feições das rodadas de neoliberalização, em especial o endividamento dos mais pobres no contexto de crescimento do desemprego e da perda de direitos duramente conquistados (BRANDÃO, 2017). De outro, pode representar uma forma de acessar bens e serviços através do mencionado avanço dos instrumentos de endividamento. Em um ponto mais extremo, pode, ainda, refletir o aumento do “apetite de riscos” em maiores parcelas da população, elemento característico da financeirização do cotidiano (MARTIN, 2002). Ou seja, o processo onde o indivíduo adquire dinheiro colocando algum de seus bens como garantia dos empréstimos para aplicação alavancada no mercado de capitais ou, por exemplo, imobiliário.

Enquanto essas considerações são relevantes para pensarmos a financeirização do cotidiano de uma forma ampla e, dado a relativa timidez, em termos de alcance da população, do mercado de capitais brasileiro, é importante ponderarmos a relevância desses fatores para a compreensão da popularização dos fundos imobiliários atualmente. Se tomarmos como exemplo comparativo o caso dos Estados Unidos, atualmente cerca de 21% da população detém investimentos em ações de forma direta²⁵, de acordo com o *Survey of Consumer Finances* (SCF) do *Federal Reserve*. No caso brasileiro, por sua vez, o total do mercado de renda variável (que inclui tanto ações quanto cotas de FIs e outros produtos) alcança pouco mais de 2% da população, segundo dados da B3, se mostrando, então, extremamente restrito, porém apresentando um crescimento exponencial a partir de 2017. Assim, podemos nos questionar, quais outros fatores devem ser destacados como influentes no processo de financeirização do cotidiano do Brasil e, de maior interesse nosso, do mercado de renda variável e dos fundos de investimento imobiliário?

Nos parece fundamental a consideração de Martin (2002) de que, nesse contexto de novos modelos de autogestão financeira em que o acesso ao dinheiro e consumo não se limitam ao salário, a vida cotidiana também “abraça o sonho de fazer dinheiro”. Em outras palavras, no cenário da anteriormente discutida racionalidade neoliberal (DARDOT; LAVAL, 2016), também se encontra a intenção de “vencer o

²⁵ De acordo com dados do Federal Reserve (2022), 68% têm investimentos em ações considerando investimentos diretos e indiretos (como, por exemplo, através da aplicação em fundos de pensão).

mercado” de Martin (2002), no sentido da busca de obtenção de crescentes retornos em investimentos financeiros. Em certa medida, isso encontra eco em uma das três dimensões do *modus operandi* das assessorias de investimentos que Lima (2021) destaca, a chamada “culto ao enriquecimento fácil”. Nesse sentido, é marcante a importância das redes sociais nessa dimensão, ao possibilitarem as trocas de informação em velocidade sem precedente e a popularização – em alguns casos, como destacado, também na forma de entretenimento (HAYES; BEN-SHMUEL, 2024) – de assuntos outrora restritos a parcelas menores da população.

4.2 A intensificação da financeirização do cotidiano

Em junho de 2020, nos primeiros meses da pandemia da Covid-19, o Money Times²⁶ destacou a marca de um milhão de investidores pessoas físicas no mercado de renda variável da B3, ocorrido em abril do mesmo ano. A reportagem também noticia a mesma marca de investidores no Tesouro Direto e considera como principais motivos a baixa taxa de juros no momento, na casa dos 3%, bem como a busca dessas pessoas por rendimentos superiores à tradicional poupança. Nos últimos anos, é marcante que passou a ser comum nos depararmos com notícias desse tipo e que refletem essa crescente popularização do mercado de capitais.

Igualmente, esse fenômeno passou a ser abordado em uma série de trabalhos acadêmicos a partir de diversos focos (LIMA, 2021; TORRES, 2021; NABARRO, 2022). Além disso, algumas das principais instituições do mercado financeiro, como a Anbima e a própria B3²⁷, passaram a realizar e divulgar novas pesquisas e relatórios relacionados com esse novo e pequeno investidor. É o caso, por exemplo, das pesquisas Raio-X do Investidor, mencionada brevemente na seção anterior, e a FInfluence, publicadas desde 2020 e 2018, respectivamente, pela Anbima, e os relatórios periódicos sobre a evolução da participação e o perfil das pessoas físicas na bolsa divulgados pela B3 desde o final da década de 2010.

²⁶ Disponível em: <https://www.moneytimes.com.br/bolsa-de-valores-atinge-1-milhao-de-investidores-pessoa-fisica/>. Acesso em: 7 nov. 2024.

²⁷ A B3 é resultado da união da BM&FBOVESPA e Cetip (Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados), ocorrida em 2017. A BM&FBOVESPA, por sua vez, surgiu no ano de 2008 como união da BM&F e Bovespa Holding. Fonte: <https://ri.b3.com.br/pt-br/b3/historico/>

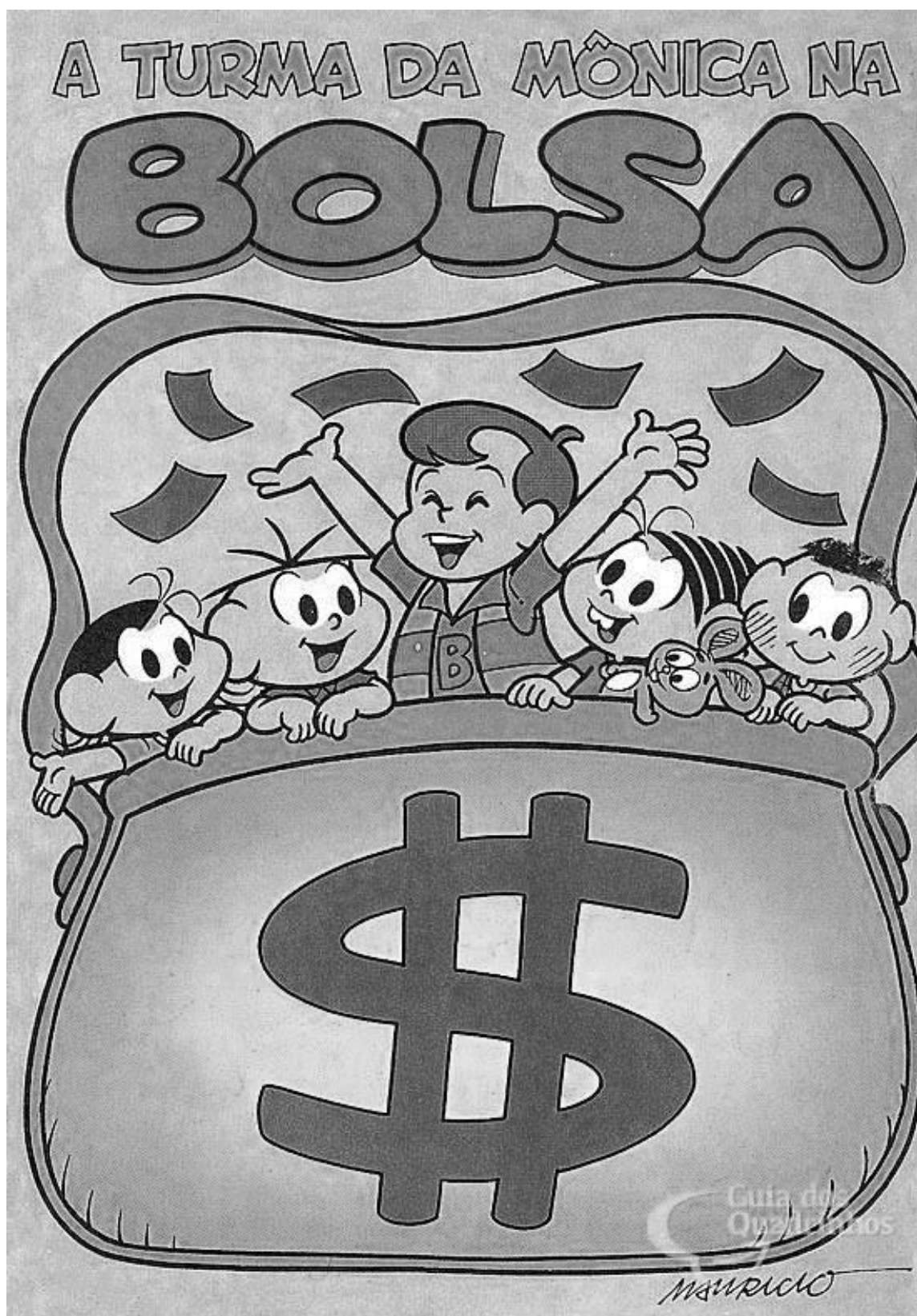
A tentativa de popularização do mercado financeiro e, mais especificamente, do mercado de capitais, não é algo recente, embora apenas nos últimos anos passamos a ver seus rebatimentos de forma radical. Nabarro (2022), por exemplo, discute diversos esforços feitos nessa direção, e que se concentram em cinco iniciativas e marcos importantes. Em primeiro lugar, e ainda na década de 1960, a atuação dos chamados “homens de pastinha” – corretores de valores mobiliários que vendiam ações de porta em porta. Na mesma década, a criação de fundos relacionados com o Decreto-Lei n. 157 (“Fundos 157”), que “permitia a utilização de parcela do valor imposto de renda devido para aplicação em cotas de fundos administrados por instituições financeiras.” (NABARRO, 2022, p. 266). Em terceiro, a criação dos clubes de investimento a partir da década de 1980. Em quarto lugar, o processo de tentativa de expansão para o público infanto-juvenil²⁸. Por fim, as iniciativas do “Bovespa vai até você” a partir da década de 2000, que buscava levar profissionais do mercado financeiro à diversos lugares – “Bovespa vai à praia”, “Bovespa vai até a fábrica” etc. – para que ministrassem palestras e explicassem o funcionamento do mercado para o público leigo (NABARRO, 2022).

É importante destacar, também, as diversas iniciativas governamentais direcionadas à educação financeira, como o Projeto de Educação Financeira de 2003, o relatório Melhorando a Educação Financeira de 2005, a Estratégia Nacional de Educação Financeira (ENEF) de 2010 – e que foi renovada com o Decreto Federal n. 10.393 de 2020 –, além dos esforços da própria Comissão de Valores Mobiliários (CVM), como o material disponível no site Portal do Investidor²⁹ mantido pela instituição (NABARRO, 2022). Acrescentamos, mais recentemente, o lançamento da Política de Educação Financeira criada pela Portaria CVM/PTE/N. 91 de 2022, onde é destacado no documento que “[...] desde a crise do sistema financeiro de 2008, o *letramento financeiro tem sido cada vez mais reconhecido como uma importante habilidade individual para enfrentar adversidades.*” (CVM, 2022, s/p, grifo nosso), além da criação do Centro de Referência Finanças do Amanhã, também em 2022.

²⁸ Nabarro (2022) cita exemplo emblemático de edição do gibi “A Turma da Mônica na Bolsa” de 1993 (Figura 2). É interessante a semelhança entre esse esforço e os que Martin (2002) destaca também relacionados com o público infanto-juvenil na mesma década no caso dos Estados Unidos, à exemplo dos programas infantis de educação financeira.

²⁹ O site apresenta ferramentas como calculadoras de investimento, consulta de fundos e profissionais do mercado, além de cursos e outros materiais. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br>

Figura 2. Imagem de edição do gibi A Turma da Mônica



Fonte: Nabarro (2022); Guia dos Quadrinhos. Disponível em: <http://www.guiadosquadrinhos.com/edicao/turma-da-monica-na-bolsa/tu007117/79843>

Os esforços direcionados à essa popularização, em sua maioria capitaneados por instituições financeiras com o objetivo de normalizar esse mundo ora estranho ao cotidiano das pessoas e, em última instância, elevar a transferência de recursos das poupanças para outros investimentos, aumentando a liquidez desse mercado (MARTIN, 2002; NABARRO, 2022) é, por sua vez, dependente do desenvolvimento de tecnologias de informação e comunicação para sua expansão a parcelas maiores da população. De um lado, esse desenvolvimento é fundamental no sentido de integrar as diversas praças financeiras, escritórios de investimento e usuários e fazer circular, cada vez mais rápido, os dados e informações. Sobre isso, Nabarro (2022, p. 162) aponta transformações da bolsa brasileira que, desde os *mainframes* até a conveniência da mobilidade digital, ou desde a exposição e registro de ativos em lousas e papéis até os *tickers*³⁰, telas de computadores e *home brokers* atualmente, “[...] passou a conectar cada vez mais usuários dispersos pelo território”.

De outro lado, ele possibilita também o surgimento de novos agentes, instrumentos e espaços importantes que retroalimentam esse processo de popularização. Assim, é seguro afirmar que, atualmente, a forte expansão do acesso à internet, computadores e *smartphones* possibilitou uma rápida expansão das redes sociais e, em consequência do conjunto desse processo de financeirização do cotidiano, a expansão do mundo dos investimentos a parcelas cada vez maiores da população. Em especial, para além das redes sociais mais utilizadas, citamos os fóruns de discussão de investimentos, conforme lembra Nabarro (2022), bem como a introdução da figura do influenciador do mercado financeiro (“*finfluencer*”).

Em tais espaços, expandidos no Brasil pelo forte crescimento do acesso à internet – segundo dados da Cetic.br, chega a 84% da população atualmente, contra 27% em 2010 –, as informações financeiras se disseminam e adquirem novas características e sentidos. A educação financeira se torna um negócio; o ato de investir, por vezes, uma forma de entretenimento (HAYES; BEN-SHMUEL, 2024); gírias, neologismos e frases relacionadas ao mercado financeiro, como “compre ao som dos canhões e venda ao som das trombetas”, passam a fazer parte do dia-a-dia de uma maior quantidade de pessoas e, em suma, se intensifica a financeirização do cotidiano. Portanto, não é de se estranhar que, não obstante os diversos esforços por

³⁰ Códigos de negociação de ativos financeiros na bolsa de valores. Exemplo: *GFSA3* (Gafisa S.A.).

trás dessa popularização datarem, pelo menos, da década de 1960, é apenas no final da década de 2010 que observamos sua forte efetivação no país.

Nesse sentido, em 2020, quando do momento de maior crescimento de pessoas físicas na B3, esta divulgou o relatório chamado “A descoberta da bolsa pelo investidor brasileiro”, no qual destaca o importante papel operado pelas mídias digitais e redes sociais em tal descoberta. Através de uma pesquisa de respostas múltiplas, o documento revela que 73% dos investidores aprenderam a investir através do YouTube/influenciadores, enquanto os que aprenderam através de mídia impressa, cursos presenciais ou através da ajuda de assessores foram, respectivamente, 20%, 9% e 7%. Além disso, as pessoas afirmaram que costumam se informar sobre investimentos principalmente pela internet e YouTube/influenciadores, novamente, representando 73% e 60%, respectivamente. Isso nos revela a importância da consideração dessa dimensão da financeirização do cotidiano, especificamente a influência das redes e, em especial, dos influenciadores nesse processo.

No mesmo ano, e reconhecendo esse papel das redes sociais, a Anbima passou a realizar a pesquisa FInfluence, que busca captar o alcance das publicações dos influenciadores do mercado financeiro. Atualmente, essa pesquisa está em sua sexta edição (FInfluence 6), tendo suas edições abarcado os seguintes períodos: setembro de 2020 até fevereiro de 2021 (FInfluence 1); fevereiro até dezembro de 2021 (FInfluence 2); primeiro semestre de 2022 (FInfluence 3); segundo semestre de 2022 (FInfluence 4); primeiro semestre de 2023 (FInfluence 5); e segundo semestre de 2023 (FInfluence 6). A tabela a seguir indica a evolução dos principais indicadores.

Tabela 1. Monitoramento de influenciadores

Indicador	1º Edição	2º Edição	3º Edição	4º Edição	5º Edição	6º Edição
Influenciadores	266	277	255	515	515	534
Seguidores (milhões)	74	91,5	94,1	165,6	176,3	208
Perfis	591	612	581	1257	1246	1292
Engajamento	937	1140	1351	1489	1637	1827
Publicações médias por mês	26,7 mil	36,9 mil	31,3 mil	46,1 mil	52,3 mil	50,9 mil
Publicações totais	160,3 mil	406 mil	188 mil	276,8 mil	313,9 mil	305,2 mil

Fonte: Anbima. Elaboração do autor.

A própria existência dessa pesquisa é um indicativo das transformações em relação à financeirização que observamos a partir da segunda metade da década de 2010, como destacado. Ao revelar um forte crescimento nesse período em todos os indicadores, ela é ao mesmo tempo um reflexo desse novo contexto de expansão do mercado financeiro onde as pessoas não ligadas diretamente a este, ao menos em termos de ocupação profissional, possuem cada vez mais interesse em assuntos relacionados ao mundo financeiro – ou, ao menos, revela uma alteração na intencionalidade da forma de gestão do dinheiro por parte dos lares –, como também um indicativo das novas possibilidades que são criadas e viabilizadas atualmente nos anos recentes em termos de ocupação profissional.

No primeiro caso, isso é refletido no crescimento da quantidade de seguidores dos influenciadores do mercado financeiro, que passam de 74 milhões para 208 milhões entre a primeira e última edição considerada, aumento de 181,1%, e também na quantidade de interações médias (engajamento), de 937 para 1.827 por dia, representando crescimento de quase 95%. Entretanto, importa destacar que a pesquisa abarca ao menos quatro redes sociais, o que significa que os dados como seguidores, perfis e postagens por mês não representam, respectivamente, seguidores e perfis individuais e postagens não repetidas – por exemplo, o influenciador pode possuir perfis em mais de uma rede social³¹, e uma mesma pessoa pode seguir outros perfis do influenciador em mais de uma rede social.

No segundo caso, é notável que a pesquisa revela que essa expansão do mundo financeiro gerou aumento das ocupações profissionais relacionadas a esse. Entre a primeira e última edição da pesquisa podemos observar um crescimento de duas vezes no número de influenciadores analisados, passando de 266, em 2020, para 534, em 2023. Ao mesmo tempo, os números de perfis e postagens por mês também chamam nossa atenção, apresentando um crescimento 118,6% e 90,6% nesse período, respectivamente. Esse crescimento nos perfis em específico expressa a noção de como o desenvolvimento tecnológico, com a criação e expansão de redes sociais, também é central nesse processo, em especial considerando o aumento da razão entre a quantidade de perfis e influenciadores.

³¹ A FInfluence considera as seguintes redes sociais: Instagram, Facebook, X (Twitter), YouTube. Nas edições mais recentes da pesquisa, a rede social TikTok também passou a ser monitorada.

A primeira edição da FInfluence enfatiza a relação da popularização do mercado financeiro com o surgimento e expansão de redes sociais a partir de 2010, especialmente Facebook, Instagram, X (Twitter) e YouTube. Nesse documento, a Anbima (2020, p. 3) destaca esses novos “personagens”, os influenciadores, enquanto *players* importantes para deixar para trás o “tempo em que falar de investimentos era conversa restrita ao cafezinho com o gerente”, ao crescer e virar tema de bate-papo e entretenimento nas redes sociais – em última instância, contribuindo com “a educação financeira e a disseminação de informações acessíveis sobre o mercado para a população em geral”. Porém, devemos enfatizar, conforme discutido anteriormente, essa popularização não representa necessariamente uma democratização, na medida em que é pressuposta uma assimetria de poder e de acesso a informações inerentes do mercado financeiro.

Expresso nesse crescimento de todos os indicadores principais nas edições da pesquisa, o grande alcance desses influenciadores não passou despercebido pelos principais *players* do mercado. De fato, enquanto, na primeira edição, 28 instituições detinham parcerias com pelo menos 41 criadores de conteúdo, estes números saltaram para 57 instituições e 249 parcerias registradas na quinta edição da FInfluence. Assim, enquanto em 2020, apenas 15,4% dos principais influenciadores tinham parcerias com instituições, atualmente esse número chega próximo de 50% (Tabela 2). Dentre as principais instituições financeiras estão a XP Investimentos, BTG Pactual, Clear Corretora, Suno Research, Avenue e Nord Investimentos.

Tabela 2. Evolução dos influenciadores com parcerias com instituições do mercado financeiro

Indicador	1º Edição	2º Edição	3º Edição	4º Edição	5º Edição
Instituições	28	27	33	35	57
Influenciadores	266	277	255	515	515
Parceiros	41	47	52	252	249
Parceiros/Influenciadores	15,4%	17%	20,4%	48,9%	48,3%

*A 6ª edição não apresentou dados relativos a parcerias. Fonte: Anbima. Elaboração do autor.

Essas parcerias são fundamentais no processo de popularização do mercado financeiro visto que podem atrair potenciais clientes para as instituições parceiras desses criadores, aumentando a base de investidores. A nosso ver, essa aproximação também reflete as assimetrias de acesso à informação e a fragilidade da ideia de democratização do mercado financeiro (HAYES; BEN-SHMUEL, 2024). Isso porque, para além dos conteúdos veiculados tratarem, de modo amplo, sobre investimentos e outros assuntos relacionados a esse mercado, tratam também, muitas vezes, de indicação de compra ou venda de ativos. Desse modo, a existência de situações de conflito de interesses é evidente, que envolve tanto as instituições quanto os próprios influenciadores enquanto detentores de ativos.

A audiência dos influenciadores junto a seu público virou um capital importante para as instituições financeiras, que enxergam esses profissionais como ponte para chegar a potenciais clientes. Por meio de parcerias com eles, bancos, fintechs e corretoras conseguem disseminar seus produtos com mais facilidade para um público já interessado no universo financeiro. Pelo lado dos finfluencers, alinhar-se a marcas sólidas é uma oportunidade para aumentar o número de seguidores e ganhar ainda mais credibilidade. (ANBIMA, 2022, p. 29)

A diminuição da aversão aos riscos, enquanto ponto central da financeirização do cotidiano (MARTIN, 2002), também é algo que chama a atenção. Em termos de produtos financeiros que são objeto do conteúdo desses influenciadores, a pesquisa indica uma forte predominância dos investimentos da categoria de renda variável (como ações de empresas e cotas de FIs), concentrando sempre pelo menos 90% do conteúdo veiculado nas redes sociais desses agentes, contra 10% ou menos dos investimentos da categoria de renda fixa (como CDBs, poupança e Tesouro Direto). Dentre os produtos mais veiculados, estão ações, criptomoedas e FIs. Em termos de temas³² gerais que são abordados, observamos uma variedade que vai desde dicas de investimentos e mercado de ações até política e economia brasileira e criptomoedas (Tabela 3). No entanto, dentre os temas com mais interações médias dos consumidores desses conteúdos, é chamativa a presença dos fundos imobiliários em todas as edições da pesquisa, expressando tanto a forte veiculação dos FIs enquanto produtos por parte dos criadores de conteúdo como o próprio interesse da população por esse tipo de investimento em específico.

³² Por vezes existe a coincidência entre o nome de um mesmo produto e tema (como, por exemplo, FIs). A diferença, entretanto, é que a pesquisa considera produto quando, além de tratar sobre FIs, no caso desse exemplo, há a menção a um FI ou *ticker* específico.

Tabela 3. Evolução dos temas mais abordados (%) e que mais geraram engajamento (interações médias)*

Indicador	1º Edição	2º Edição	3º Edição	4º Edição	5º Edição	6º Edição
Mais abordado (%)	Dicas de investimento e ações (5%)	Conjuntura econômica (11%)	Mercado de ações (48,2%)	Mercado de ações (44%)	Mercado de ações (48,9%)	Mercado de ações (23,4%)
	Criptomoedas (4%)	Análise e dicas de investimento (8%)	Criptomoedas (10,6%)	Criptomoedas (13,6%)	Economia brasileira (10,5%)	Ações brasileiras (11,6%)
	Análises de ações (4%)	Criptomoedas (8%)	Economia brasileira (9,9%)	Política brasileira (11,1%)	Criptomoedas (9,4%)	Criptomoedas (11%)
Mais engajamento (Interações médias)¹			Commodities (3007)	Commodities (2702)	Commodities (2906)	Fundos (5916)
			Day Trade (1984)	Política brasileira (2654)	Operações day trade (2520)	FII's (5692)
			FII's (1786)	Operações day trade (1528)	Mercado de ações (2023)	Produtos bancários (5539)
				Política externa (1503)	Câmbio (1940)	Mercado de ações (3056)
				FII's (1307)	Política brasileira (1931)	Mercado de câmbio (2524)

*As duas primeiras edições da Finfluence não apresentam dados de interações médias, que passa a ocorrer apenas a partir da terceira edição. Fonte: Anbima. Elaboração do autor.

Ao se referir sobre tais influenciadores, Nabarro (2022) destaca a importância da criação de “personagens”, com nomes e apelidos chamativos que por vezes expressam e fazem alusão à expansividade do processo de financeirização do cotidiano a partir de questões como faixa etária e renda. Exemplos que podemos citar são “Investidor Sardinha”, “Favelado Investidor”, “Jovens de Negócios”, “Ogro de Wall Street”, “Economista Sincero”, “Primo Rico”, “Primo Pobre” etc. Quando analisamos alguns dos conteúdos veiculados por tais personagens, especialmente sobre FIs, notamos também uma variedade de formas de abordagem, que vão desde algumas mais agressivas com forte alusão à ideia do culto ao enriquecimento exposta por Lima (2021), quanto outras de caráter mais informativo. Vamos fazer uma breve exposição de alguns desses conteúdos dos influenciadores de maior alcance, com destaque especial, mas não exclusivo, aos conteúdos que tratam sobre FIs.

Em um vídeo curto (*short*) no YouTube de 2022³³, que, quando do nosso acesso, contava com mais de 360 mil visualizações, o influenciador responsável pelo canal Investidor Sardinha (2022) anuncia: *“Eu investi 115 mil reais em HGLG11, é um fundo imobiliário de logística. Será quanto que rendeu isso?”*. Após mostrar, em uma plataforma de negociações de ativos, o montante em questão, prossegue: *“[...] No primeiro mês, vamos ver quanto que rendeu [...] e aqui a gente vem (sic) nos extratos e observa que pagou R\$774,40 aí no mês de outubro”*. Ainda que o fundo em questão, como mencionado pelo próprio influenciador, não seja residencial, é feita a alusão em seguida: *“[...] Pô (sic) se você comparar com apartamento ou alguma coisa desse gênero né, você com 100 mil nem compraria um apartamento, quanto mais receber 774 reais de aluguel. Compensou ou não? Cê (sic) que comenta aí [...]”*.

Por outro lado, também em *short* do YouTube de 2023³⁴, com quantidade significativamente menor de visualizações (cerca de 16 mil), o influenciador Professor Baroni (2023), um dos mais antigos focado em FIs, faz abordagem mais moderada, comparando a aplicação com outros ativos financeiros, buscando destacar a necessidade de diversificar os investimentos, além de realizar alusão à construção de patrimônio para que sirva como fonte de renda na aposentadoria: *“Porque investir em FIs, se a renda fixa tem pagado bem? [...] De fato, a renda fixa remunera bem e não é de hoje, historicamente no Brasil. Mas os FIs quando você considera um horizonte*

³³ Disponível em: <https://www.youtube.com/shorts/l5WcggrTkY>. Acesso em: 4 dez. 2024.

³⁴ Disponível em: <https://www.youtube.com/shorts/R3erRq17YIU>. Acesso em: 4 dez. 2024.

temporal mais longo, até mesmo na perpetuidade, você tem que lembrar que é um ativo de renda variável [...] A questão de ser uma coisa excludente a outra, mas sim uma opção diferente dentro da sua carteira, para que você possa trazer ativos de renda variável, incluindo FIs, que são ativos perpétuos, que são ativos que não tem um prazo de validade [...] Você tem ativos perpétuos, perenes, para sua aposentadoria, para que você possa fazer a sucessão do seu patrimônio.”

Quando analisamos alguns dos vídeos mais antigos, quando dos primeiros anos do início da intensificação de popularização dos FIs e, de forma mais ampla, da financeirização do cotidiano no contexto nacional, observamos a origem de algumas das principais questões envolvendo a popularização desses fundos. Tomemos como exemplo o vídeo do YouTube de 2019³⁵ do canal O Primo Rico (2019), um dos maiores *finfluencers* do Brasil, intitulado “R\$16.700 e R\$380.000: Quanto rende por mês em FUNDOS IMOBILIARIOS (FIs)? Dá pra viver de renda?”, que contava com mais de 4 milhões de visualizações quando do nosso acesso em dezembro de 2024.

Para além do sensacionalismo do título e das cifras em altos níveis em comparação com a renda da população buscando atrair o público, o discurso envolve, inicialmente, a prática da sucessiva compra de cotas de FIs até o momento em que, com os próprios rendimentos, novas cotas possam ser adquiridas, gerando juros compostos: *“Imagina que você compra uma cota de um fundo imobiliário por 120 reais, e aí você ganha mais ou menos 0,5% sobre isso daqui ao mês, então você ganha 60 centavos por mês [...] Mas você vai lá e compra mais de 120 reais de uma cota, agora você tem duas cotas e você ganha 1 real e 20 por mês. Só que agora você começa a aumentar seus aportes e você começa comprar cada vez mais cotas, e agora você não tem mais duas cotas, você tem 100 cotas, e agora que você tem 100 cotas você ganha 60 reais por mês. E você pega esses 60 reais e junta com mais outros aportes e você compra mais cotas [...] e agora você tem 200 cotas. E com 200 cotas você ganha 120 reais por mês, e com esses 120 reais, uma mágica começa a acontecer, porque você pega esse dinheiro e esse dinheiro é o dinheiro exato que você precisa para comprar mais uma cota sem colocar dinheiro novo [...] e com o passar do tempo você começa a ter o “efeito bola de neve” nos seus investimentos, e é isso que o investidor de fundos imobiliários busca [...].*

³⁵ Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=CoKzco92uOI>. Acesso em: 4 dez. 2024.

A partir de então, o influenciador mostra dois fundos que possuía (com os respectivos *tickers*) e os rendimentos obtidos com cada um, além de destacar o fato de que tais rendimentos são isentos de imposto de renda e que, não obstante a possibilidade de obter ganho de capital com a possível venda dos ativos, o objetivo central são esses rendimentos periódicos: *“Eu busco renda, eu busco aumento de renda, porque você pode ganhar dinheiro num fundo imobiliário de duas formas. [...] Se todos esses ativos que tem dentro do FII sobem de preço, logo minhas cotas sobem também, então eu posso sim ganhar com a valorização de tudo isso”*. De forma mais específica: *“Eu tenho 2.473 cotas de HGLG11, e o preço médio que eu paguei foi R\$141,63. Hoje, elas estão avaliadas em R\$153,80, ou seja, apliquei 350 mil, tenho 380 mil, então tive um resultado de 30 mil reais. Mas não é pra isso que eu tô olhando, eu olho para os proventos, os pagamentos mensais que eu recebo.”*

O destaque à lógica rentista é algo constante: *“Afim de contas, ou você trabalha pelo seu dinheiro, ou seu dinheiro trabalha por você. E eu prefiro viajar e ver meu dinheiro rendendo pra mim enquanto eu tô lá (sic), e não o contrário [...] eu prefiro ser a pessoa que recebe juros.”* Há, também, ênfase da periodicidade dos rendimentos distribuídos pelos fundos: *“Bom, então veja que é “reloginho”, eu tenho recebido quase a mesma coisa todo mês. Só que o bacana, o legal para você olhar para rendimentos, você olhar para esses proventos que entram todo mês na sua conta, você começa a formar esse efeito bola de neve.”*³⁶

Certamente que esses discursos não se restringem aos influenciadores, mas se estendem também às diversas casas de análises e à imprensa econômica de modo amplo, e, a nosso ver, são fatores centrais na compreensão da expansão desses novos investidores e da intensificação da financeirização do cotidiano. Lima (2021) e Nabarro (2022), por exemplo, destacam o que consideramos um marco significativo que se refere à propaganda largamente veiculada pela casa de análise de investimentos Empiricus Research, em 2019, onde a então sócia Bettina Rudolph, inicia com os dizeres: *“Oi. Meu nome é Bettina, eu tenho 22 anos e 1 milhão e 42 mil reais de patrimônio acumulado”*, e posteriormente: *“Ninguém acha normal eu ter*

³⁶ Apenas para fins de esclarecimento ao leitor, os rendimentos dos FIIs, quando distribuídos, são descontados do preço de mercado deles, assim como ocorre quando uma empresa listada distribui proventos. O “efeito bola de neve” que o influenciador se refere é a reaplicação desses rendimentos na compra de novas cotas, de modo que os juros recebidos cresçam continuamente (compostos). Do contrário, isto é, se o rendimento recebido não é reaplicado, trata-se apenas de juros simples.

juntado 1 milhão de reais assim, tão nova e começando com muito pouco. Mas sabe o que chama minha atenção? É que o que eu fiz não é nenhum segredo [...] eu compreições na bolsa de valores [...]. Comecei com 19 anos e 1.520 reais, três anos depois, tenho mais de 1 milhão, simples assim.” para finalizar com a venda do curso que era objeto da propaganda em questão: “[...] Se você for uma das pessoas que vai clicar no botão, você vai acessar o passo a passo que eu segui para você chegar no seu primeiro, ou próximo milhão. Os resultados, eu garanto, serão os mesmos, não tem como ser diferente [...].”³⁷

Na imprensa econômica, tanto o mercado de renda variável como um todo quanto, especificamente, os FIIs, também são altamente presentes, em especial com alusões entre esses últimos e a prática de comprar imóveis para alugá-los³⁸. Em alguns casos, há também a publicação de guias, à exemplo do caso da InfoMoney³⁹, que tem como subtítulo: *“Você sabia que é possível viver com a renda de aluguéis sem ter que comprar um imóvel ou se preocupar com condomínio, reformas e IPTU? Entenda como funcionam os Fundos Imobiliários (FII) e comece a investir como um profissional”*. Trata-se de um detalhamento do funcionamento dos FIIs, onde consideram que é um investimento atrativo se o investidor *“Gosta do setor imobiliário, mas tem um valor limitado para investir no momento”*. O guia em questão enfatiza que, embora os FIIs tenham a característica de distribuir rendimentos recorrentes, não se trata de um ativo de renda fixa, e sim variável, na medida em que suas cotas oscilam de preço nos mercados secundários. Além disso, não é possível afirmar que rendimentos continuarão a ser pagos com absoluta rigorosidade, apesar das propagações pelos guias e influenciadores sugerirem o contrário.

Igualmente, os diversos fóruns online também têm uma importância central na propagação desses discursos e intercâmbio de informações relativas ao mercado

³⁷ Quando da publicação, tal anúncio gerou uma forte repercussão em função do sensacionalismo envolvido no texto, que teve sua veiculação interrompida pelo Conselho Nacional de Regulamentação Publicitária (Conar), por configurar propaganda enganosa (NABARRO, 2022).

³⁸ Sobre essa prática, Kalinoski e Procopiuck (2022, p. 129) argumentam que as novas possibilidades trazidas ao mercado imobiliário com as *proptechs* dão novos contornos às relações entre locatário e locador. Anteriormente uma relação entre pessoas físicas, ou mediadas por imobiliárias, agora passam a ter essa intermediação pelas empresas digitais de aluguel, como Airbnb e Quinto Andar. Adicionando os FIIs ao argumento, em síntese, “[...] o investidor pessoa física insere-se no complexo imobiliário-financeiro como proprietário-investidor de imóveis ou cotas de imóveis”. Ambas as possibilidades são altamente propagadas através de redes sociais, imprensa econômica etc.

³⁹ Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/guias/fundos-imobiliarios/>. Acesso em: 4 dez. 2024.

financeiro de modo geral, ainda que apresente uma forma distinta e mais horizontal de discussão. Nabarro (2022), por exemplo, destaca o caso notório da empresa GameStop nos Estados Unidos, até então em decadência, que, a partir de uma grande organização no subfórum “WallStreetBets” da rede social Reddit para a compra das ações de tal empresa, a mesma teve um crescimento explosivo, que, em um período de poucos dias, passou de menos de 20 dólares americanos para quase 500. Esse acontecimento, inclusive, virou objeto de diversos documentários e, recentemente, de um filme – *Dumb Money* (2023).

Subfóruns brasileiros nessa mesma rede também existem, que, em níveis diversos de conteúdo, expandem continuamente o mundo dos investimentos. Relacionado aos FIs e à moradia, podemos citar a postagem no subfórum Investimentos (2023): “Comprar imóvel vs. colocar em FIs e usar os rendimentos pra pagar o aluguel: e a inflação?” onde o autor expõe: *“Já fiz as contas aqui e vi que aparentemente vale mais a pena colocar a grana em FIs e pagar aluguel com os rendimentos mensais dos FIs do que comprar um imóvel. Dado que o aluguel de um imóvel no momento é de mais ou menos 0,6% do valor do imóvel ao mês, e o yield médio no momento dos FIs é de mais ou menos 0,9% do valor investido ao mês, que é 50% maior do aluguel de um imóvel residencial, dá pra morar em um imóvel com um “padrão” 50% mais caro que o normal com isso. [...]”*, para posteriormente buscar opiniões: *“A minha dúvida é essa: digamos que eu coloque dinheiro em FIs e saque os proventos deles todo mês (no meu caso, pra pagar aluguel), sem nenhum reinvestimento. A inflação vai lentamente comer o valor dos FIs e dos proventos deles ao longo do tempo ou não? É necessário reinvestir pelo menos uma parte dos proventos dos FIs todo mês pra garantir que eles vão se preservar com o tempo?”*

Não obstante alguns dos discursos que mostramos sobre o apelo positivo dos FIs, por vezes o oposto ocorre. Em recente postagem no tópico de FIs do fórum brasileiro Hardmob (2024), um usuário comenta: *“Eu comecei a investir em 2019 pois ouvia seguidamente que ‘FIs oscilam menos que ações’ e ‘investir em FIs é o mesmo que investir em imóvel físico, a diferença é que você não vê o imóvel físico desvalorizar pois não existe uma cotação a todo instante nele’. De lá pra cá os FIs despencaram bem mais que as ações e os imóveis físicos mais que dobraram ou triplicaram de valor depois da pandemia, enquanto os FIs só caíram. Basicamente duas mentiras.”*

Embora nem sempre relacionado aos FIIs, mas ao mundo dos investimentos e a financeirização do cotidiano de modo geral, ocorreu também uma proliferação de conteúdo, desde o final da década de 2010, ponderando sobre o que vale mais a pena para quem está em busca de uma nova moradia: comprar um imóvel financiado, ou alugar para, posteriormente, comprar à vista (embora, sobre este último ponto, por vezes se refere a apenas uma questão de casa própria ou alugada, e não necessariamente uma preparação para a aquisição à vista). Em larga medida, a lógica apresentada nos conteúdos que analisamos é semelhante: em um primeiro momento, envolve a consideração sobre o preço de venda e aluguel de imóveis nas mesmas (ou semelhantes) localizações. Posteriormente, se as parcelas do financiamento são maiores do que o preço do aluguel, de modo que tal diferença possa ser investida em ativos financeiros. Depois, se as taxas de juros do financiamento compensam os possíveis rendimentos a serem obtidos nos investimentos, bem como o crescimento do preço dos aluguéis, que geralmente consideram a partir de índices como o IPCA ou IGP-M. Por fim, toda a sorte de dicas e retornos são expostos para o investimento desse diferencial: desde títulos de renda fixa até ativos de renda variável.

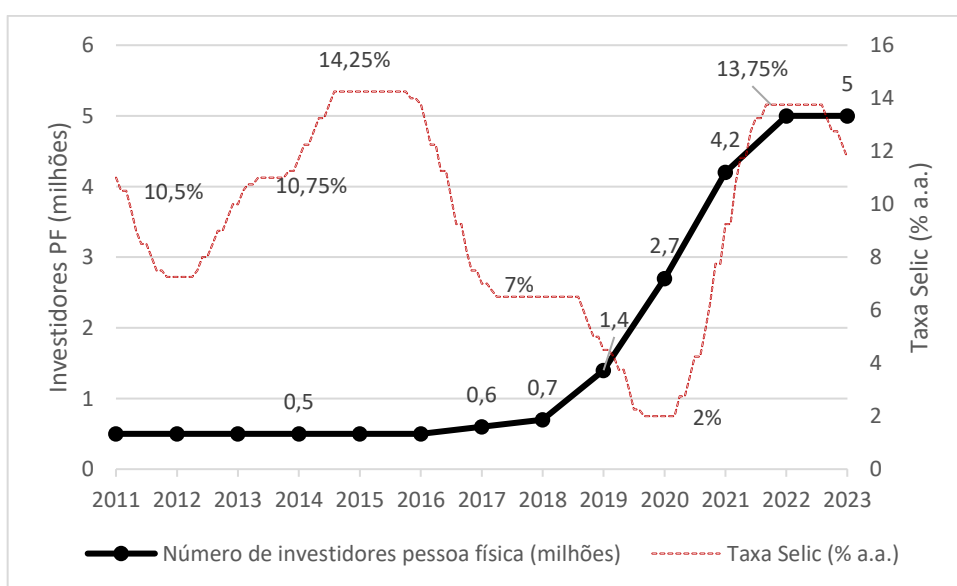
Quando alinhamos este discurso com aquele dos FIIs, uma contradição parece presente. É que, na medida em que os fundos imobiliários ganham crescente popularidade e recursos nesse contexto, se cria, ao menos potencialmente, aquela condição que destacamos dos FIIs enquanto importantes “demandas solváveis” (capazes de comprar grandes estoques de moradias) e, assim, contribuir significativamente com a elevação dos preços imobiliários. Desse modo, a mesma racionalidade que, inicialmente, poderia ter levado certo número de pessoas a optarem por seguir o caminho do aluguel com vistas a uma posterior compra à vista em um futuro menos distante do que os longos financiamentos, também pode levar, paradoxalmente, ao crescimento da dificuldade de acesso, agora não somente através da compra, como também do próprio aluguel que, como apontamos anteriormente, vem passando por forte crescimento de preços recentemente. Em resumo, a noção de que, no contexto da financeirização, “[...] o capital atua criando formas de ampliar os limites da capitalização” (CAMPOS JÚNIOR, 2024, p. 15) é impulsionada de forma sem precedente com a financeirização do cotidiano, na medida em que, agora, conta com um novo ímpeto voluntário do pequeno investidor.

4.3 Os investidores pessoas físicas no mercado de renda variável

Os diversos esforços direcionados à popularização das finanças e investimentos, aliado ao expressivo desenvolvimento e acesso a tecnologias da informação e comunicação, bem como, especialmente, a expansão das redes sociais e de conteúdos relacionados ao mercado financeiro que vimos tiveram, de fato, rebatimentos na bolsa de valores brasileira. Analisemos alguns dados relativos à participação das pessoas físicas em renda variável (Ações, FIIs, ETFs, BDRs e outros produtos de *equities*), considerando tal categoria como representativa desses rebatimentos, bem como a que encontramos os fundos imobiliários.

Como é possível observar no Gráfico 5, que nos mostra o número de investidores pessoas físicas em renda variável entre 2011 e 2023, até 2017 parecia haver uma certa estagnação na quantidade desses investidores em renda variável. Efetivamente, os dados da B3 indicam que, de 2011 até 2016 o número permaneceu estável na casa dos 500 mil investidores, passando para 600 mil em 2017 e 700 mil em 2018. O crescimento mais significativo ocorre no ano seguinte, 2019, quando esse número dobra para 1,4 milhão, mas o crescimento permanece em ritmo acelerado nos anos seguintes, chegando a 2,7 milhões em 2020, 4,2 milhões em 2021, e, por fim, cerca de 5 milhões no final do ano de 2022, permanecendo estável em 2023.

Gráfico 5. Crescimento do número de investidores (pessoas físicas) em renda variável no período de 2011-2023

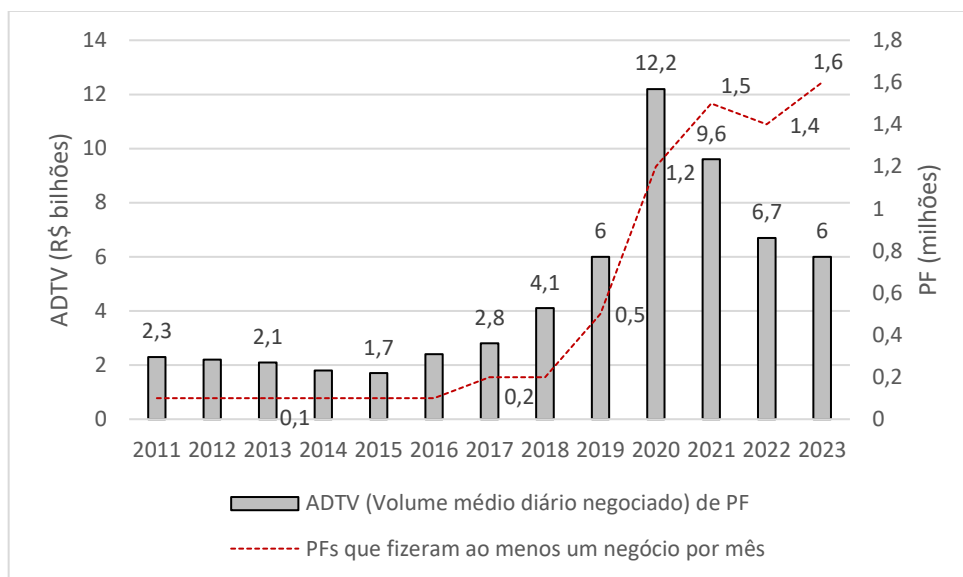


Fonte: B3 e Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

Poderíamos preliminarmente argumentar, e aliado com o que foi exposto na seção anterior, que esse número permaneceu estável até 2017 também em função do patamar da taxa de juros até então, que estava próximo ou acima de 10% nesse período, ou que existe uma certa racionalidade e correlação entre o investimento em renda variável e a variação da taxa de juros por parte das pessoas físicas. Em outras palavras, que na medida em que a taxa de juros está alta, investimentos considerados de menor risco, como títulos de dívida pública e privada, e mesmo a poupança, se mostram mais atrativos, visto apresentarem uma melhor relação de risco e retorno. Por outro lado, no momento em que essa taxa de juros – em específico, as taxas futuras – começa a ceder, como o que passa a ocorrer a partir de 2017, os investimentos de renda fixa diminuem o rendimento e perdem a atratividade. Nesse momento, as pessoas buscam opções com maiores retornos e, igualmente, maiores riscos, como é o caso dos ativos de renda variável. Não obstante, isso não explica a estabilidade no número de investidores pessoas físicas observado pelo menos até 2017, apesar das fortes variações na taxa de juros que observamos.

Conforme o gráfico a seguir (Gráfico 6) nos revela, a variação do número de investidores pessoas físicas que fizeram ao menos um negócio ao mês em ativos de renda variável parece acompanhar o que observamos no Gráfico 5, isto é, um forte crescimento, com apenas um pequeno recuo entre 2021 e 2022. Com efeito, enquanto até 2016 o número era próximo de 100 mil pessoas, no fim de 2023 esse número chega a cerca de 1,6 milhão. Ao mesmo tempo, o gráfico mostra um grande crescimento no volume médio diário negociado entre 2017 e 2020, chegando neste último ano a R\$12,2 bilhões, quando da mínima histórica da taxa de juros, seguida por uma queda acentuada a partir de 2021 que culmina no patamar de R\$6 bilhões no final de 2023, embora ainda bastante superior ao que era observado nos primeiros anos da década de 2010, que girava em torno de R\$2 bilhões negociados diariamente por pessoas físicas. Do nosso ponto de vista, isso pode ser interpretado de duas maneiras: por um lado, que, em função da escalada da taxa de juros a partir de 2021, a negociação de ativos de renda variável se tornou menos atrativa e realizada em menores valores, que é expresso na queda desse volume. Por outro, que o ato de investir nesse tipo de ativo vem se normalizando enquanto estratégia propagada de diversificação, o que explica o crescimento no número de negócios por mês apesar de um ciclo de alta dos juros que observamos no período.

Gráfico 6. Número de investidores (pessoas físicas) que fizeram ao menos um negócio ao mês em renda variável e ADTV no período de 2011-2023



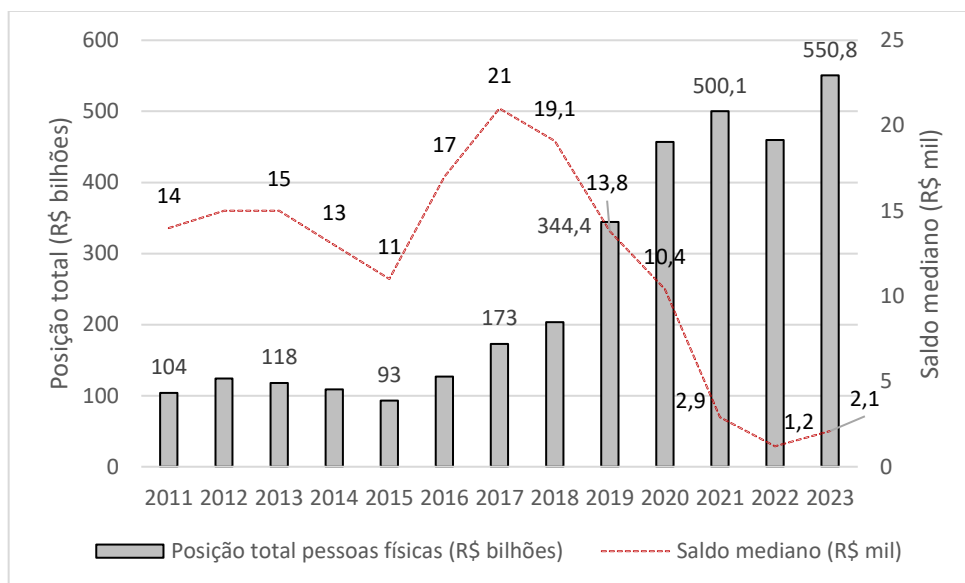
Fonte: B3. Elaboração do autor.

Sem dúvidas o que mais chama nossa atenção nos dados disponibilizados, entretanto, é a evolução do montante total das pessoas físicas sob custódia em ativos de renda variável e a forte diminuição no saldo mediano desses investidores.

A posição total das pessoas físicas permaneceu próximo de R\$100 bilhões até 2017, quando ocorre o primeiro salto significativo para próximo de R\$170 bilhões e que, atualmente, atingiu a marca de aproximadamente R\$550 bilhões, representando um aumento de cerca de 218,4% com relação a 2017. Por outro lado, o saldo mediano desses investidores, que girava em torno de R\$15 mil⁴⁰ nos primeiros anos da série histórica e atingiu o pico de R\$21 mil em 2017, passou por uma vertiginosa queda desde então, atingindo uma mínima de R\$1,2 mil no final de 2022 e R\$2,1 mil no fim de 2023 (Gráfico 7). Desse modo, isso significa que um número maior de pessoas físicas com renda cada vez mais baixa estão se inserindo no mercado financeiro e negociando ativos de renda variável nesse contexto atual de espraiamento e normalização desse mundo dos investimentos.

⁴⁰ É importante destacar que as informações disponibilizadas pela B3 não indicam que esses valores são apresentados de forma monetariamente corrigida. Assim, os dados relacionados ao saldo mediano são bastante significativos em termos dessa inserção de pessoas de renda mais baixa no mercado de renda variável da B3, na medida em que indicam um valor significativamente superior quando consideramos o início da série histórica.

Gráfico 7. Posição total e saldo mediano de pessoas físicas em renda variável no período de 2011-2023



Fonte: B3. Elaboração do autor.

A nosso ver, e em conjunto com as questões discutidas nas seções anteriores, isso parece mostrar um claro processo de intensificação da financeirização do cotidiano no qual existe uma diminuição da aversão aos riscos, mesmo em um contexto de alta histórica da taxa de juros que, como já mencionamos, significa a existência de opções mais seguras, ou “conservadoras”, com rentabilidade atrativa, como é o caso dos títulos de dívida pública e privada e outros ativos de renda fixa.

Essa diminuição da aversão aos riscos se deu em função de um conjunto de fatores e esforços de agentes do mercado financeiro, impulsionados pelas redes sociais e *finfluencers* e por inovações tecnológicas – cabe destacar o desenvolvimento de novas plataformas de negociação, a intensificação da digitalização bancária e da criação de *fintechs* (CONTEL, 2020), a redução das taxas (corretagem) de negociação dos ativos financeiros, em especial decorrente do aumento da concorrência entre as plataformas, a expansão do acesso à internet etc. Essas transformações encontraram, em um contexto de degradação da sociedade salarial e, especialmente, das reformulações do sistema previdenciário gerando notáveis inseguranças futuras, bem como uma forte queda da taxa de juros a partir de 2018, um terreno fértil para a expansão e popularização do mercado financeiro no Brasil.

Em adição ao que foi exposto até aqui, Pessanha (2019) realiza interessante interpretação sobre o aumento de pessoas físicas, especialmente da classe média, com investimentos em renda variável – especificamente fundos de investimento. Segundo o autor, o *marketing* desse contexto tende a trazer nesses pequenos investidores uma sensação de modernidade, “[...] um convencimento de que se tornaram capitalistas que reproduzem suas reservas em modernas plataformas e não na velha caderneta de poupança” (PESSANHA, 2019, p. 119) que apontamos, oferecendo assim um certo “status” para essas pessoas. É o que parece ser exacerbado e reproduzido com essa espécie de indústria de criadores de conteúdo digital do mercado financeiro que analisamos na seção anterior e que, novamente, expressa a ideia do culto ao enriquecimento que Lima (2021) aponta.

Assim, o argumento bastante propagado na imprensa econômica de que a variação nas condições macroeconômicas, em específico a taxa de juros atingindo uma mínima histórica em 2020, é o fator que explica essa “descoberta da bolsa pelo investidor brasileiro” é verdadeiro apenas em parte. É, sem dúvidas, questão de central importância, mas que necessitou do desenvolvimento dessa variedade de fatores e condições para sua plena descoberta, e que, não obstante a escalada da taxa de juros a partir de 2021, permaneceu fortemente presente no cotidiano de um número cada vez maior de pessoas e com perfis mais diversos que outrora.

4.4 Os Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil: da criação à popularização

Em síntese, nas seções anteriores destacamos que, pelo menos desde a segunda metade da década de 2010, observamos que o Brasil vem apresentando um claro processo de expansão da financeirização do cotidiano, o que é expresso em dados como i) o crescimento do número de pessoas físicas com investimentos em renda variável; ii) o crescimento dos criadores de conteúdo, ou influenciadores, do mercado financeiro e seus seguidores; iii) a inserção de pessoas com renda cada vez mais baixa nesse mundo dos investimentos; iv) a continuidade do crescimento de investidores pessoas físicas em renda variável mesmo com a volta da taxa de juros em níveis historicamente altos, considerando as últimas duas décadas.

Certamente que os fundos imobiliários, enquanto ativos de renda variável, mas com suas particularidades, contribuíram em larga medida para esse processo de expansão. Nesse sentido, o objetivo desta seção é fazer um resgate da história desse setor dos FIs até o momento que observamos sua explosão em popularidade que, por sua vez, resultou em grandes transformações nas suas formas de organização e atuação, especialmente quando consideramos o segmento residencial.

A estrutura deste subcapítulo é composta por três seções, que compreendem o que acreditamos serem três períodos de relevância para a história dos fundos de investimento imobiliário no Brasil. Um primeiro momento, que se estende desde a criação dos FIs, em 1993, até meados da década de 2000, caracterizado por um período tanto de “maturação” desse ativo financeiro e de condições macroeconômicas desfavoráveis para o impulsionamento desse novo instrumento (SANFELICI; HALBERT, 2018); um segundo que se estende desde 2008, com a Instrução 472 da CVM, até final de 2016, marcado por alterações significativas em legislações relacionadas aos FIs e que apresenta uma intensificação do crescimento (em número de fundos e patrimônio); e, por fim, o período que chamamos aqui de explosão dos FIs, que inicia em 2017 e se estende até os dias atuais.

4.4.1 Criação dos FIs, estagnação e adaptações (1993-2007)

Os FIs foram criados pela Lei 8.668 de 25 de junho de 1993 como instrumento para permitir a “[...] comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários [...] destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários” (BRASIL, 1993, s/p). De forma mais abrangente, a Instrução 205 da CVM, publicada no ano seguinte e que regulava até então os FIs, explicita as atividades previstas por esses novos fundos:

O Fundo de Investimento Imobiliário destinar-se-á ao desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, tais como *construção de imóveis, aquisição de imóveis prontos, ou investimentos em projetos visando viabilizar o acesso à habitação e serviços urbanos, inclusive em áreas rurais, para posterior alienação, locação ou arrendamento*. (BRASIL, 1994, p. 1, grifo nosso)

Botelho (2008) e Sanfelici (2017) destacam que a criação dos FIs se insere em um contexto de início da aproximação entre o mercado financeiro e o setor imobiliário a partir de importantes marcos institucionais e regulatórios direcionados ao princípio

da securitização imobiliária e da busca por novas formas de captação, através do mercado de capitais, para a produção imobiliária, conforme apontamos no terceiro capítulo. De fato, observamos na década de 1990 e início da década de 2000 a criação de outros instrumentos paradigmáticos nesse sentido, como os CRIs, na mesma lei que criou o SFI em 1997, e as Letras de Crédito Imobiliário (LCIs), em 2004. Nesse contexto de criação dos FIs, a fala do então presidente da ABECIP (Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança), Ricardo Yazbek, durante VIII Encontro dessa instituição em 1995, é bastante sinalizadora sobre essa união entre os mercados imobiliário e financeiro. Em síntese, Yazbek expõe que a ideia “[...] era e ainda continua sendo a de juntar a ortodoxia do mercado imobiliário com a heterodoxia do mercado financeiro” (ABECIP, 1995, p. 74).

Para além de representarem um grande avanço nas formas de obtenção de recursos para o mercado imobiliário na esfera da oferta, os FIs também significam um importante instrumento de exposição a esse mercado na esfera da demanda. Isso porque, como argumenta Pessanha (2019), eles representam uma forma de alocar capital “sem precisar todas as burocracias e dificuldades de aquisição e gestão de patrimônio” (PESSANHA, 2019, p. 151). Em complementação, podemos citar também o baixo preço das cotas relativamente ao preço de um imóvel, permitindo o ingresso de uma parcela maior da população nesse setor – questão que, entretanto, ainda demoraria algumas décadas para se expandir de forma considerável.

De todo modo, durante a década de 1990, uma quantidade relativamente baixa de fundos de investimento imobiliário havia sido constituída, ainda mais quando consideramos o que se sucede a partir de meados da década de 2000, tendo a década terminado com 21 FIs (NAKAMA; RUFINO, 2022). Sanfelici e Halbert (2018) argumentam que são três as principais causas para o pouco número de fundos constituídos durante essa década. Em primeiro lugar, e com base em entrevistas realizadas pelos autores com atores do mercado financeiro, pois estes consideram que é necessário um período de maturação antes do aproveitamento de um novo instrumento financeiro. Essa mesma noção pode ser encontrada em depoimento do presidente da então Bovespa, Álvaro Augusto Vidigal, também no VIII Encontro da ABECIP, em que diz o seguinte, ao se referir aos fundos de investimento imobiliário: “Para a criação de um novo produto nas bolsas, para que ele tenha vida, para que ele

tenha dinâmica, é preciso tempo; não nasce um produto espontaneamente sem uma maior consistência.” (ABECIP, 1995, p. 120).

Em segundo lugar, pelo cenário macroeconômico pouco favorável ao investimento nesses ativos, em função de ser momento de baixo crescimento econômico e alta taxa de desemprego. E, em terceiro lugar, pelo fato de que a alta taxa de juros dessa época tornava o investimento em títulos públicos (renda fixa) mais atrativo, visto serem mais rentáveis e de menores riscos. É interessante ilustrar esse último ponto e seu impacto nos FIs com a fala do então Diretor de Fiscalização do Banco Central, Cláudio Ness Mauch, no mesmo encontro da ABECIP:

Com relação a fundos imobiliários, o que foi feito é a criação de um IOF para o caso de o fundo não ser formado. O que estava sendo possível de acontecer? Não vou dizer que tenha acontecido. Simplesmente um investidor estrangeiro entrava, via Anexo IV, dizia que era para um fundo imobiliário, que tem 180 dias para ser criado, ficava 175 dias e dizia: não consegui formar, vou de volta. *Fazia a renda fixa todo esse tempo*, competindo em desigualdade de condições com os que entram para o mercado de valores imobiliários, de bolsa efetivamente. (ABECIP, 1995, p. 129, grifo nosso)

Nesse período, os investidores desses fundos eram principalmente fundos de pensões e outros grandes investidores institucionais e não havia ainda condições atrativas para o investimento de pessoas físicas, algo que se alterou nas décadas seguintes em função de uma série de mudanças regulatórias com vistas à atração dos pequenos investidores (BOTELHO, 2008). Sanfelici e Halbert (2018) apontam ainda que grande parte dos proprietários dos FIs dessa época eram incorporadores que constituíam tais fundos com o objetivo de conseguir benefícios tributários no desenvolvimento dos seus empreendimentos, e permaneciam, em casos, como os únicos investidores desses fundos. Esse último cenário só teve uma solução a partir da promulgação da Lei 9.779, de 1999, segundo a qual:

Sujeita-se à tributação aplicável às pessoas jurídicas, o fundo de investimento imobiliário de que trata a Lei no 8.668, de 1993, que aplicar recursos em empreendimento imobiliário que tenha como incorporador, construtor ou sócio, quotista que possua, isoladamente ou em conjunto com pessoa a ele ligada, *mais de vinte e cinco por cento das quotas do fundo*. (BRASIL, 1999, s/p, grifo nosso)

Portanto, além de fechar essa brecha tributária, esse dispositivo representou um passo importante em direção à transformação desses FIs em ativos financeiros, ao tornar a estrutura societária mais diluída (SANFELICI; HALBERT, 2018, p. 9), e não apenas um instrumento de vantagens fiscais, algo que é reforçado em novos

marcos institucionais relevantes para o setor a partir da década de 2000. Em adição a isso, é importante destacar que essa mesma lei define que os FIs devem distribuir aos cotistas, no mínimo, 95% dos lucros auferidos. Não obstante, é marcante que, mesmo após essa lei, a quantidade de FIs permaneceu em um baixo ritmo de crescimento nos anos subsequentes à sua promulgação.

Ainda que não relacionada diretamente com os fundos imobiliários (ao menos nesse momento), em 2004 é aprovada a Lei 11.033 que, dentre vários pontos, isentava de imposto de renda, em seu terceiro artigo, a remuneração das Letras Hipotecárias, CRIs e LCIs. Entretanto, no ano seguinte, com a Lei 11.196 de 2005, é adicionado um novo inciso (III) ao Art. 3 da lei anterior que dispunha de tal isenção, acrescentando “os rendimentos distribuídos pelos Fundos de Investimento Imobiliário cujas quotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado” (BRASIL, 2005, s/p). A mesma lei aponta ainda que essa isenção somente seria concedida para os FIs que possuem pelo menos 50 cotistas, além de vedar a isenção para o caso de pessoas físicas que possuem 10% ou mais da totalidade das cotas emitidas pelo fundo.

Nesse sentido, observamos novamente uma intencionalidade de diluir a estrutura societária desses fundos (SANFELICI; HALBERT, 2018) e, em especial, atrair o investimento de pessoas físicas para esse novo produto de investimento, buscando tornar os fundos imobiliários uma opção relevante em termos de liquidez e rentabilidade. Ainda assim, o que se observa é que o crescimento da quantidade de FIs permaneceu relativamente baixo, chegando a 2007 com cerca de 71 fundos, segundo dados da CVM. Essa situação passou a se alterar de forma mais efetiva a partir da Instrução 472 da CVM, de 2008, quando alterações de grande envergadura na estrutura e atuação dos FIs, aliado a um cenário macroeconômico favorável, resultaram no início de um crescimento mais expressivo dos FIs.

4.4.2 Mudanças institucionais e crescimento dos FIs (2008-2016)

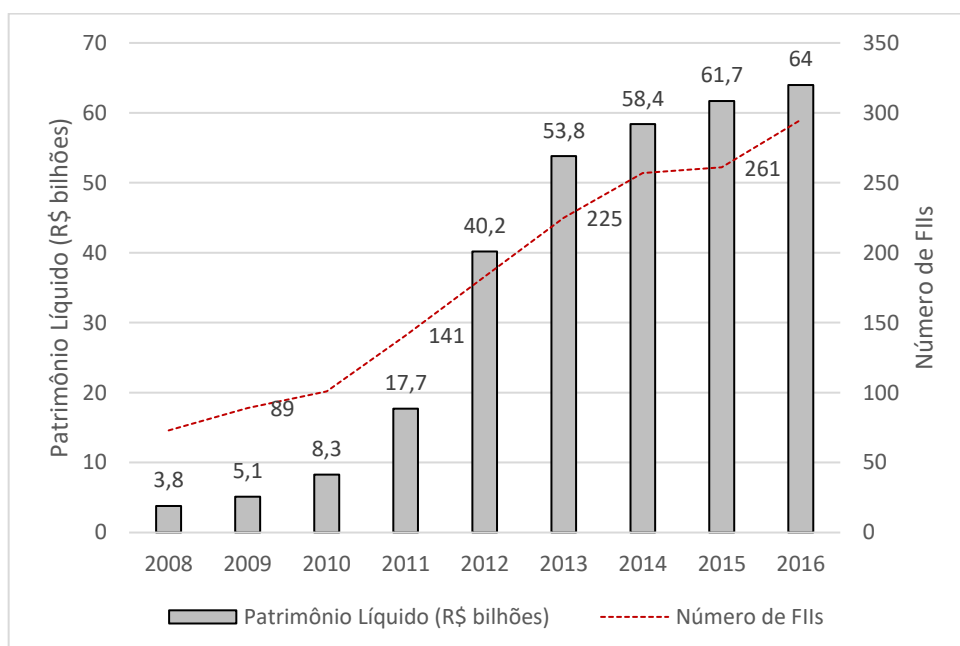
No início de 2008, foi divulgado pela CVM o Edital de Audiência Pública n. 01/2008, tendo como objeto uma nova minuta de instrução sobre os FIs, onde uma série de propostas que marcariam um importante ponto de inflexão na história desses

fundos seriam discutidas por diversos atores, em especial do mercado financeiro. A divulgação dessa minuta e convocação para audiência pública refletiam um momento em que o baixo crescimento dos FIs no início da década de 2000 resultou em um movimento por parte de uma rede de atores para a atualização da Instrução CVM 205, como destacam Sanfelici e Halbert (2018).

A participação de uma quantidade significativa, proporcionalmente aos presentes, de atores do mercado financeiro é marcante, assim como a ausência de representantes do setor imobiliário. Segundo Nakama e Rufino (2022), isso se deu em função de alguns fatores, como o fato de que as principais empresas do setor imobiliário, especialmente de capital aberto, estavam concentradas no processo de criação do Programa Minha Casa Minha Vida (PMCMV), além da existente e crescente disponibilização de crédito para a construção civil a partir do SBPE e do FGTS, organizados pelo Sistema Financeiro de Habitação (SFH).

De todo modo, no final de 2008 foi aprovada a Instrução CVM 472. Dentre as principais mudanças trazidas por essa atualização das disposições sobre os FIs, Sanfelici e Halbert (2018) destacam a maior transparência na divulgação de informações aos cotistas; o limite a operação alavancada dos fundos – que havia sido proposto na referida minuta, mas não concretizado, mesmo com uma série de manifestações a favor –; o aumento do poder dos acionistas na tomada de decisões bem como a restrição de potenciais conflitos de interesse pelos gestores.

Entretanto, podemos considerar que a mudança de maior envergadura se refere aos ativos que passaram a poder compor o patrimônio dos FIs. Dentre os dez ativos listados pela Instrução, os de maior destaque são, sem dúvidas, as cotas de outros FIs, bem como os CRIs e LCIs. Desse modo, os fundos imobiliários que, até esse momento, eram em grande medida “fundos de tijolos”, ou seja, fundos que possuem sobretudo ativos imobiliários (NAKAMA; RUFINO, 2022), passaram a poder focar suas aplicações em ativos mobiliários. Com isso, foram abertas as portas para o surgimento dos fundos do segmento de Títulos e Valores Mobiliários, nomeadamente os fundos de “papéis”, que investem principalmente em CRIs, e os “fundos de fundos”. A partir de então, o que observamos é um aumento significativo da quantidade de FIs no Brasil, bem como do patrimônio líquido destes (Gráfico 8).

Gráfico 8. Evolução do número de FIs e PL (2008-2016)

Fonte: CVM, disponibilizado pela Anbima. Elaboração do autor.

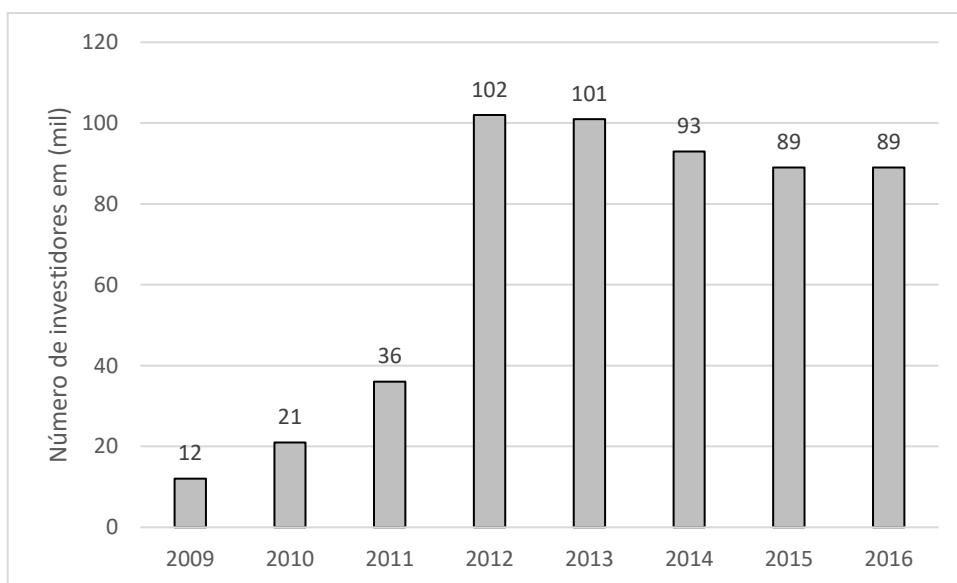
Com efeito, entre 2008 e 2016 houve um aumento de 304,1% na quantidade de FIs, passando de 73 para 295. Nesse mesmo período, é mais expressivo ainda a evolução do patrimônio líquido desses fundos, que passou de cerca de R\$3,8 bilhões, em 2008, para R\$64 bilhões em 2016, o que representa um aumento de 1.584%. Podemos argumentar que esse crescimento expressivo se deu, em grande medida, pelas características dos fundos de ativos mobiliários – onde os FIs se apresentam como os principais compradores de CRI, por exemplo –, que possibilitam aos cotistas de tais fundos um fluxo de renda mais constante, se comparado com os rendimentos de fundos de desenvolvimento e de ativos imobiliários.

Sanfelici e Halbert (2018) também destacam duas causas centrais para o crescimento nesse período. Em primeiro lugar, o fato de que depois de 2011 houve uma gradativa queda na taxa dos títulos da dívida pública, resultando em uma migração dos investidores para ativos de maiores rendimentos. Sobre esse ponto, é notável, ao analisarmos a variação da taxa de juros nesse período, a expressiva queda de 12,5% em meados de 2011 para 7,5% no início de 2013, quando se observa o início de um novo ciclo de alta. Em segundo lugar, que, a partir de 2010, ocorre um movimento das instituições bancárias para expandir o acesso aos FIs a uma parcela maior de seus clientes, ainda que de forma restrita, pois passaram a gradualmente

enxergar esses fundos como uma importante fonte de receita. Em adição a isso, podemos destacar a Lei 12.024 de 2009, um ano após a Instrução CVM 472, que isenta de imposto de renda os novos fundos de títulos e valores mobiliários, isto é, os mencionados de fundos de “papéis” e os “fundos de fundos”.

Embora seja notável o crescimento em número de FIs nesse período, nos chama a atenção o fato de que, quando consideramos apenas os FIs listados na bolsa de valores, percebemos que o crescimento significativo de investidores (pessoas físicas, em sua larga maioria) se deu somente até o final de 2012, sendo o período entre 2011 e 2012 o de maior crescimento no período (Gráfico 9). Nesses anos, esse número passou de 36 mil investidores para 102 mil, de acordo com balanços trimestrais da B3, representando um aumento de 183,3%. A posição em custódia das pessoas físicas, em 2012, correspondia a cerca de 16 bilhões de reais, representando 81% em relação ao total de mercado, e o saldo mediano, se comparado ao ano anterior, diminuiu significativamente de R\$37 mil para R\$21,7 mil.

Gráfico 9. Número de investidores em FIs (2009-2016)



Fonte: B3. Elaboração do autor.

Assim, observamos que, a partir de 2013, ocorre uma diminuição da quantidade de investidores em FIs listados em bolsa especificamente, não obstante o contínuo aumento do patrimônio líquido e da quantidade de FIs nesse período. Isso nos leva a conclusão de que esse aumento se deu, em larga medida, em função dos fundos não listados. A nosso ver, uma série de fatores devem ser levados em consideração para a

explicação desse processo, em especial; i) o aumento da participação dos fundos de pensões como investidores dos FIs; ii) incentivos tributários para o capital estrangeiro; e, principalmente, iii) a retomada de um novo ciclo de alta da taxa de juros, influenciando, sobretudo, a realocação dos investimentos por parte das pessoas físicas nesse período.

Sobre esse primeiro ponto, Sanfelici (2017) destaca a nova classificação, ainda em 2009, das cotas dos FIs como investimentos estruturados, e não como ativos do segmento de imóveis, permitindo uma maior alocação dos fundos de pensão no setor imobiliário através dos investimentos em FIs, que se deu com a resolução n. 3792 do Banco Central do Brasil (Art. 20). Em adição a isso, uma outra questão central estabelecida por essa mesma resolução foi o fato de que o limite de alocação dos recursos dos fundos de pensão de 25% do patrimônio líquido de um mesmo fundo de investimento classificado no segmento de investimentos estruturados (onde passaram a se enquadrar os FIs), não seria aplicado para “[...] fundos de investimento imobiliário que possuam em sua carteira exclusivamente imóveis concluídos e com certidão de habite-se.” (BRASIL, 2009, p. 15). Isso nos leva a considerar que o investimento dos fundos de pensões em FIs de “tijolos” (ativos imobiliários) pode ser um dos motivos centrais para o crescimento da quantidade e patrimônio líquido dos FIs durante esse período, não obstante a retomada de um forte ciclo de alta na taxa de juros que ocorre a partir de meados de 2013.

O segundo ponto se refere à retirada do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) dos FIs – que, até então, era de 6% para investidores estrangeiros –, com o objetivo de atrair capital externo para esses fundos (SANFELICI; HALBERT, 2018). Isso se deu a partir do Decreto n. 7.894, de 2013.

O terceiro fator que nos ajuda a explicar esse crescimento da quantidade de FIs e uma baixa do número dos listados em bolsa, é a retomada de um ciclo de alta de juros, como mencionado, favorecendo o investimento em ativos de renda fixa, como títulos da dívida pública. Na medida em que possuem maior facilidade de negociação e liquidez, os fundos imobiliários listados possuem, consequentemente, maiores possibilidades de sofrerem realocações por parte dos investidores – que, no caso dos FIs listados, são majoritariamente pessoas físicas. Não é de se estranhar, assim, que entre 2013 e 2016 tenha ocorrido uma estagnação e, em alguns anos, um

declínio tanto na quantidade de investidores nesses FIs listados quanto na posição dos investidores pessoas físicas (Tabela 4).

Tabela 4. Relação entre valor de mercado de FIs listados e PL dos FIs CVM (2011-2016)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
PL FIs - R\$ Bilhões (A)	17,748	40,256	53,809	58,47	61,703	64,005
Posição PF FIs Listados - R\$ Bilhões	6	16	17	15	15	19
Posição PF em relação ao total de mercado (%)	82	81	81	75	76	77
Valor de mercado FIs Listados - R\$ Bilhões (B)	7,317	19,753	20,987	20	19,737	24,675
(B/A)	41,2%	49,1%	39%	34,2%	32%	38,6%

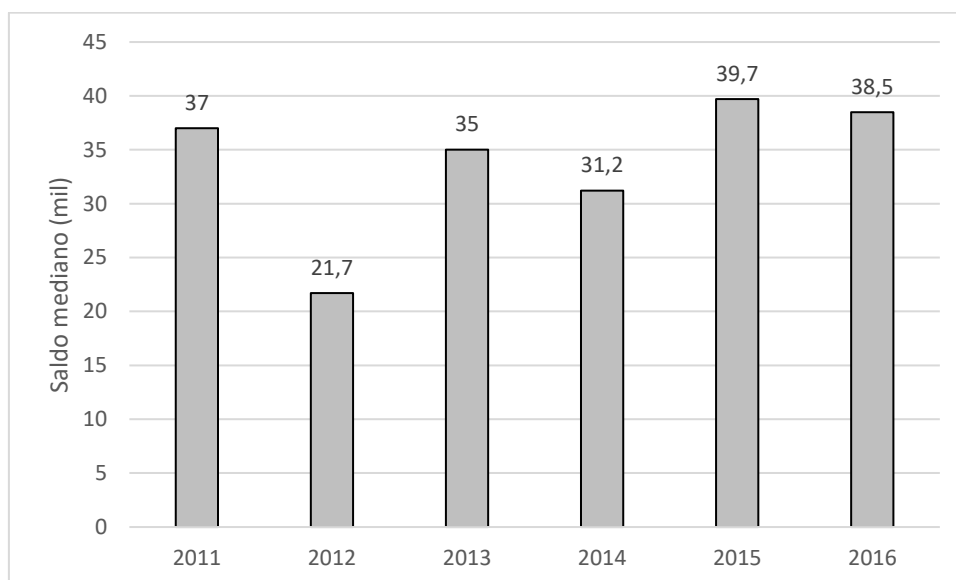
Fonte: CVM, Anbima e B3. Elaboração do autor.

Embora o valor de mercado dos FIs não represente, necessariamente, o patrimônio líquido desses fundos, a razão que obtemos entre o valor de mercado dos fundos listados e o patrimônio líquido do total dos FIs (Tabela 4) é importante para visualizarmos a baixa na importância desse primeiro que ocorre no período, ao menos preliminarmente. Com efeito, enquanto houve um grande aumento, entre 2011 e 2012, de 41,2% para 49,1% no valor de mercado dos FIs listados em comparação com o seu patrimônio líquido, refletindo a explosão da quantidade de novos fundos e investidores, que ocorre nesses anos em função dos fatores comentados anteriormente, a partir de então observamos uma notável baixa, chegando em 2015 com essa razão em 32%, mas retomando para 38,6% no ano seguinte.

Apesar de alguns esforços em expandir o mercado financeiro para uma maior quantidade de pessoas, podemos ainda argumentar que um conjunto de condições para tanto, que resultaria em um processo de financeirização do cotidiano mais intenso, ainda não havia sido estabelecido. Alguns dados nos chamam a atenção: em primeiro lugar, o número de FIs listados durante todo esse período era inferior aos FIs não listados – esses primeiros representavam cerca de 45% do total, no final de 2016. Em segundo lugar, o saldo mediano das pessoas físicas em FIs era

relativamente alto (Gráfico 10), ficando próximo de R\$40 mil, em valores não corrigidos, durante grande parte desse período analisado.

Gráfico 10. Saldo mediano das pessoas físicas em FIs na B3 (2011-2016)



Fonte: B3. Elaboração do autor.

Esse saldo mediano relativamente alto no contexto brasileiro nos leva a argumentar que, nesse momento, o investimento no mercado de capitais, e nos FIs em específico, era algo voltado para um número muito restrito de indivíduos. Isso parece claro na explicação encontrada em Sanfelici e Halbert (2018), de um gestor financeiro do Banco do Brasil que destaca a “[...] importância [das] elites urbanas como acionistas, e que os FIs são predominantemente direcionados para famílias ricas concentradas nas quatro maiores cidades do país.” (p. 13, tradução nossa). E, também, na ainda restrita expansão mencionada, por parte das instituições bancárias, do direcionamento dos FIs para seus clientes – que envolviam os segmentos de *private banking* (acima de 1 milhão de reais em depósitos), e um segmento intermediário para clientes com rendimento acima de 8 mil reais, ou então 100 mil reais em depósitos (SANFELICI; HALBERT, 2018).

Entretanto, o final desse período é marcado por uma série de acontecimentos que caracterizariam o que sucede a partir de 2017 como um momento de intensificação do processo de financeirização do cotidiano, conforme nos debruçamos nas seções anteriores, e que parece ter rebatido fortemente no setor de FIs, em função das características desse ativo (estrutura societária diluída, grande

participação de pessoas físicas, relação com a cultural noção de segurança setor imobiliário, possibilidade de extração de rendas periódicas etc.).

Desses acontecimentos, podemos destacar aqui, em especial, o início de um novo ciclo de baixa na taxa de juros, bem como a publicação de nova instrução por parte da CVM referente aos fundos imobiliários (Instrução CVM 571, de 2015). Sobre esta última, trata-se de uma atualização da ICVM 472, que é a instrução reguladora dos FIs. De maior destaque nesta instrução, ocorre uma melhoria das informações prestadas aos cotistas, com o estabelecimento de um novo padrão de divulgação através dos Informes Mensais, Trimestrais e Anuais, que se mantêm até hoje e que são os principais subsídios de nossa análise nas próximas seções.

4.4.3 A explosão dos FIs (2017-2023)

Conforme destacamos no final da seção anterior, Sanfelici e Halbert (2018), a partir de entrevistas com agentes do mercado financeiro, afirmam que, no final da década de 2000 e início da década de 2010, havia uma preocupação por parte dos bancos de estenderem a oferta dos FIs para um maior, porém seletivo, grupo de clientes. Como nos concentramos anteriormente, isso representa uma situação bastante diferente do que observamos a partir de meados da segunda metade da década de 2010, período que caracterizamos como de intensificação do processo de financeirização do cotidiano no Brasil. Isso porque, conforme discutido, o que caracteriza esse atual processo é de uma expansão cada vez maior do acesso a ativos financeiros por parte da população, e para parcelas cada vez maiores desta, independentemente de sua renda, algo que é viabilizado por uma série de fatores. Lembremos, por exemplo, que o saldo mediano dos investimentos em renda variável por parte de pessoas físicas era, no final de 2023, de cerca de R\$2,1 mil.

De fato, em comparação com o período destacado por Sanfelici e Halbert (2018), atualmente existe i) uma quantidade maior de corretoras de investimento, e cada vez mais acessíveis em termos de facilidade abertura de contas por pessoas físicas, sendo que a maioria pode ser realizado de forma remota; ii) um maior número de plataformas de negociação de ativos mobiliários, com muitas dessas tendo nenhuma taxa/comissão de negociação dos ativos financeiros mais populares (como

os FIs); iii) um acesso significativamente maior à internet; bem como, iv) o surgimento e forte crescimento dos criadores de conteúdo digital do mercado financeiro, que tanto refletem esse novo contexto, quanto impulsionam-o de forma sem precedente, apenas para citar alguns exemplos. Todos esses, e outros, fatores impulsionaram o processo de financeirização em escala nacional, e os FIs aparecem, nesse contexto, como ativos altamente atrativos. Quais seriam as razões dessa atração?

Estamos de acordo com Torres (2021), e no decorrer desta tese essas e outras razões também foram expostas, de que essa atração se dá, em larga medida, por pelo menos três fatores. Em primeiro lugar, pelo fato de que o investimento em FIs geralmente resulta em proventos constantes e com uma periodicidade menor (geralmente mensal, considerando que tais proventos resultam de aluguéis em sua maioria, ou de juros sobre CRIs). Em segundo lugar, possuem uma menor oscilação do preço dos ativos, quando comparado a outros ativos de renda variável, em decorrência das limitações às operações alavancadas. Em terceiro lugar, os FIs estão atrelados, seja diretamente (no caso dos fundos de "tijolos") ou indiretamente (no caso dos fundos de papéis), a imóveis, considerado um investimento sólido.

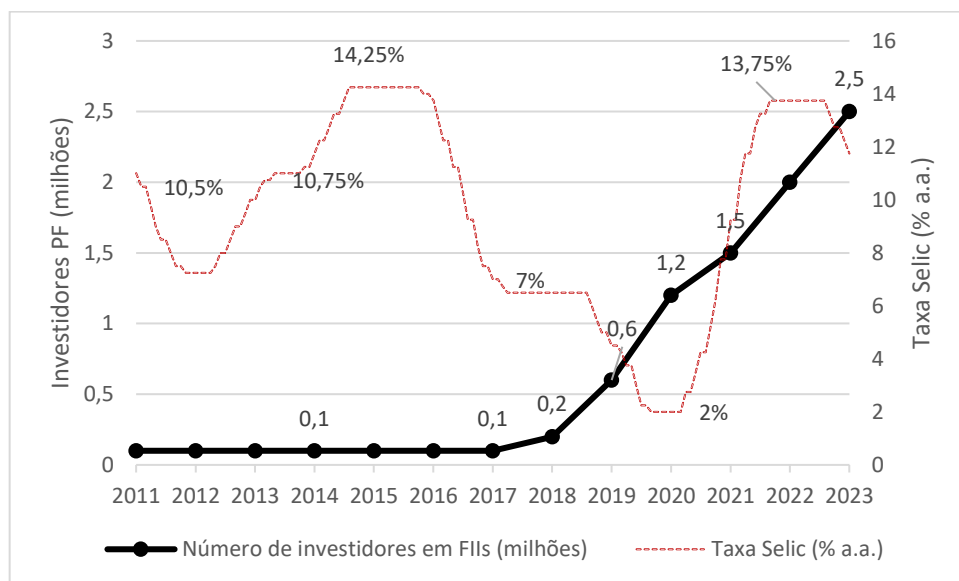
Um outro fator que devemos enfatizar sobre essa atratividade e consequente expansão de sua popularidade – em especial considerando o recorte desta seção, ou seja, do momento de explosão dos FIs – é o preço relativamente baixo das suas cotas. Enquanto nos primeiros anos desde a criação destes fundos o preço dos ativos era muito elevado em comparação com a renda da população, hoje em dia é possível comprar cotas de FIs por menos de R\$10,00 em alguns casos, o que nos mostra como os FIs operam papel central na financeirização visto que tornam imóveis, importante reserva de valor, cada vez mais líquidos (TORRES, 2021). Isso significa que pessoas de renda menos elevada podem se expor ao mercado imobiliário e receberem proventos investindo relativamente pouco, contribuindo com uma expansão acelerada da popularidade desses ativos financeiros, não obstante a importância das condições macroeconômicas, como a taxa de juros.

A nosso ver, o conjunto desses fatores expostos, em adição ao processo de queda da taxa de juros que se iniciou a partir dos primeiros meses 2017, representaram as condições ideais tanto para expansão do processo de financeirização do cotidiano quanto, mais especificamente, para o crescimento da

inserção de pessoas físicas no mercado financeiro, em especial no mercado de renda variável e, ainda mais específico, nos fundos de investimento imobiliário.

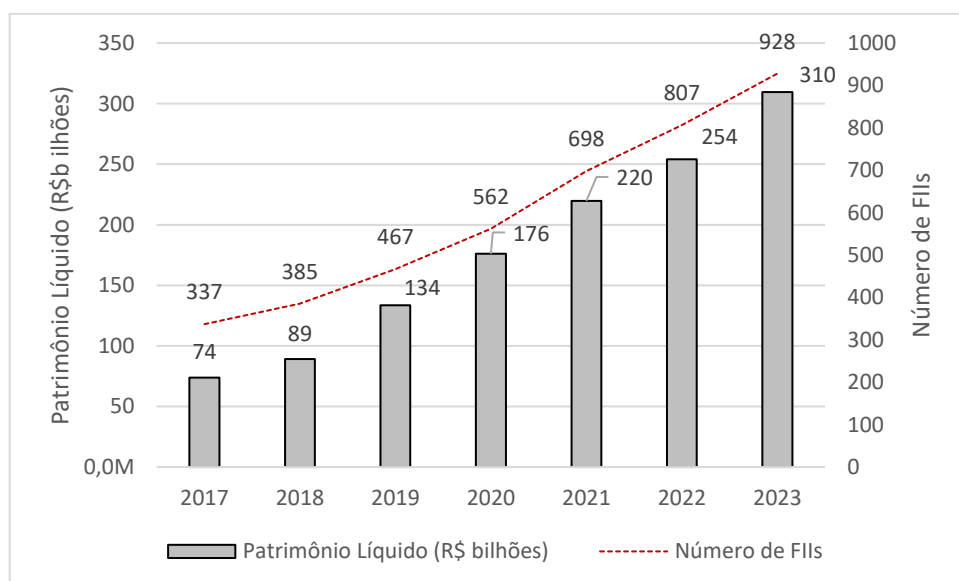
Como é possível observar no Gráfico 11, desde 2017 ocorre um forte crescimento do número de investidores em FIs listados, que chega a mais de dois milhões de pessoas físicas atualmente. Quando comparamos com o Gráfico 5, relativo ao aumento de investidores no mercado de renda variável, observamos um movimento semelhante, mas também que a taxa de crescimento após 2017 é mais expressiva no caso dos fundos imobiliários, passando de cerca de 100 mil investidores, em 2017, para 2,5 milhões no final de 2023, o que representa um crescimento de aproximadamente 2.400% nesse período⁴¹. No total, os investimentos apenas em FIs com relação ao total de ativos de renda variável representam, atualmente, cerca de 50%, enquanto nos anos de 2018, 2019, 2020, 2021 e 2022 representavam, respectivamente, 28,5%, 42,8%, 44,4%, 35,7% e 40%. Isso reflete, em última instância, a importância dos fundos imobiliários na popularização do mercado de capitais, e é interessante notar que apesar da escalada da taxa de juros a partir de 2021, os FIs continuaram a apresentar um sólido crescimento na sua base de investidores, que pode ser explicado tanto pela popularidade que este ativo adquiriu recentemente, quanto pela variedade de frentes de atuação dos FIs.

⁴¹ É interessante notar que esse crescimento expressivo superou fortemente, inclusive, a expectativa de parte dos próprios analistas financeiros. Pessanha (2019), por exemplo, expõe a fala de analistas que consideravam que, em cinco anos, esse número de investidores poderia chegar a 1 milhão, sendo tal número considerado a partir de uma estimativa bastante otimista.

Gráfico 11. Evolução do número de investidores em FIs (2011-2023).

Fonte: B3 e Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

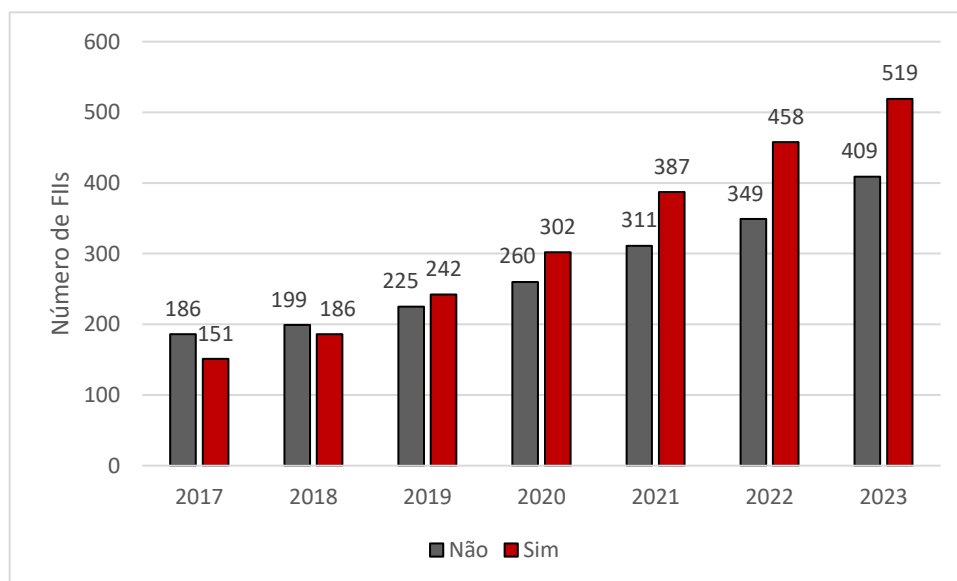
Nesse período, também observamos uma relevante expansão da quantidade de FIs em funcionamento no Brasil, passando de 297, em 2017, para 928 em 2023, ou um aumento de cerca de 212,4%. Em consequência dessa expansão em termos de investidores e FIs em funcionamento, o patrimônio líquido sob gestão dos fundos também atinge patamares recordes, passando de R\$74 bilhões, em 2017, para R\$310 bilhões, em 2023, ou um aumento de cerca de 318,9% (Gráfico 12).

Gráfico 12. Evolução do patrimônio líquido e número de FIs (2017-2023).

Fonte: CVM. Elaboração do autor.

Outra questão bastante significativa enquanto reflexo dessa mudança de paradigma no setor dos fundos imobiliários é que, nesse período, o número de FIs que são negociados na bolsa de valores supera o número de FIs que não são negociados. Isso ocorre a partir do final de 2019 e continua a se expandir desde então, conforme podemos observar no Gráfico 13 a seguir.

Gráfico 13. Evolução do número de FIs por situação de negociação em bolsa (2017-2023).



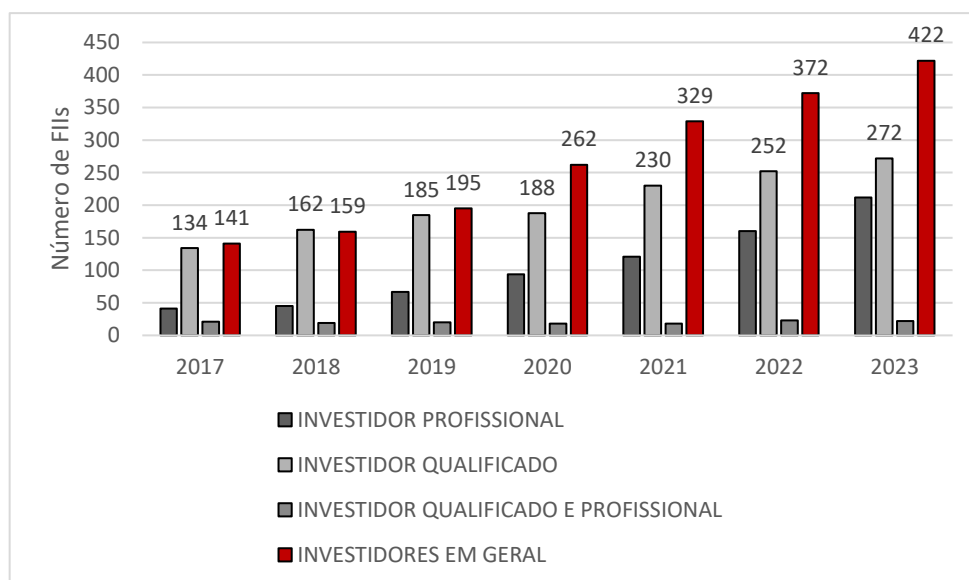
Fonte: CVM. Elaboração do autor.

Além disso, é importante também o crescimento dos fundos destinados a investidores em geral, que passam de 141 para 422 nesse período, ou quase 200% de crescimento. Esse dado é ainda mais significativo quando comparamos com a evolução dos FIs para investidores qualificados, que tem um crescimento consideravelmente menor no período, de cerca de 100% (Gráfico 14). Isso nos mostra, assim, a relevância que opera esse processo conjunto que caracteriza o atual processo de financeirização do cotidiano, especificamente a importância das pessoas físicas, em especial dos pequenos investidores, nessa explosão dos FIs, e os rebatimentos concretos nesse setor a partir de 2017.

Por outro lado, o grande crescimento observado nos fundos destinados a investidores profissionais, que passam de 41 para 212 – maior crescimento da série –, pode ser explicado em função da Resolução n. 4.661 do Banco Central do Brasil de 2018. Tal resolução estabelece novas diretrizes para a aplicação de recursos dos fundos de pensão, vedando a aquisição direta de imóveis e terrenos, além de obrigar

tais fundos a alienar suas propriedades imobiliárias em um prazo de até doze anos, ou então constituir fundos imobiliários para abrigar tais imóveis (Art. 37, § 5º), desconsiderando, para tanto, o limite de alocação de até 25% em fundos imobiliários constante no Art. 28 dessa mesma resolução.

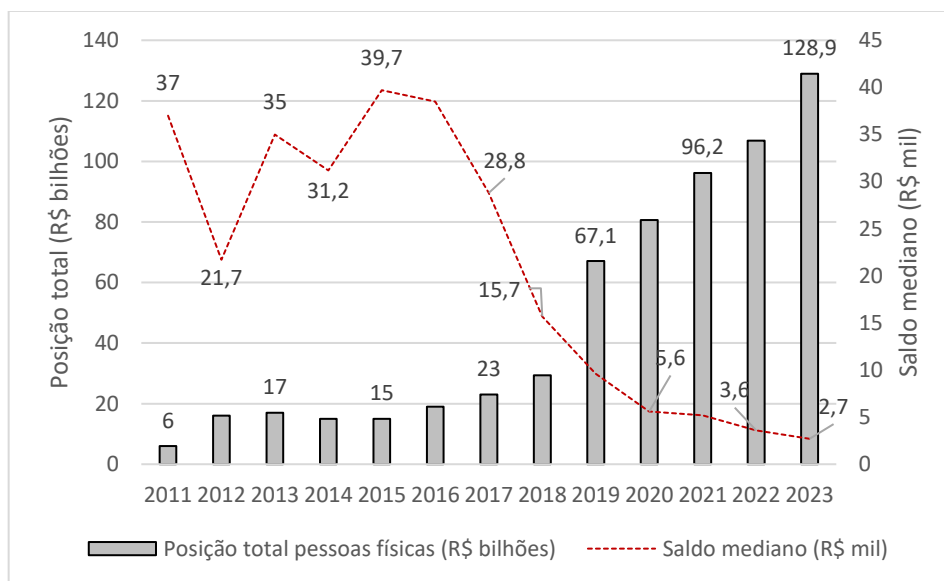
Gráfico 14. Evolução do número de FIs por público-alvo (2017-2023)



Fonte: CVM. Elaboração do autor.

Quando consideramos apenas os FIs listados, a importância ocupada pelas pessoas físicas de rendas variadas é ainda mais central na atuação e existências desses fundos. Desde 2011 até o final de 2023, pelos dados disponíveis, o percentual da posição em relação ao total de mercado desses fundos nunca esteve abaixo dos 70%. E, assim como ocorreu no mercado de renda variável em geral, o saldo mediano por pessoa física é cada vez menor. Enquanto, em 2017, cerca de 100 mil pessoas tinham investimentos em FIs, com uma posição total de R\$23 bilhões e saldo mediano de 28,8 mil, no final 2023 esses números são 2,5 milhões de pessoas, R\$128,9 bilhões em posição total e R\$2,7 mil de saldo mediano (Gráfico 15). Ou seja, enquanto a posição total de mercado subiu cerca de 460%, e o número de pessoas físicas, como mencionamos, saltou cerca de 2.400%, o saldo mediano caiu mais de 90%. Isso demonstra que pessoas de renda cada vez menor adentraram nesse mercado dos FIs a partir de uma diminuição geral da aversão aos riscos, refletindo esse conjunto de processos que destacamos ao longo deste capítulo.

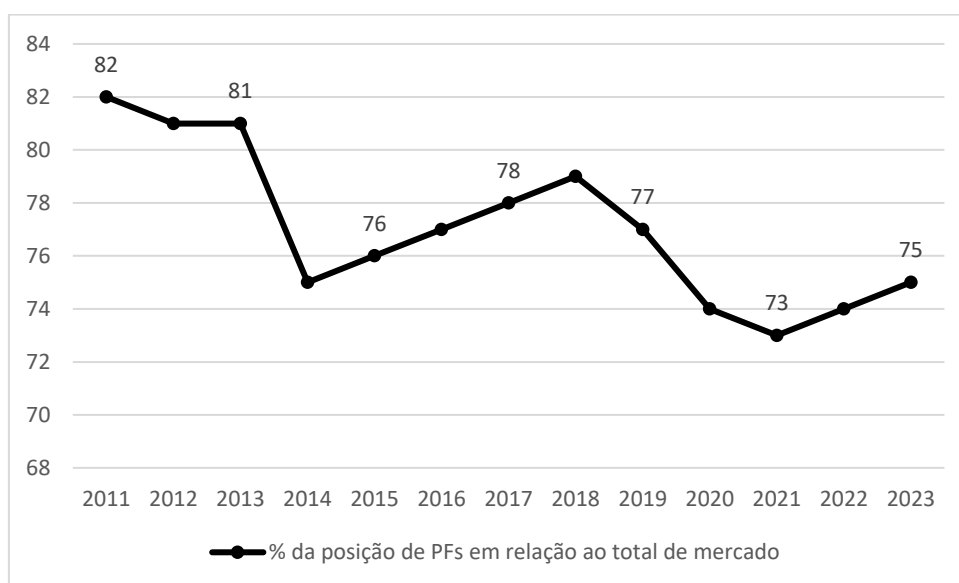
Gráfico 15. Posição total e saldo mediano de pessoas físicas em FIs no período de 2011-2023



Fonte: B3. Elaboração do autor.

De todo modo, ainda que esse período analisado expresse esse processo, é fato que as pessoas físicas sempre tiveram posição relevante nos FIs, ao menos desde o início da década de 2010, conforme é possível observar no gráfico seguinte (Gráfico 16). Isso pode ser explicado pelos três fatores centrais que Torres (2021) aponta, mas também com particularidades legislativas com relação ao funcionamento desses FIs que apresentamos nas seções anteriores. Não obstante, o fato de que ocorre um crescimento exponencial em termos de recursos dos FIs a partir da metade da década de 2010 revela que a relevância adquirida pelos FIs atualmente é, sobretudo, calcada na popularização desse ativo nos últimos seis anos.

Gráfico 16. % da posição (pessoa física) em relação ao total de mercado dos FII's (2011-2023)



Fonte: B3. Elaboração do autor.

Esses dados e questões discutidas nos levam a indagar, novamente, sobre os rebatimentos desse processo no segmento residencial dos fundos imobiliários. Nesse sentido, analisemos a variação da importância dos segmentos dos FII's nesse período.

Tabela 5. Mudanças nos segmentos dos FII's da CVM (2017-2023)

Segmento	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Híbrido	70	103	146	193	254	324	373
Hospital	5	5	5	6	7	8	9
Hotel	5	4	4	3	3	3	3
Lajes Corporativas	52	56	66	70	71	71	69
Logística	13	17	26	33	39	44	46
Residencial	11	11	15	21	29	28	34
Shopping	32	31	39	43	34	32	34
TVM*	42	57	78	105	134	170	214
Outros	64	72	68	72	102	120	140

*Títulos e Valores Mobiliários. Fonte: CVM. Elaboração do autor.

Como é possível extrair da tabela anterior, a importância do segmento residencial apresenta variação positiva em quase todo o período analisado, acumulando um crescimento, entre 2017 e 2023, de cerca de 209%. Considerando apenas os segmentos estritamente imobiliários, esse crescimento, em todo o período,

só é menor do que o segmento de logística, que passou de 13 FIs em 2017, para 46 em 2023, ou um aumento de cerca de 253,8%. Por outro lado, e refletindo tanto os impactos da alta taxa de juros no Brasil, quanto às características desses fundos que resultou na sua popularização enquanto ativo financeiro – nesse caso em específico, a distribuição de rendimentos recorrentes –, o segmento de títulos e valores mobiliários apresentou crescimento de cerca de 380,5%.

Entretanto, nos chama a atenção que os FIs que fazem parte do segmento Híbrido apresentaram o maior crescimento da série, de cerca de 432,8%, além de representarem cerca de 40% do total de FIs em funcionamento no Brasil. Preliminarmente, isso significa que um número cada vez maior de FIs atua em mais de um segmento, sejam os imobiliários (residencial, lajes corporativas, logística etc.) ou títulos e valores mobiliários. Mais ainda, significa um verdadeiro desafio de compreender tais fundos enquanto possivelmente atuantes do segmento residencial, que é uma de nossas preocupações centrais no capítulo seguinte.

5 OS FIIS RESIDENCIAIS: TRANSFORMAÇÕES NO SEGMENTO E FORMAS DE ATUAÇÃO NO CONTEXTO DE FINANCEIRIZAÇÃO DO COTIDIANO

No capítulo anterior, realizamos um percurso desde a década de 1990, quando da constituição dos primeiros fundos imobiliários no Brasil, até o momento que se estende de 2017 até 2023. Neste período, nosso recorte de interesse, destacamos o forte crescimento do número de FIIs, bem como do número de investidores pessoas físicas, representando um dos grandes motores que possibilitaram o crescimento expressivo dos recursos financeiros sob gestão desses. Como reflexo dessa explosão de pequenos investidores, apontamos o maior crescimento da quantidade de fundos listados em bolsa e, além disso, destinados a investidores em geral.

É importante enfatizarmos que os FIIs têm diversas particularidades que os diferenciam de outros fundos, ou mesmo outros ativos financeiros em geral, conforme destacamos anteriormente. A nosso ver, a particularidade de maior relevância que nos interessa neste capítulo é a forma que esses detêm de expandir seus recursos, que apresentam limitações relacionadas à contração de dívidas. De fato, o primeiro marco da constituição dos FIIs no Brasil, a referida Lei 8.668 de 1993, vedava a estes a constituição de quaisquer ônus reais sobre os imóveis. Embora isso tenha sido revisto, recentemente, com a Lei 14.754 de 2023, que permite a constituição de ônus para garantir obrigações assumidas pelo FII ou por seus cotistas, isso permanece proibido, conforme Ofício-Circular 1/2024/CVM/SSE, “[...] até que norma específica seja editada, alterando a regulamentação vigente” (CVM, 2024, s/p).

Em outras palavras, e como apontado no capítulo anterior, os FIIs apresentam limites para operarem “alavancados”. Ou seja, não podem contrair dívidas, como empréstimos, para expandir suas operações, embora operações alavancadas possam ocorrer de forma indireta na medida em que os FIIs podem realizar investimentos em outras empresas, bem como adquirir imóveis a prazo. Em adição a isso, e como também já destacado quando nos referimos à Lei 9.779, os fundos devem distribuir pelo menos 95% dos lucros auferidos aos cotistas, ainda que exista uma margem para realizar operações na medida em que essa distribuição considera o fim do exercício social dos fundos. Isso representa uma situação em que, com exceções, são poucas as condições internas que permitem a expansão dos recursos dos FIIs.

Desse modo, e para além da primeira oferta de cotas realizada quando da constituição de um fundo de investimento imobiliário, a principal forma de expansão de recursos e operações dos FIs é através da realização de novas ofertas de cotas (*follow-ons*) ao mercado. Quando feitas, e com base no interesse de investidores de adquiri-las, o patrimônio do fundo apresenta um crescimento proporcional a essa aquisição, permitindo então a expansão de suas operações, por exemplo através do investimento em novos ativos imobiliários ou em ativos financeiros.

Após as ofertas primárias, seja a primeira ou as possíveis subsequentes, as cotas podem passar a ser negociadas em mercados secundários, como na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado. Embora a negociação de cotas de fundos em tais mercados não represente alterações patrimoniais desses fundos, mas apenas em seu valor de mercado, elas são importantes na medida em que refletem a demanda dos investidores pelos fundos com base na performance (qualidade dos ativos, rendimentos etc.) destes e relacionados às referências do mercado e, assim, as possibilidades de realização de novas emissões futuras. Considerando o contexto atual de que a recente expansão de recursos dos FIs foi acompanhada de uma radical transformação do perfil dos investidores, é importante que consideremos a influência na financeirização do cotidiano nesse processo.

Nesse sentido, o objetivo deste capítulo é analisar, no mesmo recorte temporal (2017/2023), a situação dos fundos de atuação residencial de forma aprofundada nesse contexto. Mais precisamente, queremos compreender a influência do que estamos chamando aqui de financeirização do cotidiano, especialmente sua dimensão da popularização dos fundos imobiliários, sobre as características gerais desses fundos, em um primeiro momento, e sobre as formas de organização e atuação desses fundos inseridos nos segmentos de venda e renda (aluguel) residencial, em específico os destinados a investidores em geral, posteriormente.

Buscamos com isso responder às questões principais colocadas à pesquisa: Como essa popularização dos FIs, entendida enquanto dimensão da financeirização do cotidiano, influenciou o segmento residencial desse setor em termos de formas de organização, atuação e relação com os agentes imobiliários? Podemos acrescentar: por que há um aparente crescimento do número de fundos residenciais, e qual a relação disso com esse processo amplo da financeirização do cotidiano?

Antes de iniciarmos o capítulo, cabe destacarmos as características gerais das principais fontes de informações e dados que utilizamos para a realização e sistematização dos resultados deste capítulo.

Os fundos divulgam regularmente três informes principais: *Informe Mensal*, *Informe Trimestral* e *Informe Anual*, além das *Demonstrações Financeiras* (anuais). Em alguns casos, há também a divulgação de *Relatórios Gerenciais* periódicos, que são documentos resumidos com informações gerais dos investimentos e performance do fundo e com comentários dos gestores, mas não são obrigatórios. Este último documento, além disso, possui uma linguagem de mais fácil compreensão e é mais comum de ser divulgado por FIIs com uma relevante base de investidores pessoas físicas. No caso do primeiro, o Informe Mensal, os principais dados que buscamos são as informações do ativo, especialmente dentro da categoria “Total investido”. Em nossa pesquisa, identificamos quatro principais investimentos:

- *Direitos reais sobre bens imóveis*, que se dividem em: Terrenos, Imóveis para Renda Acabados, Imóveis para Renda em Construção, Imóveis para Venda Acabados, Imóveis para Venda em Construção e Outros direitos reais;
- *Fundo de Investimento Imobiliário (FII)*, quando um fundo investe em cotas de outros fundos, o que é uma prática mais comum dos chamados “fundo de fundos” (*FOFs – Fund of Funds*);
- *Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI)*, que é o principal investimento dos fundos de Títulos e Valores Mobiliários (chamados por vezes de “fundos de papel”);
- *Cotas de Sociedades que se enquadre entre as atividades permitidas aos FII, ou Ações de Sociedades cujo único propósito se enquadra entre as atividades permitidas aos FII*. Sendo a única diferença que Cotas se referem a sociedades limitadas, enquanto Ações são sociedades anônimas, é o caso, por exemplo, de um fundo que investe seus recursos em empresas do ramo imobiliário ou em Sociedades de Propósito Específico;
- Existe ainda uma série de outras categorias, como Letra de Crédito Imobiliário (LCI), Certificado de Potencial Adicional de Construção (CEPAC) etc., mas que, em nossa observação, apresentam consideravelmente menos importância, se comparado com os quatro primeiros que destacamos.

No Informe Mensal, divulgado até 15 dias após o encerramento do mês, também é possível obter outras informações relevantes, como o patrimônio líquido, o número de cotistas do fundo, bem como informações e características gerais do FII, como público-alvo, segmento, tipo de gestão, administrador etc., sendo que essas últimas estão presentes em todos os três informes destacados (“cabeçalho”).

No Informe Trimestral, divulgado em até 45 dias após o encerramento de cada trimestre, podemos observar os detalhes dessas aplicações. Por exemplo, se o fundo tem recursos em Imóveis para Renda Acabados, é especificado qual imóvel é esse; se tem cotas ou ações de empresas, quais são essas empresas; se tem recursos em CRIs, quais são as instituições emissoras, e assim por diante. Tais informações também são possíveis de obtermos nas Demonstrações Financeiras, embora a publicação destas seja anual, após o encerramento do exercício social. Quando o fundo não divulgava relatórios gerenciais, tais documentos foram fontes importantes para identificarmos mais detalhes dos investimentos dos fundos.

No Informe Anual, por sua vez, é especificado a quantidade de cotistas de acordo com o percentual de cotas detido (faixas de pulverização), bem como o percentual de cotistas que são pessoas físicas ou jurídicas. Além disso, é destacado uma série de outras informações, como os negócios realizados no ano, eventual consultor imobiliário e empresa responsável por gerenciamento das locações (quando aplicável), dados sobre o gestor ou administrador do FII etc. Neste informe, nos concentramos principalmente nos dados relativos à participação de pessoas físicas no fundo de acordo com o percentual de cotas detido.

Por fim, outros documentos importantes que consultamos foram os *Regulamentos* dos fundos, bem como, no caso dos fundos que analisamos de forma mais aprofundada, os *Prospectos* de suas ofertas primárias de cotas (seja a primeira ou possíveis subsequentes). Em ambos, há um maior detalhamento da política de investimentos do fundo, dos agentes envolvidos, como consultores imobiliários, gestor, administrador etc. e suas remunerações. É importante destacar que os Prospectos são obrigatórios apenas quando da disponibilização do FII para investidores em geral. Todos esses documentos são disponibilizados pela CVM através do Sistema Fundos.NET e, no caso dos informes periódicos, são disponibilizados de forma estruturada no Portal Dados Abertos CVM.

5.1 Considerações sobre os procedimentos adotados para a identificação de FIs residenciais

Embora destacamos na introdução as principais fontes de dados e, em linhas gerais, os procedimentos para a realização deste trabalho, cabe realizarmos um aprofundamento sobre os procedimentos utilizados para a realização deste capítulo, especificamente a identificação dos fundos listados de atuação residencial. Isso porque enfrentamos dificuldades em trabalhar exclusivamente com os dados da autorregulação (segmento, mandato e tipo de gestão) a partir das informações prestadas pelos administradores nos mencionados informes, tornando necessário a adoção de outros procedimentos para a identificação de tais fundos.

Nos casos mais relevantes, essa dificuldade decorre do fato de que existe uma quantidade considerável de fundos listados de atuação exclusivamente residencial, mas que, ainda assim, são classificados como do segmento híbrido, por vezes chamados também de “genéricos” em seus regulamentos ou nos comentários dos auditores responsáveis pelas demonstrações financeiras dos fundos. Com isso em vista, realizamos a identificação dos fundos residenciais em duas datas de referência específicas, 31/12/2017 e 31/12/2023, que representam nosso período de interesse, e a partir da adoção de três procedimentos principais:

1) O primeiro foi identificar os fundos já classificados como residenciais a partir dos informes mensais disponibilizados pela CVM. Entretanto, notamos que, em alguns casos, houve divergências nas informações quanto a classificação da autorregulação entre os informes mensais e trimestrais⁴². Nos dados de 2017, não identificamos divergências desses casos nos fundos residenciais listados, mas, nos dados de 2023, identificamos três. Para contornar este problema, buscamos, preferencialmente, o regulamento relativo à data de referência, mas também os relatórios gerenciais, quando disponíveis, ou então as demonstrações financeiras desses casos para podermos identificar o segmento correto do fundo.

⁴² Os informes mensais, trimestrais e anuais, como destacamos, apresentam informações em comum referente à classificação autorregulação (mandato, segmento e tipo de gestão), bem como público-alvo do FII e outras informações gerais como o CNPJ do fundo, mercado de negociação, data do início de funcionamento do fundo, prazo de duração etc. Em nosso entendimento, as divergências podem ocorrer por dois fatores principais: 1) por ter ocorrido alteração no regulamento ou política do fundo no trimestre, ou 2) por erro na prestação de informação por parte do administrador do FII.

2) Após a identificação dos fundos já classificados como residenciais, buscamos identificar os fundos do segmento híbrido que possuíam atuação relevante no segmento residencial. O motivo da realização dessa identificação partiu de uma prévia pesquisa exploratória na qual observamos, como destacado, alguns fundos que atuavam exclusivamente no segmento residencial, mas eram classificados como híbridos, como é o caso do fundo RIO BRAVO RENDA RESIDENCIAL FII, onde o próprio nome já indica o segmento de atuação.

Nessa fase, a identificação se deu a partir da análise dos endereços dos ativos imobiliários, ou seja, “imóveis para venda acabados” ou “imóveis para renda acabados” (IVA e IRA, respectivamente) e “imóveis para venda em construção” ou “imóveis para renda em construção” (IVC e IRC, respectivamente) presentes nos informes trimestrais do quarto trimestre de 2017 e 2023. Não consideramos os dados relativos a terrenos, visto que realizamos previamente um levantamento dos fundos híbridos sem participação societária (analisado no terceiro procedimento, a seguir exposto) que todo o investimento em “direitos reais sobre bens imóveis” estava em terrenos, e nenhum desses fundos era residencial.

O levantamento dos endereços desses fundos híbridos, em 2017 e 2023, resultou em 413 e 2.952 linhas de informações⁴³, respectivamente. Após esse levantamento, identificamos se tal linha de informação correspondia a um ativo imobiliário residencial ou não. Os critérios para identificação do uso foram, em ordem de prioridade de identificação, os seguintes:

Critérios para identificação do uso do ativo imobiliário	
1	Se as próprias informações (nome do imóvel, endereço e/ou outras características relevantes) indicavam o uso;
2	Nas linhas de informação que continham apenas endereço, se o fundo possuía relatório gerencial que continha informação referente ao uso ou se as demonstrações financeiras indicavam o uso;
3	A pesquisa do endereço em <i>sites</i> de busca, de modo a verificar se tal endereço estava cadastrado já em alguma plataforma (por exemplo, WebEscritórios, Quinto Andar, Viva Real etc.), ou então, em último caso, através do Google <i>Street View</i> .

⁴³ Uma linha de informação não corresponde, necessariamente, a uma única unidade habitacional. Isso porque não existe um padrão de preenchimento dos informes entre os administradores dos fundos. Enquanto alguns listam individualmente suas unidades habitacionais em linhas distintas, outros agrupam todas as unidades, por exemplo, de um mesmo empreendimento e indicam a área e número de unidades totais em uma única linha.

Em seguida, fizemos uma nova checagem nas demonstrações financeiras e, quando disponíveis, relatórios gerenciais dos fundos preliminarmente identificados como proprietários de ativos imobiliários residenciais, bem como com os ativos imobiliários dos próprios fundos já classificados como residenciais de modo a identificar possíveis erros, que classificamos como materiais ou significativos. Consideramos erros materiais quando um fundo deixou de prestar alguma informação que pôde ser coletada na própria linha de informação, sendo passível de correção⁴⁴. Consideramos erros significativos quando observamos divergências entre as informações da composição do ativo entre os informes mensais e trimestrais e que não puderam ser esclarecidas através da análise das demonstrações financeiras⁴⁵.

Realizamos essa nova checagem também para identificar, dentro dos fundos híbridos, os que atuavam majoritariamente no segmento residencial. Utilizamos como critério para isso o que é disposto na Deliberação N. 62 de 2015 da Anbima, ou seja, os fundos que investiam pelo menos 2/3 dos seus recursos em imóveis residenciais, seja direta ou indiretamente (por exemplo, através de participação societária) e considerando as duas datas de referência da pesquisa.

3) Como existe, também, uma quantidade relevante de fundos residenciais que atuam exclusivamente de forma indireta, isto é, investindo a totalidade do ativo em *Cotas ou Ações de empresas cujo único propósito se enquadra entre as atividades permitidas aos FII*, adotamos o seguinte filtro nos dados relativos ao informe mensal para identificar possíveis fundos residenciais classificados como híbridos:

Filtro para identificação de fundos híbridos com atuação exclusivamente societária
(IVA e IRA e IVC e IRC = 0) e (Ações ou Cotas de empresas cujo único propósito se enquadra entre as atividades permitidas aos FII > 0)

⁴⁴ Por exemplo, é o caso de alguns FIIs que indicaram as áreas de seus ativos imobiliários individualmente, mas não o número de unidades (0). Por vezes, a própria linha de informação indicava o número de um único apartamento, sendo possível corrigir o erro (1).

⁴⁵ Isso ocorre por dois fatores principais: em primeiro lugar, pois as demonstrações financeiras são disponibilizadas após o encerramento do exercício social do fundo, que nem sempre corresponde ao final do ano, como está sendo nossa referência; e, em segundo lugar, pois há uma grande variação entre o nível de detalhe e comentários que são apresentados nessas demonstrações financeiras. Esses casos foram desconsiderados.

Analizamos, então, as demonstrações financeiras e, quando disponíveis, relatórios gerenciais, de modo a identificar em que segmento imobiliário as empresas cujos fundos investem seus recursos atuavam. Complementarmente, consultamos portais e sites especializados em fundos imobiliários, bem como notícias da imprensa econômica de modo geral, de forma a identificar possíveis casos que poderiam não ter sido encontrados a partir da adoção dos três procedimentos descritos.

Com a seleção final, nos concentramos nos fundos listados na bolsa de valores, em função da maior disponibilidade de documentos e da proximidade com o propósito desta tese, e pudemos analisar as transformações no perfil desses fundos entre 2017 e 2023, tendo em vista nosso objeto de interesse. Isso se deu especialmente a partir da análise dos seguintes dados: público-alvo, mandato (ou política de investimento), evolução do número de cotistas pessoas físicas, patrimônio líquido e outras características gerais. Tal análise será apresentada na seção 5.3.

Após isso, e dispostos dos dados mencionados, pudemos definir fundos mais representativos a serem analisados a partir dos seguintes filtros e, em termos de relevância, das seguintes variáveis de classificação. Essa definição também foi complementada a partir de uma classificação própria, a ser exposta posteriormente, que realizamos a partir da análise individual dos fundos em questão.

Critérios de seleção	
1) Filtro	2) Variáveis de classificação
Público-alvo: Investidores em Geral	Área construída
Mercado de negociação das cotas: Bolsa	Número de unidades
Segmento: Residencial ou Híbrido com 2/3+ do PL no segmento residencial.	Patrimônio líquido
	Número de cotistas

Selecionamos, por fim, dois FIIs para realizarmos pequenos estudos de caso, que consideramos os mais ilustrativos para cada um dos dois grandes grupos (venda e aluguel). Para além da utilização dos documentos mencionados sobre tais fundos, também consultamos, em um dos casos, uma série de entrevistas realizadas pelos seus gestores a portais especializados do mercado financeiro e do setor dos fundos imobiliários. Tais entrevistas, geralmente em formato de transmissões ao vivo (*lives*) que foram disseminadas nos últimos anos, foram consultadas na plataforma YouTube.

5.2 Fatores explicativos para o crescimento da relevância dos fundos residenciais

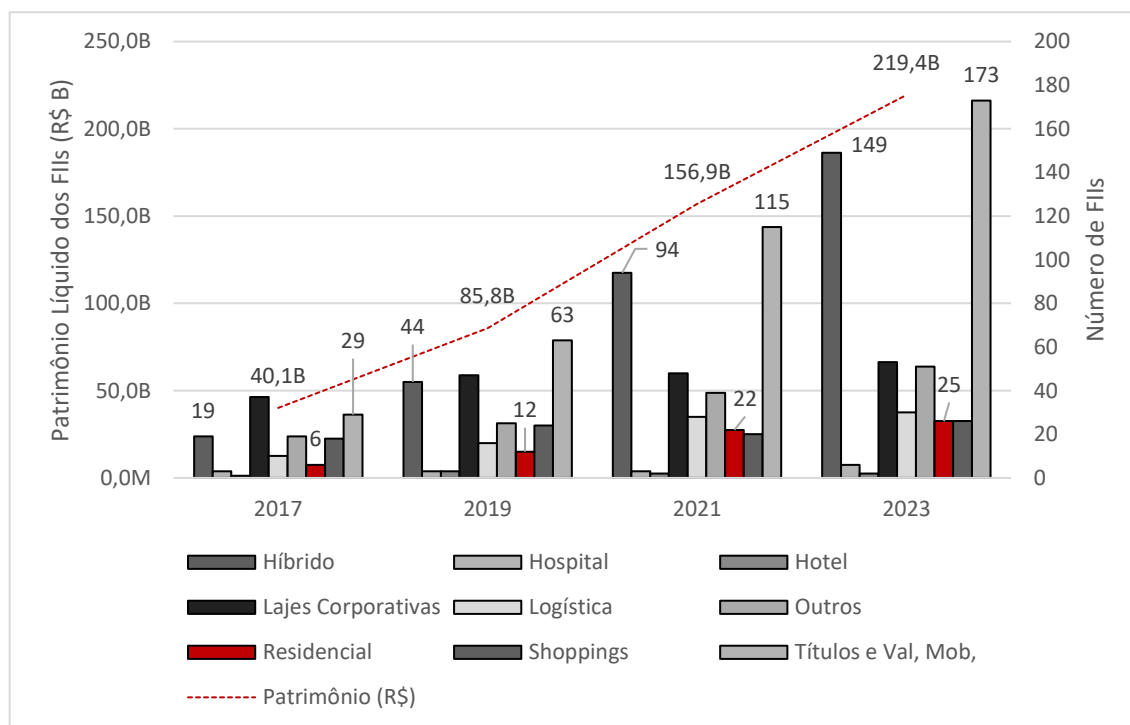
O segmento residencial dos fundos imobiliários listados é historicamente caracterizado por sua baixa representatividade e destinação a investidores qualificados e profissionais, por exemplo, investidores institucionais, profissionais do mercado financeiro, clubes de investimento ou pessoas físicas de maior renda. Acreditamos que as particularidades e complexidade da produção habitacional, nomeadamente sua contínua necessidade de diferenciação e singularidade, que nos debruçamos no terceiro capítulo, expressam um risco inerente desse setor, e são fatores importantes, ainda que preliminares, para essa consideração.

Em linha com esse argumento, Santoro e Rolnik (2017) destacam as torres corporativas e *shoppings* como tipologia preferida dos grandes investidores em função da previsibilidade de retorno decorrente de sua linguagem que pouco se altera. Em outras palavras, trata-se de um “produto já desvendado” (SANTORO; ROLNIK, 2017), ou seja, um produto imobiliário que já se tem uma certa noção dos potenciais de extração de renda imobiliária e que, em termos de características construtivas, são relativamente homogêneos. Nesse sentido, ainda que a demanda por tais imóveis esteja largamente relacionada a fatores conjunturais, existe uma demanda relativamente constante de empresas que necessitam desses e de outros usos para possibilitar o efetivo exercício de suas operações e atividades econômicas.

No caso do mercado residencial, temos que a demanda central desses imóveis não parte de empresas, mas de pessoas. Assim, estão também bastante sensíveis a questões conjunturais, especialmente relacionadas com as características e recursos econômicos da política habitacional vigente, bem como com as condições de acesso ao crédito, de modo geral. Mas, também, são bastante sensíveis ao problema estrutural do setor (CAMPOS JÚNIOR, 2018; 2024), isto é, a tendência de crescente distanciamento entre o preço das moradias e o preço do salário em função das particularidades da produção habitacional que citamos. Para além disso, as diversas “linguagens habitacionais”, ao contrário dos mencionados produtos já “desvendados”, nos leva a inferir que se trata de um segmento mais heterogêneo e de difícil estimativa de ganhos, ao menos recorrentes, através dos FIIs.

Não obstante, observamos nos últimos anos um grande crescimento dos fundos imobiliários residenciais listados, passando de apenas seis, em 2017, para 25 em 2023, conforme podemos analisar no gráfico a seguir (Gráfico 17).

Gráfico 17. Evolução do segmento dos FIs listados e patrimônio líquido (2017-2023)



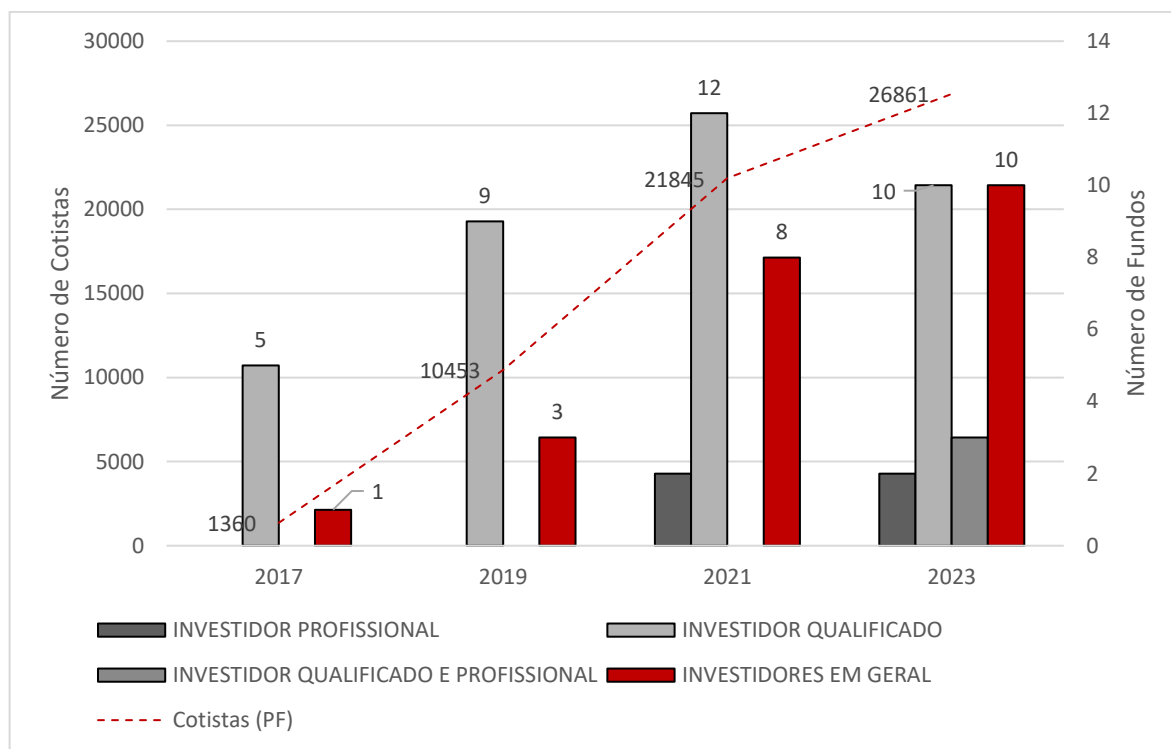
*Realizamos as três correções mencionadas nos procedimentos metodológicos. Fonte: CVM.

Como é possível observar, os fundos residenciais listados passaram de uma situação de relativa baixa expressividade para uma maior no decorrer desses últimos seis anos. É marcante que ainda se trata de um dos menores segmentos da indústria dos fundos imobiliários, ficando à frente apenas, em termos de quantidade de fundos listados, dos segmentos de Hotel e Hospital. Apesar disso, o que chama mais a atenção é o forte crescimento proporcional desse segmento no período, bem como as alterações da sua destinação em termos de público-alvo.

Um fator que deve ser novamente enfatizado é que a atratividade dos fundos imobiliários decorre de suas vantagens enquanto instrumento de extração de renda recorrente, como discutido anteriormente. Portanto, em sua maioria, tais fundos estão relacionados com o aluguel, nos casos de fundos de “tijolo”, ou de ativos financeiros atrelados ao setor imobiliário, no caso dos fundos de “papel”. Assim, constatar que os fundos residenciais adquiriram maior relevância nesses últimos anos, e que uma parte importante dessa maior relevância é o aproveitamento do contexto de popularização

desse investimento – como é possível observar no gráfico seguinte que mostra o público-alvo desses fundos residenciais (Gráfico 18) –, necessita que consideremos em que medida o aluguel residencial é o responsável por isso.

Gráfico 18. Evolução do público-alvo e número de cotistas PF dos FII's listados residenciais



Fonte: CVM. Elaboração do autor.

O argumento principal que encontramos nos últimos anos (GUERREIRO et al., 2022; KALINOSKI; PROCOPIUCK, 2023) é que a moradia é anti-cíclica, ou seja, que responde melhor em momentos de crise, ou que há sempre uma demanda por esse bem, ao contrário dos outros usos que estão mais relacionados com o crescimento econômico. A pandemia da Covid-19 certamente é um fenômeno que corrobora essa argumentação, sendo possível observar seus rebatimentos, no Gráfico 17, com a estagnação do segmento de lajes corporativas e *shoppings*, e o crescimento do segmento residencial entre 2019 e 2021. Se isso tem clara relevância para investidores institucionais, com um horizonte longo de investimentos, devemos nos questionar se basta para compreendermos esse forte crescimento de fundos residenciais para investidores em geral no período. Em outras palavras, quais são os outros fatores e dinâmicas envolvidos nessa expansão?

5.3 Os FIs residenciais: um panorama das transformações de suas características e formas de atuação na financeirização do cotidiano

Sem exceção, todos os fundos listados em bolsa classificados como do segmento residencial, no final de 2017, eram voltados ao desenvolvimento para venda e com prazo de duração determinado (Tabela 6). No geral, os fundos de prazo determinado são constituídos com o objetivo de participar de incorporações ou empreendimentos em fase de desenvolvimento. Isso pode ocorrer, por exemplo, a partir da compra de terreno e realização de permuta (física ou financeira)⁴⁶ com incorporadoras, ou então com participação direta em empresas (*equity*). A duração de tais fundos é dividida entre uma fase de realização dos *investimentos*, e outra destinada ao *desinvestimento*, que é quando as unidades são vendidas e o lucro é repassado aos cotistas junto com as amortizações do capital.

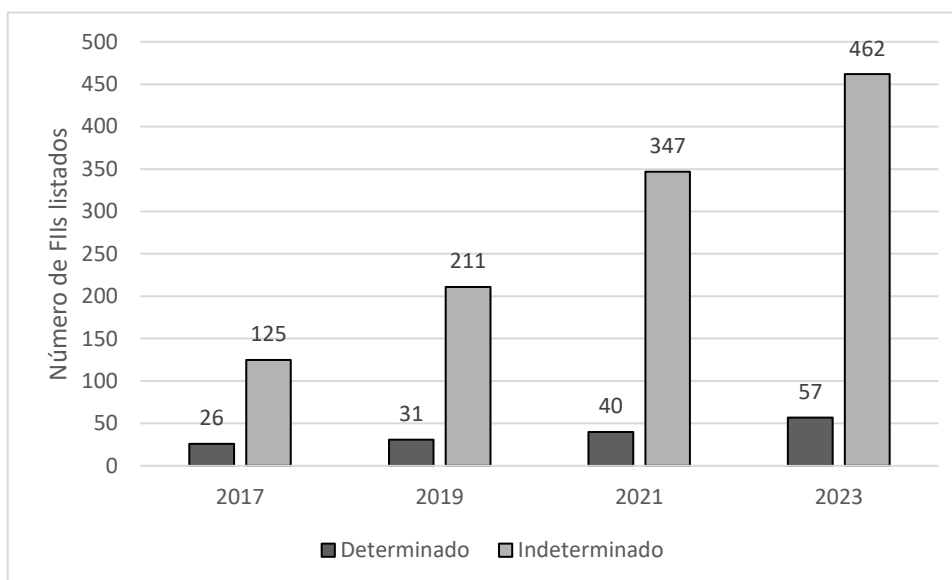
Tabela 6. Fundos residenciais listados em bolsa (2017).

Fundo	Início	Duração	Público-alvo	Mandato	Patrimônio	Cotistas PF
KINEA II	2011	2018	Qualificado	Desenvolvimento para Venda	R\$193,9M	785
RB CAPITAL II	2010	2017	Qualificado	Desenvolvimento para Venda	R\$69,1M	269
PERSONALE I	2011	2021	Qualificado	Desenvolvimento para Venda	R\$52,3M	79
LATERES	2013	2023	Qualificado	Desenvolvimento para Venda	R\$107,6M	137
JT PREV	2016	2021	Geral	Desenvolvimento para Venda	R\$23,1M	0
EVEN P. KINEA	2017	2023	Qualificado	Desenvolvimento para Venda	R\$26,4M	90
Total					R\$472,4M	1.360

Fonte: CVM. Elaboração do autor.

Tais fundos são claramente uma minoria, considerando a totalidade dos fundos listados (Gráfico 19). Como podemos inferir, trata-se de um tipo de fundo com grau de risco elevado, na medida em que o investimento não gera um retorno imediato para os cotistas e depende, em última instância, do sucesso tanto da construção do empreendimento, como da posterior venda das unidades prontas, que se dá em um longo período de tempo. Não é de se estranhar, assim, que cinco dos seis fundos residenciais tinham como público-alvo investidores qualificados, e não gerais.

⁴⁶ Permuta física é quando a troca do terreno é por unidades (apartamentos) do empreendimento futuro. Financeira é quando representa um percentual sobre o Valor Geral de Venda (VGV).

Gráfico 19. Número de FIs listados por prazo de duração (2017-2023)

Fonte: CVM. Elaboração do autor.

Juntos, os fundos residenciais possuíam pouco menos de R\$500 milhões de patrimônio líquido, ou cerca de 1% do patrimônio líquido total dos FIs listados, e 1.360 cotistas pessoas físicas. Por outro lado, o único destinado a investidores em geral – JT PREV –, não tinha nenhum investidor pessoa física. Trata-se de um fundo em que os únicos cotistas eram fundos de pensão, e suas demonstrações financeiras indicam que a totalidade dos investimentos se concentrava no desenvolvimento de empreendimentos residenciais unifamiliares populares para funcionários públicos municipais através da empresa JCF Investimentos e Participações Ltda. As demonstrações financeiras ainda apontam que todos os empreendimentos eram localizados em cidades do interior do Ceará, sendo o único dos fundos sem investimento nas cidades de São Paulo ou Rio de Janeiro nesse momento.

De fato, se tomarmos como referência o patrimônio total desses fundos residenciais, cerca de 4,89% estava investido no Ceará, que corresponde ao fundo JT PREV. O fundo PERSONALE, por sua vez, era o único em que sua atuação se dava predominantemente no Rio de Janeiro, correspondendo a cerca de 11,07% do patrimônio total, e que também desenvolveu empreendimento corporativo. O restante dos fundos (84,04%) atuava majoritariamente em empreendimentos em São Paulo, tanto na capital quanto em outras cidades do estado, não havendo um claro padrão de público-alvo (em termos de faixas de renda) dos empreendimentos, embora com maior predominância de atuação no mercado residencial de alta renda.

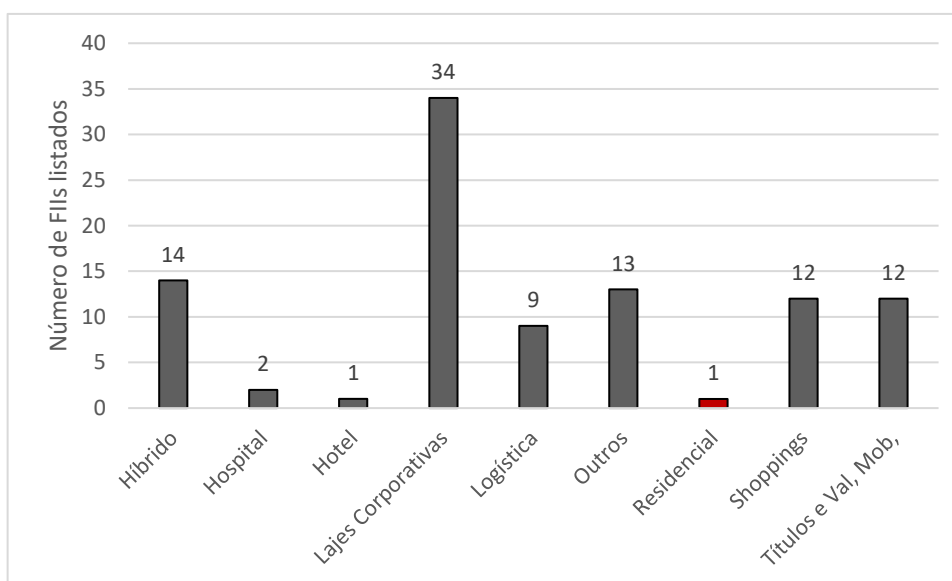
Outro fato chamativo é uma aparente independência, ou autonomia, dos fundos com relação às incorporadoras ou construtoras envolvidas. Com efeito, fundos como o RB CAPITAL II atuaram em mais de 20 empreendimentos ao longo do seu funcionamento, envolvendo mais de dez incorporadores diferentes (Tabela 7), tanto em *equity* quanto permuta. O único fundo que observamos uma vinculação explícita entre este e uma incorporadora foi, como o nome sugere, o fundo EVEN PERMUTA KINEA, que tinha como objetivo o ganho de capital a partir do investimento em empreendimentos da Even Construtora e Incorporadora S/A. Já o fundo LATERES possuía a totalidade do seu patrimônio em empreendimentos da Helbor Empreendimentos Imobiliários S.A, através de permuta de terrenos.

Tabela 7. Lista de FIs residenciais com indicação do Gestor e/ou Consultor Imobiliário, quantidade de empreendimentos investidos e construtoras/incorporadoras envolvidas

Fundo	Gestor/Consultor Imobiliário	Empreendimentos	Construtoras/Incorporadoras
KINEA II	Kinea Investimentos	12	Vifran, Adolpho Lindenberg, Econ, OR, Norcon Rossi, TSR Construtora
RB CAPITAL II	RB Asset e RB Realty	23	MaxCasa, Trisul, Lúcio Eng., OAS, CCDI, Rossi, You, MASB, PDG, Mitre, Tibério, Eztec, Econ
PERSONALE I	Órama	2	Tecto Engenharia, Cohani Construtora
LATERES	Dynamo	3	Helbor
JT PREV	Ouro Preto e PK Consultoria	7	JCF
EVEN P. KINEA	Kinea Investimentos	A definir*	Even

*Na data de referência, o fundo estava no processo de definição de quais terrenos ou empreendimentos iriam participar a partir de negociações com a Even, embora já existisse um pipeline definido quanto à localização e público-alvo (cidade de São Paulo, alta renda). Fonte: Relatórios Gerenciais e Demonstrações Financeiras. Disponibilizado pela CVM. Elaboração do autor.

Assim, nos chama a atenção a *quase inexistência de fundos residenciais destinados a investidores em geral e ao aluguel*. Ao analisarmos o Gráfico 20, torna-se claro o protagonismo que o segmento de Lajes Corporativas detinha na indústria dos fundos imobiliários para esse público-alvo até então, inclusive estando a frente, em termos de número de fundos, do segmento de Títulos e Valores Mobiliários, segmento que posteriormente iria expandir fortemente em quantidade e recursos sob custódia quando da popularização dos FIs nos anos seguintes dada a maior recorrência de proventos em função de investirem em títulos de renda fixa.

Gráfico 20. FIs listados para Investidores em Geral por segmento de atuação (2017)

Fonte: CVM. Elaboração do autor.

Entretanto, para além desses fundos, identificamos um fundo híbrido⁴⁷ listado em bolsa com atuação relevante no segmento residencial, considerando nosso critério adotado na data de referência: o fundo MÉRITO. Trata-se de um FII de atuação fortemente concentrada no segmento residencial, embora o mesmo divida essa atuação em “Urbanização” (por vezes chamada de “Urbanização Residencial”) e “Incorporação Residencial”. É que o fundo, assim como outro que veremos posteriormente, atua fortemente no segmento de loteamentos residenciais populares e condomínios fechados, para além da incorporação de edifícios.

Tabela 8. Fundo híbrido com atuação majoritariamente residencial listado em bolsa (2017)

Fundo Híbrido	Início	Duração	Público-alvo	Mandato	Patrimônio	Cotistas PF
MÉRITO	2013	Ind.	Geral	Híbrido	R\$148,8M	4.563

Fonte: CVM. Elaboração do autor.

⁴⁷ É importante destacar, também, o fundo OPPORTUNITY, um dos primeiros fundos constituídos no Brasil, ainda em 1996, e que ainda está em atividade. Tal fundo é destinado a Investidores Qualificados e possui uma atuação forte no segmento residencial, embora não seja exposto que é o foco central. Na data de referência, a maior parte dos seus recursos estava em imóveis para renda não residenciais, como lajes corporativas e *shoppings* – o fundo tem investimentos em uma série de outros segmentos, como educacional e lojas comerciais. Na data de referência, o fundo possuía quase a totalidade dos imóveis para venda em construção do segmento residencial (cerca de R\$119 milhões), localizados no Distrito Federal, Espírito Santo e Rio de Janeiro, além de alguns terrenos nesses últimos dois estados, que somavam R\$312 milhões e seriam destinados ao desenvolvimento de empreendimentos residenciais. Relativo ao seu patrimônio, entretanto, o fundo não se enquadra em nossa classificação. Além disso, encontramos dificuldade de identificar os empreendimentos que seriam realizados por algumas das SPEs que o fundo detém participação. Por essas razões, e não obstante a relevância do fundo no desenvolvimento para venda residencial, não iremos considera-lo para efeito de análise.

Esse é o único fundo híbrido listado em bolsa que observamos nessa data com tal característica, e sua destinação para investidores em geral é, sem dúvidas, um fator de destaque. Em análise dos seus relatórios gerenciais disponíveis até a data de referência, bem como seu regulamento, o fundo concentrava suas atividades no desenvolvimento para venda, como mencionamos, especialmente de loteamentos populares e incorporação de edifícios em cidades pequenas e médias dos estados de São Paulo, Bahia, Ceará e Sergipe. Nesse momento, a forma de atuação do fundo MÉRITO consistia na realização de parcerias com incorporadoras ou construtoras locais, buscando investir em projetos em polos com potencial de crescimento econômico e demográfico. A gestora, Mérito Investimentos, era responsável pela definição das estratégias e pela divisão da administração dos empreendimentos, atuando como uma espécie de incorporador ou “co-incorporador”.

Quanto aos agentes imobiliários envolvidos nos empreendimentos, observamos novamente uma variedade de incorporadoras e construtoras. Segundo relatório gerencial da data de referência, dos 13 empreendimentos investidos pelo fundo, ao menos seis incorporadoras ou loteadoras estavam envolvidas: Maxcasa, Nova Colorado, Terra Brasilis, FTA Desenvolvimento Imobiliário, Miríade Litoral Construtora e Reluma Construtora. Por outro lado, em quatro dos empreendimentos destacados, o próprio fundo atuou como incorporador ou loteador do empreendimento, algo até então não observados nos outros fundos.

Para além dos investimentos em direitos reais sobre bens imóveis e em participações societárias, o fundo ainda detinha um percentual relevante do seu patrimônio (cerca de 27%) em renda fixa, como títulos da dívida pública, além de recebíveis dos empreendimentos já realizados e financiados diretamente com a construtora ou incorporadora envolvida que, em conjunto, resultava na distribuição de proventos próximos dos 14% ao ano ao menos desde 2014. Assim, o caso desse FII parece ilustrar precocemente um processo que seria intensificado nos anos seguintes, ou seja, o do crescimento da participação de pessoas físicas como investidores desses fundos, mas que já estava nos seus primeiros passos – lembremos que o ano de 2017 é o momento em que o número desses investidores salta cerca de 100%. Enquanto o fundo tinha 4.563 cotistas pessoas físicas na data de referência, esse número era apenas 985 um ano antes, e 200 cerca de dois anos antes.

Portanto, de todos esses fundos citados, *apenas dois eram destinados a investidores em geral*, que é nosso interesse: o fundo JT PREV e o fundo MÉRITO. Enquanto o primeiro parece ter sido constituído com um objetivo muito específico e regionalizado, isto é, a construção de habitações para funcionários municipais de cidades do Ceará, o segundo apresentou traços de uma atuação que viria a se popularizar nos anos seguintes envolvendo FIs deste ramo. Trata-se de uma atuação pulverizada em diversos empreendimentos imobiliários, aliada à manutenção de um percentual relevante dos seus recursos em ativos financeiros, permitindo uma atuação que, ainda que de desenvolvimento para venda, gere renda relativamente recorrente para os cotistas, resultando em uma crescente expansão da base de investidores e dos recursos do fundo através de novas emissões de cotas.

Considerando tanto os fundos explicitamente residenciais (Tabela 6), quanto o fundo híbrido MÉRITO (Tabela 8), notamos então uma forte concentração dos investimentos no estado de São Paulo, representando mais de 80% do patrimônio líquido de tais fundos. Em menor concentração estavam os estados do Rio de Janeiro, Sergipe, Ceará, Minas Gerais, Bahia e Paraná (Mapa 1).

Mapa 1. Distribuição do patrimônio líquido dos FIs por UF (2017)



Fonte: Relatórios Gerenciais e Demonstrações Financeiras. Disponibilizado pela CVM. Elaboração do autor.

Podemos concluir, desse modo, que em 2017 os fundos residenciais eram relativamente homogêneos, tanto em termos de frentes de atuação quanto de público-alvo. De fato, não observamos fundos destinados ao aluguel/renda residencial, e a totalidade dos fundos identificados, mesmo considerando o híbrido, atuava no

desenvolvimento para venda, onde esses pareciam deter um certo protagonismo e autonomia na produção habitacional. A existência de fundos residenciais para investidores qualificados e com uma quantidade relativamente relevante de investidores pessoas físicas (KINEA II e RB CAPITAL II, especialmente), por sua vez, nos parece remeter ao processo que Sanfelici e Halbert (2018) destacaram sobre a expansão da oferta de FIs a clientes selecionados a partir da década de 2010 por parte dos bancos, o que é apoiado quando consideramos a data de abertura desses dois fundos (2011 e 2010, respectivamente), bem como pelo fato de a Kinea Investimentos ser uma empresa do banco Itaú.

Não obstante, o caso do fundo MÉRITO destoa largamente dessa homogeneidade representada pela maior parte dos fundos de desenvolvimento para venda de prazo determinado. Embora o fundo concentrasse a maior parte dos seus recursos também no estado de São Paulo, para além da região Nordeste, isso ocorria exclusivamente em cidades distintas da capital, e com foco nos segmentos de renda baixa e média/baixa, que correspondia a 90% da carteira desse FI, além de ser o único fundo de prazo de duração indeterminado, até então.

Na Tabela 9, a seguir, organizamos os fundos listados classificados como do segmento residencial no final de 2023.

Tabela 9. Fundos residenciais listados em bolsa (2023)¹

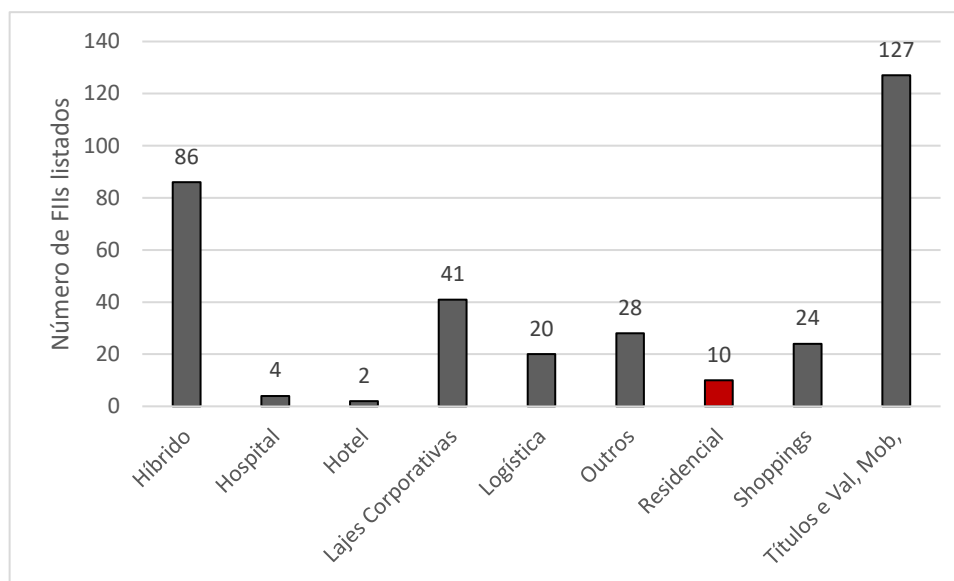
Fundo	Início	Duração	Público-alvo	Mandato	Patrimônio	Cotistas PF
VECTIS	2021	Ind.	Geral	Renda	R\$261,9M	4.242
JFL	2022	Ind.	Geral	Renda	R\$156,4M	3.641
RB CAPITAL III	2019	2025	Qualificado	Desenvolvimento para Venda	R\$155,6M	87
RB CAPITAL IV	2020	2026	Geral	Desenvolvimento para Venda	R\$149,6M	1.630
L. DA PEDRA	2021	Ind.	Qualificado	Desenvolvimento para Venda	R\$144,8M	1
LUGGO	2019	Ind.	Geral	Renda	R\$139,7M	6.552
LOFT II	2018	Ind.	Qualificado	Híbrido	R\$134,1M	463
BRIO II	2018	2023	Geral	Híbrido	R\$132,1M	185
EVEN II KINEA	2020	2027	Qualificado	Desenvolvimento para Venda	R\$127,3M	476
ICONE	2023	Ind.	Qualificado	Desenvolvimento para Venda	R\$119,8M	0
*VIC 20/21	2020	Ind.	Qualificado	Híbrido	R\$78,2M	197
WHG	2022	2028	Qualificado	Desenvolvimento para Venda	R\$61,4M	157
CSHG	2021	Ind.	Profissional	Renda	R\$59,0M	3
YUCA	2020	Ind.	Profissional	Renda	R\$50,4M	49
HECTARE	2019	Ind.	Geral	Desenvolvimento para Renda	R\$50,3M	64
PANORAMA	2023	Ind.	Geral	Híbrido	R\$42,8M	78
*VIC 22/23	2022	Ind.	Qualificado	Híbrido	R\$20,3M	71
LOFT I	2018	Ind.	Qualificado	Híbrido	R\$19,7M	0
JT PREV	2016	2024	Geral	Desenvolvimento para Venda	R\$16,0M	0
KINEA II	2011	2023	Qualificado	Desenvolvimento para Venda	R\$14,1M	6.827
PERSONALE I	2011	2031	Qualificado	Desenvolvimento para Venda	R\$11,2M	1.028
*SPECIALE BLUE	2023	2030	Qualificado	Desenvolvimento para Venda	R\$7,6M	54
RB CAPITAL II	2010	2021	Qualificado	Desenvolvimento para Venda	R\$2,7M	942
APEX	2023	Ind.	Geral	Desenvolvimento para Venda	R\$1,5M	17
INTER D.	2023	2029	Geral	Desenvolvimento para Venda	R\$0,6M	97
Total					R\$2,0B	26.861

*Fundos que têm como público alvo “Investidores Qualificados e Profissionais”. Como todo Investidor Profissional é Qualificado, substituímos para apenas “Qualificado”.¹O fundo IBIZA foi inicialmente identificado como um FII listado residencial, segundo os dados da CVM. Entretanto, o mesmo não realizou ofertas primárias de cotas e, assim, não era negociado em bolsa na data de referência, sendo aqui considerado um FII não listado para efeitos de análise. Fonte: CVM. Elaboração do autor.

Como é possível observar, há uma grande variedade de fundos. Enquanto em 2017 existia um perfil muito específico de atuação, ou seja, *fundos de prazo determinado para desenvolvimento para venda e destinados a investidores qualificados*, o que notamos seis anos depois é a existência de fundos com uma série de mandatos distintos: renda, desenvolvimento para renda e híbrido, para além do desenvolvimento para venda. Outro fato que chama bastante a atenção é a existência de fundos de prazo determinado para o desenvolvimento para venda e destinados a investidores em geral, como é o caso dos fundos RB CAPITAL IV e INTER DESENVOLVIMENTO (INTER D.). Tanto este último quanto os fundos SPECIALE BLUE e APEX, entretanto, são fundos abertos recentemente e, na data de referência, ainda estavam em processo de captação ou alocação de recursos.

Entretanto, a maior novidade com relação ao último momento analisado é a existência dos primeiros fundos destinados à renda residencial (aluguel), bem como a *forte concentração da quantidade de cotistas pessoas físicas nos três fundos de renda destinados a investidores em geral: VECTIS, JFL e LUGGO*. Juntos, tais fundos detêm pouco mais da quarta parte do patrimônio líquido e mais da metade do número de cotistas desse total dos 25 fundos residenciais identificados. Embora esses três fundos apresentem o mandato de renda, é marcante que possuem especificidades quanto a sua forma de atuação e relação com as construtoras e incorporadoras dos imóveis que são então destinados à exploração do aluguel, que iremos aprofundar posteriormente e que se apresentam, também, como uma notável transformação na relação entre os fundos e os agentes imobiliários envolvidos.

Os fundos residenciais listados tiveram um forte crescimento em termos de patrimônio, chegando na casa dos R\$2 bilhões, ou pouco mais de quatro vezes o observado no final de 2017. É marcante que tal crescimento se deu, em grande parte, impulsionado pelos fundos destinados a investidores em geral. Nesse sentido, enquanto, em 2017, apenas um fundo tinha esse público-alvo, esse número sobe para dez em 2023 (Gráfico 21). Ocorre um forte crescimento dos fundos exclusivos para investidores qualificados também, chegando a 13, bem como fundos destinados a investidores exclusivamente profissionais, que é o caso dos fundos CSHG e YUCA. Estes dois últimos casos também são destinados ao aluguel residencial, embora com atuação relativamente distinta do que observamos nos três maiores.

Gráfico 21. FIIIs listados para Investidores em Geral por segmento de atuação (2023)

Fonte: CVM. Elaboração do autor.

De modo geral, os fundos residenciais permanecem próximos de 1% do patrimônio total dos fundos listados, que chegam, ao final de 2023, em cerca de R\$219 bilhões. Não obstante, é necessário considerar o contexto desse crescimento no setor dos FIIIs, especificamente que esse aumento de patrimônio total dos fundos listados se deu, em grande medida, em função do considerável crescimento dos fundos de Títulos e Valores Mobiliários, bem como dos de Logística, sendo que cada um destes dois segmentos apresentam suas especificidades que nos ajudam a compreender essa expansão observada nos anos recentes.

O número de fundos de títulos e valores mobiliários listados passou de 12 para 127 no período, e com um aumento do patrimônio líquido de pouco mais de onze vezes. Os fundos de logística, entretanto, embora tenham apenas dobrado em quantidade, tiveram seu patrimônio elevado em quase 20 vezes. Isso revela tanto, no primeiro caso, a importância representada pelos fundos atrelados a ativos que geram renda recorrente, especialmente CRIs, quanto, no segundo caso, o crescimento do *e-commerce* no Brasil a partir do final da década de 2010 e o consequente aumento da demanda por galpões logísticos, centros de distribuição etc. Esses dois segmentos de fundos chegaram no final de 2023 a um patrimônio de cerca de R\$109,7 bilhões, ou aproximadamente metade do total dos fundos listados na B3 (Tabela 10), sem considerar os possíveis fundos híbridos atuantes em ambos segmentos.

Tabela 10. Patrimônio líquido por público-alvo e segmento (2017/2023)

Segmento	2017			2023		
	Público-alvo		A/B	Público-alvo		A/B
	Investidores em Geral (A)	Total (B)		Investidores em Geral (A)	Total (B)	
Híbrido	R\$7,1B	R\$9,4B	75,20%	R\$41,4B	R\$48,3B	85,71%
Hospital	R\$292,4M	R\$558,6M	52,35%	R\$463,9M	R\$1,4B	32,96%
Hotel	R\$150,8M	R\$150,8M	100,00%	R\$794,9M	R\$794,9M	100,00%
Lajes Corp.	R\$9,2B	R\$9,5B	96,59%	R\$13,9B	R\$17,2B	81,01%
Logística	R\$1,3B	R\$1,4B	91,61%	R\$21,0B	R\$28,0B	75,24%
Residencial	R\$23,1M	R\$472,4M	4,89%	R\$951,1M	R\$2,0B	47,74%
Shoppings	R\$5,2B	R\$7,1B	73,10%	R\$23,9B	R\$24,1B	99,55%
T. e V. Mob.	R\$1,8B	R\$7,2B	25,35%	R\$67,2B	R\$81,7B	82,24%
Outros	R\$3,4B	R\$3,6B	94,88%	R\$9,0B	R\$15,6B	57,93%
NSA*	R\$243,7M	R\$636,0M	38,33%	R\$394,9M	R\$396,5M	99,60%
Total Geral	R\$28,7B	R\$40,1B	71,62%	R\$179,1B	R\$219,4B	81,65%

*Fundos que não apresentaram informação de autorregulação. Fonte: CVM. Elaboração do autor.

Como podemos observar, e em termos da distribuição do patrimônio por tipo de público-alvo, os fundos destinados a investidores em geral tiveram um crescimento significativo em alguns dos principais segmentos dessa indústria. É o caso, por exemplo, dos fundos de títulos e valores mobiliários que, no final de 2017, apresentava apenas cerca de 25% dos FIs com esse público-alvo, ao passo que, no final de 2023, essa importância supera a casa dos 80%. Por outro lado, o tradicional segmento de lajes corporativas, que, em 2017, quase a totalidade dos fundos listados era para investidores em geral, reduz essa proporção para 81%. Já os fundos residenciais para esse público-alvo *passaram de uma quase inexistência para cerca de metade, em termos de patrimônio líquido, desses fundos no final de 2023.*

Os fundos híbridos também apresentaram um grande crescimento tanto em termos de patrimônio, quanto do patrimônio específico dos FIs voltados para investidores em geral, o que reforça a necessidade de identificarmos fundos de atuação majoritariamente residencial dentro desse segmento. A partir da adoção dos procedimentos descritos anteriormente, identificamos 14 fundos relevantes (Tabela 11). Destes, oito são para investidores qualificados e seis para investidores em geral, totalizando mais de 170 mil cotistas pessoas físicas e cerca de R\$3,6 bilhões em patrimônio, ou aproximadamente 8% do total do segmento, sendo que a maior parte de tal patrimônio é em função dos FIs híbridos para investidores em geral.

Tabela 11. Fundos híbridos/residenciais listados em bolsa (2023)

Nome	Início	Duração	Público-alvo	Mandato	Patrimônio	Cotistas PF
TG ATIVO	2016	Ind.	Geral	Híbrido	R\$2,4B	139.596
MÉRITO	2013	Ind.	Geral	Híbrido	R\$507,7M	30.383
BRIO III	2020	2026	Profissional	Renda	R\$240,9M	174
RIO BRAVO	2020	Ind.	Geral	Renda	R\$161,2M	1.178
BRIO IV	2022	2029	Profissional	Desenvolvimento para Venda	R\$73,5M	53
UNID. AUT.	2021	2026	Profissional	Renda	R\$59,3M	372
HOUSI	2020	Ind.	Geral	Híbrido	R\$52,8M	1.532
ROOFTOP I*	2020	2023	Qualificado	Desenvolvimento para Venda	R\$43,3M	54
LEBLON REALTY	2022	2027	Qualificado	Híbrido	R\$34,5M	15
TREECORP	2017	Ind.	Geral	Renda	R\$34,4M	48
BS2	2021	Ind.	Qualificado	Desenvolvimento para Venda	R\$26,7M	72
ASA RETROFITS I	2022	2026	Qualificado	Híbrido	R\$24,0M	43
GALAPAGOS	2022	Ind.	Geral	Renda	R\$11,0M	343
UNID. AUT. II	2021	2026	Profissional	Renda	R\$9,4M	69
Total					R\$3,6B	173.932

*Fundo do segmento “Outros” identificado a partir da fase de pesquisa em notícias da imprensa econômica e portais especializados em FII. Fonte: CVM. Elaboração do autor.

Além da classificação do *segmento* híbrido, muitos desses fundos, como é possível observar na tabela anterior, também possuem *mandato* híbrido, o que tornou necessário um maior aprofundamento sobre estes, de modo a compreendermos suas reais formas de atuação. Isso também foi necessário ao constataremos, em nossa pesquisa exploratória, formas de atuação que diferiam do mandato indicado nos informes dos FIIs, que por vezes decorre de políticas de investimento bastante amplas ou inusuais, abrindo margem para essas situações de divergência. Nesse sentido, e considerando o conjunto dos fundos residenciais e fundos híbridos de atuação residencial (Tabela 9 e Tabela 11), podemos inicialmente dividi-los em dois grandes grupos: os que são destinados ao desenvolvimento ou compra para venda e os que são destinados à renda ou desenvolvimento para renda residencial.

Dentro destes grupos, por outro lado, existem notáveis particularidades entre as formas de atuação, que variam desde fundos que atuam preferencialmente na compra de apartamentos em leilões para posterior regularização, reforma e revenda, até fundos voltados ao desenvolvimento para venda (incorporação) com prazo de duração indeterminado, além de fundos voltados para a compra de unidades prontas para revenda através de plataformas próprias voltadas para isso, como é o caso dos

fundos LOFT. O quadro a seguir apresenta uma síntese dessas formas de atuação, com fundos para investidores em geral em destaque.

Tabela 12. Quadro-resumo das principais formas de atuação dos FIIs⁴⁸

GRUPO 1 - VENDA		
Forma de atuação	Fundos	ID
Desenvolvimento para venda (incorporação e/ou loteamento) com prazo de duração indeterminado	TG ATIVO, MÉRITO, TREECORP	V1
Desenvolvimento para venda (incorporação) com prazo determinado	BRIO II, BRIO III, BRIO IV, RB CAPITAL III, RB CAPITAL IV, LEBLON REALTY, EVEN II KINEA, WHG, JT PREV	V2
Aquisição de empreendimentos ou unidades prontas ou em desenvolvimento e posterior destinação à venda	LOFT I, LOFT II, GALAPAGOS , ASA RETROFITS, UNID. AUT. I e II	V3
Aquisição de unidades em leilão e posterior destinação à venda	ROOFTOP, BS2	V4
GRUPO 2 - RENDA		
Forma de atuação	Fundos	ID
Aquisição de unidades prontas ou em fase final de realização e posterior exploração do aluguel	JFL, LUGGO, YUCA, CSHG	R1
Aquisição de unidades em desenvolvimento com renda mínima garantida durante obra e posterior exploração do aluguel	RIO BRAVO, VECTIS, HOUSI, PANORAMA	R2
Participação em desenvolvimento de empreendimentos para posterior exploração do aluguel	HECTARE	R3

Fonte: Elaboração do autor.

⁴⁸ Cabe destacar alguns que não foram considerados para efeito de análise das próximas seções, e que não foram expostos nessa tabela: i) os fundos VIC 20/21 e VIC 22/23, não obstante a classificação de segmento residencial, apresentam características de “fundo de fundos”, visto que a quase totalidade dos ativos são cotas de outros FIIs; ii) os fundos RB CAPITAL II, KINEA II e PERSONALE I, que estavam em processo avançado de desinvestimento e liquidação do fundo. Estes três foram citados na primeira parte desta seção, e o fato de que alguns destes fundos tiveram seus prazos de duração prorrogados em função da impossibilidade de liquidação dos ativos imobiliários no prazo estipulado reflete, novamente, o risco maior envolvido nessa forma de atuação; iii) tanto os fundos L. DA PEDRA quanto o fundo ÍCONE apresentavam a totalidade dos seus recursos em SPEs que, nas demonstrações financeiras, não foram indicados os empreendimentos, nem mesmo a confirmação de serem destinados a incorporações residenciais de fato; iv) por fim, os mencionados fundos recém abertos, considerando a data de referência (12/2023), e ainda em processo de captação e alocação de recursos, ou seja, os fundos APEX, INTER D. e SPECIALE BLUE.

Em termos de fundos destinados a investidores qualificados, permanece o que foi observado anteriormente na maior parte dos casos, ou seja, fundos de desenvolvimento destinados para a venda com prazo de duração determinado e com atuação mais focada no mercado de alta renda da cidade de São Paulo e, em menor escala, no Rio de Janeiro, a partir da parceria com diversas construtoras e incorporadoras. Diferente do que foi observado em 2017 é a menor base acionária de alguns fundos, como é o caso dos FIs BRIO III, BRIO IV e RB CAPITAL III, além de fundos adentrando em outras frentes de atuação. Dentre estas últimas, destacamos principalmente a criação de fundos destinados a compra de imóveis para posterior revenda, sejam estes advindos de leilão (ROOFTOP e BS2) ou então de empreendimentos antigos (LOFT I e II, ASA RETROFITS) ou em desenvolvimento (GALAPAGOS, UNID. AUT. I e II), além de fundos destinados à compra de apartamentos para a exploração do aluguel (YUCA, CSHG). Em todos os casos, notamos a relevante participação das empresas imobiliárias especializadas que dão nome aos fundos, como é o caso da Rooftop – HomeCash, a *startup* Loft, além da plataforma de aluguel de apartamentos e quartos Yuca.

Nesses últimos casos citados (formas de atuação V3 e V4), tal atuação, em termos de localização, também ocorre majoritariamente em São Paulo – embora em alguns casos atuando também no Rio de Janeiro (LOFT II) e no Rio Grande do Sul (GALAPAGOS) –, assim como a totalidade dos fundos do grupo de renda residencial, neste último caso com exceção do fundo LUGGO, que iremos nos debruçar posteriormente quando analisarmos especificamente os fundos desse grupo. Não obstante, a introdução e o grande crescimento de novos FIs nesse período com teses e políticas de investimentos distintas do que observamos inicialmente – especialmente os fundos TG ATIVO e MÉRITO⁴⁹ –, principalmente relacionadas com a localização e o público-alvo dos empreendimentos investidos por esses fundos, resultou em uma considerável expansão geográfica da atuação destes, como o mapa a seguir revela (Mapa 2). Quando constatamos que essa expansão ocorreu, em especial, em função do crescimento de FIs destinados a investidores em geral, isso nos mostra como essa popularização dos fundos imobiliários foi central nesse processo.

⁴⁹ Como podemos observar ao comparar a Tabela 8 e Tabela 11, o fundo MÉRITO multiplicou por mais de três vezes seu patrimônio líquido, através de diversas emissões de cotas nesse mesmo período, e em quase sete vezes o número de cotistas.

Mapa 2. Distribuição do patrimônio líquido dos FIs por UF (2023)

Fonte: Relatórios Gerenciais e Demonstrações Financeiras. Disponibilizado pela CVM. Elaboração do autor.

Em conclusão, o período que se estende de 2017 a 2023 é marcado por transformações radicais na indústria dos fundos imobiliários. No capítulo anterior, argumentamos que isso decorre de um processo de financeirização do cotidiano que, como expressão de uma das suas dimensões, os fundos imobiliários surgiram como uma opção popular de investimento. Nesse contexto, o crescimento exponencial dos recursos sob gestão dos FIs só foi possível na medida em que houve um crescimento diretamente proporcional dos investidores. Estes últimos, por sua vez, com renda cada vez mais baixa, denotando a importância que adquire o pequeno investidor nesse setor, e que foi aproveitado por parte dos fundos.

Os rebatimentos desse processo no segmento residencial, especificamente, se mostraram claramente presentes. Enquanto no início de nosso recorte os fundos residenciais eram praticamente exclusivos para um certo tipo de investidor, isto é, os investidores qualificados e profissionais, atualmente isso se alterou profundamente, e os fundos destinados a investidores em geral representam cerca de 50% tanto do número de FIs residenciais em funcionamento quanto dos recursos por estes administrados. Quando consideramos, ainda, os fundos híbridos de atuação majoritariamente residencial, isso se torna ainda mais claro e refletido em fundos como o TG ATIVO e MÉRITO que, somente estes dois, somam quase R\$3 bilhões em patrimônio líquido, ou mais da metade do total dos fundos residenciais e fundos híbridos de atuação majoritariamente residencial. No mais, é marcante que, com

exceção das formas de atuação V3 e V4, os fundos destinados a investidores em geral possuem, ao menos em termos de quantidade, participação relevante em todas as outras formas de atuação destacadas, em especial no grupo de renda.

A destinação de um fundo imobiliário para os investidores em geral, e não apenas para investidores qualificados e profissionais, não deve ser entendida enquanto uma decisão sem nenhuma implicação. Tal destinação envolve uma maior burocracia e custos distintos para a distribuição do fundo, visto que, se este será destinado a tais investidores, uma série de documentos e procedimentos, como prospectos, devem ser divulgados detalhadamente, na medida em que se trata de um público-alvo de outra categoria de risco. Portanto, é muito significativo exemplos como o fundo RB CAPITAL IV, como mencionamos, que, embora seja o quarto fundo de desenvolvimento residencial para venda (incorporação) da gestora em questão, é o primeiro a ser destinado para investidores em geral, e não apenas investidores qualificados. Nesse sentido, tais mudanças gerais no perfil dos fundos são indicativas do peso relevante que adquiriu esse novo investidor na indústria dos FII's.

Por outro lado, o fato de um fundo imobiliário ser destinado a investidores em geral não significa que haverá uma grande base acionária e recursos relevantes de pequenos investidores. Nas Tabelas 9 e 11, por exemplo, observamos uma série de fundos para investidores em geral, mas com uma pequena ou nula quantidade de cotistas pessoas físicas, como é o caso dos FII's JT PREV, HECTARE e TREECORP. Isso pode ocorrer por uma série de fatores, como a forma que foi realizada a distribuição das ofertas de cotas dos FII's, que envolvem custos diferentes a depender do responsável para tanto (por exemplo, publicidade, a quantidade de assessores da instituição etc.), ou então o próprio baixo interesse das pessoas em adquirir essas cotas tanto nas ofertas primárias quanto no mercado secundário, seja em função do baixo apelo da tese ou política de investimentos do fundo, seja, especialmente, pelo histórico de distribuição de rendimentos para os cotistas. No mais, os FII's são fundos de natureza fechada, no sentido de que não é possível o resgate de cotas, mas apenas a negociação destas em mercados secundários, quando o caso. Isso significa que é necessário que haja, ao mesmo tempo, investidores dispostos a vender suas cotas e investidores interessados em adquiri-las.

Dos dois grupos classificados na Tabela 12, buscamos fazer uma análise aprofundada dos fundos que se encaixam no nosso filtro, e os que consideramos de

maior representatividade com base nos critérios expostos nos procedimentos metodológicos, de modo que foi possível compreender, de forma abrangente, as particularidades, práticas e estratégias adotadas por esses fundos nesse contexto de intensificação da popularização dos FIs. Assim, será possível verificar como ocorre a influência deste último fenômeno nesse setor. Essa análise foi dividida a partir dos dois grandes grupos, venda e renda, com breve exposição sobre os fundos de cada grupo para, posteriormente, nos debruçarmos em dois pequenos estudos de caso, um para cada um desses grupos, que consideramos os mais representativos em função dos critérios de classificação definidos na seção 5.1.

5.4 Os FIs de desenvolvimento para venda destinados a investidores em geral

Ainda que os fundos de desenvolvimento para venda voltados para investidores qualificados e profissionais permaneçam superiores em termos de quantidade, em conjunto, os FIs desse grupo tendo investidores em geral como público-alvo representavam, no final de 2023, um patrimônio total de cerca de R\$3,2 bilhões, ou próximo de 80% do total de R\$4,2 bilhões desse grupo (Tabela 13). Considerando que esse dado preliminar não significa, sozinho, que tais recursos são necessariamente advindos de pessoas físicas nesse contexto de popularização dos fundos imobiliários, nosso objetivo nesta seção é demonstrar a importância central representada por esse contexto no crescimento da magnitude dos fundos imobiliários enquanto promotores e na expansão da financeirização imobiliária, além de práticas adotadas para o aproveitamento dos recursos desses novos investidores.

Tabela 13. Fundos de desenvolvimento para venda destinados a investidores em geral

Fundo	Início	Duração	ID	Patrimônio	Cotistas PF
TG ATIVO REAL	2016	Indeterminado	V1	R\$2,4B	139.596
MÉRITO	2013	Indeterminado	V1	R\$507,7M	30.383
RB CAPITAL IV	2020	2026	V2	R\$149,6M	1.630
BRIO II	2018	2023	V2	R\$132,1M	185
TREECORP	2017	Indeterminado	V1	R\$34,4M	48
JT PREV	2016	2024	V1	R\$16,0M	0
GALAPAGOS	2022	Indeterminado	V3	R\$11,0M	343
SUBTOTAL (A)				R\$3,2B	172.185
TOTAL Grupo 1 (Venda) (B)				R\$4,2B	174.220
A/B				76,2%	98,8%
GRUPO 1 - FUNDOS DESTINADOS AO DESENVOLVIMENTO PARA VENDA					

Fonte: CVM. Elaboração do autor.

(i) Em termos de menor relevância, o fundo GALAPAGOS (V3) é o único identificado que sua atuação não envolve a incorporação imobiliária. O fundo foi constituído em 2022 a partir de uma primeira oferta pública que resultou em uma captação de R\$11,3 milhões, sendo cerca de 96,1% advindo de 347 investidores pessoas físicas e, até a data de referência, os recursos foram destinados à compra de cinco apartamentos em dois edifícios em Porto Alegre – RS: Ed. Lumi e Ed. Le Pierre, da incorporadora Censi Fisa. As demonstrações financeiras e informes trimestrais do fundo indicam que são imóveis para venda em construção e, apesar do fundo destacar seu objetivo como a compra de imóveis localizados em empreendimentos imobiliários para, posteriormente, vendê-los, trata-se de um fundo relativamente novo. Isso significa que possui pouco histórico de atuação, além de ter ínfima relevância no segmento em termos de patrimônio, atualmente.

(ii) Quanto aos fundos de desenvolvimento para venda com prazo determinado (V2), é marcante que a maioria ainda é destinada a investidores qualificados, como destacamos anteriormente. Não obstante, é nesse período de tempo que observamos a expansão destes para investidores em geral, como é o caso do BRIO II e o já mencionado RB CAPITAL IV, além do JT PREV, sendo que este último apresenta as mesmas características expostas anteriormente⁵⁰. Assim como observado no caso dos fundos deste tipo no final de 2017, tanto o fundo BRIO II quanto o RB CAPITAL IV realizam investimentos a partir da aquisição de terrenos e posterior permuta física e/ou financeira com incorporadoras e construtoras diversas (Tabela 14), ou então a participação através de *equity*. Ambos os FIs atuam exclusivamente na cidade de São Paulo, sendo empreendimentos de alta renda a maior parte.

Tabela 14. Lista de FIs residenciais (V2) com indicação do Gestor e/ou Consultor Imobiliário, quantidade de empreendimentos investidos e construtoras/incorporadoras envolvidas.

Fundo	Gestor/Consultor Imobiliário	Empreendimentos	Construtoras/Incorporadoras
RB CAPITAL IV	RB Asset e RB Realty	16	You, Fibra Experts, Benx, Tarjab, Viewco, RFM, One DI
BRIO II	Brio Investimentos	12	One, P&G, JALPG, Conx, Sinco/All'e, Grupo Lar, Alfa Realty

Fonte: Relatórios Gerenciais e Demonstrações Financeiras. Disponibilizado pela CVM. Elaboração do autor.

⁵⁰ O fundo prorrogou o prazo de duração e está em processo de liquidação. É um dos poucos fundos que observamos a reprovação das demonstrações financeiras da data de referência pela maioria dos cotistas em função da abstenção de opinião do auditor dado a carência de informações sobre a JCF Investimentos e Participações Ltda., empresa que o fundo utiliza para a realização dos investimentos.

É interessante notar que o fundo BRIO II iniciou suas operações com uma emissão exclusiva (esforços restritos) para investidores profissionais. Entretanto, dois anos depois do início do seu funcionamento, em 2020, o fundo optou por publicar um prospecto, de modo que suas cotas pudessem ser negociadas na bolsa de valores por investidores em geral. Não obstante, permaneceu sem uma quantidade expressiva de investidores pessoas físicas – próximo de 200, no final de 2023 – que, a nosso ver, decorre especialmente do valor alto das cotas, que eram negociadas acima de R\$1 mil, algo observado também no caso do fundo JT PREV. Por outro lado, o fundo RB CAPITAL IV teve sua oferta inicial feita através da ICVM 400, isto é, já com prospecto e destinada a investidores em geral, com as cotas sendo inicialmente negociadas a R\$100, que pode explicar essa maior participação de pessoas físicas, passando de 1.600 na data de referência. Isso corrobora o argumento apresentado anteriormente de que essa atratividade dos FIs para os novos investidores decorre, dentre outros fatores, da possibilidade de comprar cotas e se expor ao mercado imobiliário por preços relativamente baixos.

(iii) De maior interesse nosso, dado a representatividade em termos de patrimônio e número de cotistas, os fundos com forma de atuação identificada como V1, ou seja, o desenvolvimento para venda de prazo de duração indeterminado, apresentam dinâmicas bastante particulares que os diferem dos últimos não só em função do prazo de duração, mas também (e ainda que em consequência) do potencial de expansão dos FIs em função de suas estratégias de organização e das frentes de atuação. Nessa classificação, estão os fundos MÉRITO, já destacado na primeira data de referência, bem como o TG ATIVO e o fundo TREECORP.

Este último, de menor relevância em termos patrimoniais, foi constituído ainda em 2017 com uma captação de recursos de esforços restritos de cerca de R\$30 milhões, além de inicialmente ser destinado exclusivamente para investidores qualificados e negociado no mercado de balcão. Posteriormente, no final de 2018, o TREECORP divulgou prospecto da oferta pública da segunda emissão de cotas, captando cerca de R\$15 milhões no início de 2019, passando então a ser negociado em bolsa e ter como público-alvo os investidores em geral. Desde então, o fundo não realizou novas ofertas de cotas e não apresentou variações significativas na sua base de cotistas, nem em seu patrimônio líquido. Este consiste de 100% de participação da empresa TCP Participações Imobiliárias Ltda, que por sua vez detém 50% da empresa

Threel Participações e Investimentos S.A., que possuía dois terrenos localizados nos bairros de Vila Prudente e Moema, na cidade de São Paulo. No primeiro terreno, foi realizada uma permuta física e financeira em 2019 com a incorporadora Vivaz e, no segundo caso, foi realizada permuta financeira com a incorporadora Cyrela ainda em 2017. Porém, em função de um distrato ocorrido com a mesma, em 2020, o terreno foi posteriormente negociado com a incorporadora Mitre em 2021 e, na data de referência, o empreendimento residencial a ser desenvolvido estava em fase de aprovação junto à prefeitura. Os rendimentos do fundo decorrem, então, da venda e recebimento a prazo das unidades desses empreendimentos que, por não ocorrer de forma regular – ao menos no nível dos outros que iremos nos debruçar – pode explicar essa baixa representatividade em termos de investidores pessoas físicas.

Os fundos TG ATIVO e MÉRITO, por sua vez, compartilham uma série de características de atuação semelhantes. Aliando uma atuação altamente pulverizada – resultando, dentre outros fatores, em diversos recebíveis – com investimentos em quantidade considerável dos estados brasileiros, especialmente do Norte, Nordeste e Centro-Oeste, bem como com a alocação de uma fração dos seus recursos em ativos financeiros, tais fundos lograram sucesso em expandir suas operações ao distribuir rendimentos atrativos e de forma recorrente para seus cotistas, apesar de atuarem em um setor de risco mais elevado, ao menos em termo dessa distribuição recorrente de proventos, que é o desenvolvimento para a venda. Com efeito, ambos os fundos distribuíram ao menos 100% do CDI desde a intensificação de seus processos de expansão a partir de meados da segunda metade da década de 2010, que pode ser verificado tanto em suas demonstrações financeiras, que indicam o pagamento de taxa de performance⁵¹ nos últimos seis anos, além das próprias publicidades divulgadas, por exemplo, pelo MÉRITO (Figura 3) indicando isso como forma de atração de um maior número de investidores para esse fundo.

Ainda que os dois tenham começado com um baixo capital (em resumo, os fundos iniciaram suas operações de forma restrita, com investidores institucionais no momento em que não distribuíam regularmente os resultados e, posteriormente, abriram tais fundos para investidores em geral), ao menos comparado com suas posições atuais, tais fundos realizaram diversas emissões de cotas ao longo dos

⁵¹ Trata-se de um pagamento além da taxa de administração e gestão do fundo que ocorre, no caso de ambos os fundos, se os rendimentos anuais superarem o alvo de 100% do CDI.

últimos anos, expandindo largamente seus recursos e base de investidores a partir do final de 2017. A tese e política de investimentos de ambos os fundos é bastante semelhante, e consiste na realização de parcerias com pequenas e médias construtoras e incorporadoras em polos com potencial de crescimento econômico e demográfico, embora com algumas diferenças entre si. Efetivamente, tais diferenças decorrem da estratégia de atuação do fundo em termos da gestão da produção, sendo que, no caso do TG ATIVO, esta ocorre com a utilização de uma plataforma de gestão imobiliária, Trinus, da gestora do FII TG Core Asset – o caso desse fundo será tratado de forma mais próxima na seção seguinte.

A Mérito Investimentos foi fundada em 2012 pelos engenheiros Alexandre Despontin e Luigi Mariani Filho e apresenta a particularidade de ter desenvolvido um corpo técnico próprio atuante em incorporações, a Mérito Realty. Quando nos referimos a esse fundo na referência do final de 2017, já notamos alguns empreendimentos onde era destacado essa atuação do fundo, além das parcerias com incorporadoras locais (co-incorporação), especialmente no segmento dos loteamentos residenciais populares. Entretanto, o que observamos no final de 2023 é uma atuação mais voltada para empreendimentos de edifícios residenciais verticais, em larga medida incorporados pela Mérito Realty, que o fundo detém 99,9% de participação. Esses empreendimentos são lançados, mais recentemente, através da marca “Livus” e são, em totalidade, empreendimentos inseridos no segmento do Programa Minha Casa Minha Vida. Desse modo, é notável a correlação existente entre o processo de popularização do mercado de FIIs e a expansão destes como incorporadores, especialmente no mercado que algumas das principais construtoras e incorporadores do Brasil consolidaram seus processos de acumulação.

Tabela 15. Lista de FIIs residenciais (V1) com indicação do Gestor e/ou Consultor Imobiliário, quantidade de empreendimentos investidos e construtoras/incorporadoras envolvidas.

Fundo	Gestor/Consultor Imobiliário	Empreendimentos	Construtoras/Incorporadoras
TG ATIVO	TG Core Asset, TrinusCo	81	Diversas
MÉRITO	Mérito Investimentos, Mérito Realty	29	Mérito Realty, Diversas

Fonte: Relatórios Gerenciais e Demonstrações Financeiras. Disponibilizado pela CVM. Elaboração do autor.

Figura 3. Anúncios divulgados pelo fundo MÉRITO (MFII11)

MÉRITO

Dividendos Consistentes

Fundos de investimento: Saiba como investir em fundos que pagam dividendos mensais

MÉRITO

Dividendos Consistentes

Conheça o MFII11:
Rentabilidade histórica sempre acima do CDI líquido há mais de 10 anos

MÉRITO

MFII11

O FUNDO IMOBILIÁRIO COM RENTABILIDADE HISTÓRICA SEMPRE ACIMA DO CDI* HÁ MAIS DE 10 ANOS

CONHEÇA A GENTE

Saiba Mais

MÉRITO

MFII11

Rentabilidade histórica sempre acima do CDI

Rentabilidade acima de 1% ao mês há mais de 10 anos

Dividend Yield anualizado de 14,1% líquido de IR**

FALE COM A GENTE

*CDI líquido de IR, considerando a alíquota de 15%
**Referente ao encerramento de outubro de 2024

MÉRITO

MFII11

O FUNDO IMOBILIÁRIO COM RENTABILIDADE HISTÓRICA SEMPRE ACIMA DO CDI* HÁ MAIS DE 10 ANOS

Conheça o Fundo de Desenvolvimento Imobiliário da Mérito

Fundo voltado para investidores em geral negociado na B3

- Retorno de 19,3% em 2024*
- Retorno desde o início do fundo: 362%, equivalente a 2,7 vezes o retorno do CDI Líquido

*Dados relativos ao período de janeiro a outubro de 2024

Fonte: Fundo MÉRITO.

Importa destacar que o fundo MÉRITO foi alvo de investigação da CVM⁵², ainda em 2018, por suspeita de que o mesmo estava atuando de forma semelhante a uma pirâmide financeira. Em ofício circular divulgado pela CVM, as principais alegações da autarquia eram que os rendimentos distribuídos não refletiam os resultados do fundo, além de indícios de irregularidade na avaliação dos ativos e contabilização das receitas. Entretanto, acreditamos que o principal ponto levantado pela CVM era decorrente da “taxa de ingresso” do FII quando da realização de emissões de cotas. Embora não seja prática obrigatória dos FIIs, é estipulado no regulamento do MÉRITO, bem como nos seus prospectos. Assim, a autarquia destacou que a emissão de R\$225 milhões, aprovada em assembleia de cotistas em 2018, apresentava taxa de ingresso de 20%, ou o dobro do cobrado na emissão anterior. Essa diferença era contabilizada na forma de receita do fundo, permitindo o pagamento de rendimentos elevados e não totalmente compatíveis com os investimentos do FII, gerando a “[...] crescente necessidade de atração de novos cotistas, semelhante a um esquema de pirâmide”, conforme destaca reportagem do Money Times (2018, s/p).

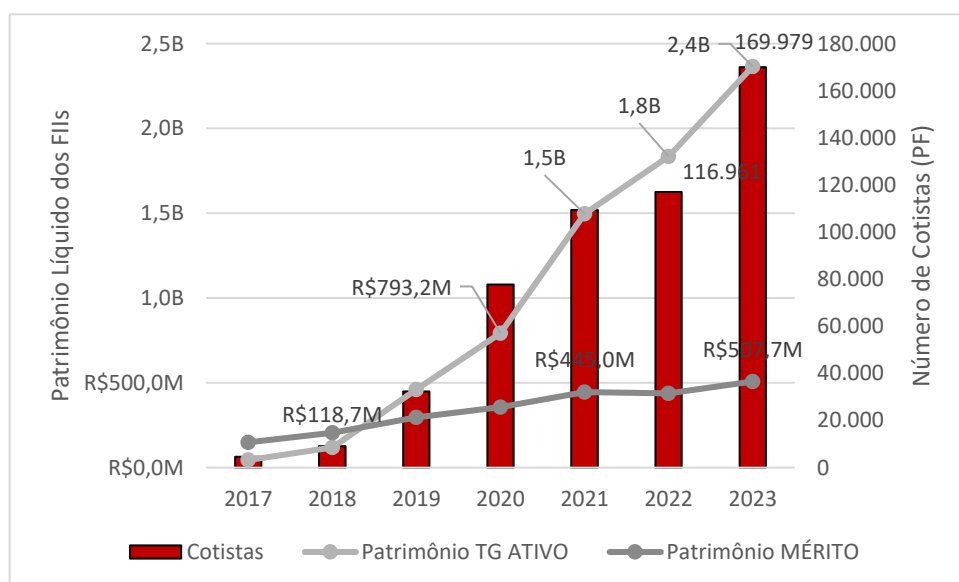
Posteriormente, em 2021, a CVM instaurou nova investigação contra o fundo em função da observação de irregularidades nas suas demonstrações financeiras, determinando que fosse refeito o balanço de 2020. Nessa ocasião, a operação em questão era o anúncio de compra, em 2018, de ações da loteadora Nova Colorado, pertencentes à Cipasa Urbanismo. Esta última, por sua vez, recebeu opções de recompra do ativo cujo valor seria atualizado à taxa de 2% ao mês. Para a CVM, isso não configurou uma compra e venda, mas sim um empréstimo, tendo as ações sendo oferecidas como forma de garantia, já que se utilizasse da opção de recompra do ativo, a Cipasa Urbansimo devolveria esse valor corrigido. Na tese dessa autarquia, a inclusão desse ativo nas demonstrações financeiras foi indevida, visto que o fundo não era efetivamente proprietário da empresa nessas condições, o que teria influenciando positivamente (“inflado”) os resultados do FII. Após isso, o MÉRITO vendeu a participação na Nova Colorado para a empresa Viel Participações, que utilizou recursos do fundo TG ATIVO (INFOMONEY, 2021). Isso mostra uma próxima relação entre ambos os fundos, tanto em termos da política de investimentos quanto na propriedade de alguns ativos, como nesse caso.

⁵² A CVM suspendeu a negociação de cotas do fundo entre julho e setembro de 2018, quando considerou que as questões relativas à investigação foram sanadas.

Esses fatos revelam duas questões. Em primeiro lugar, e guardada as devidas proporções, a consideração do crescimento do *shareholder value* apresentada de Epstein (2005) de que, no contexto do “paradoxo neoliberal”, onde o mercado financeiro demanda resultados e rendimentos cada vez mais atrativos em um cenário de crescimento da competição e dificuldade de geração de lucro, uma das formas das empresas de responderem a essa pressão é através de fraudes contábeis. Em segundo, e de forma mais clara, o crescimento desse fundo em níveis quase exponenciais no contexto de popularização dos FIs foi calcado, justamente, no fato de ser um veículo de captura de renda de forma recorrente, não obstante os segmentos de atuação ou políticas de investimento dos fundos. Mais importante, como isso foi fator observado e aproveitado por parte das gestoras para expandir os recursos de seus FIs na intensificação da financeirização do cotidiano.

De todo modo, tanto o fundo MÉRITO quanto o TG ATIVO, como destacamos, apresentaram um significativo crescimento na sua base de acionistas e, em função de diversas realizações de emissões de cotas – oito no caso do MÉRITO e 12 no caso do TG ATIVO, até a data de referência –, expandiram significativamente seu patrimônio e suas operações ao longo dos últimos seis anos (Gráfico 22).

Gráfico 22. Evolução do número total de cotistas e do patrimônio dos fundos MÉRITO e TG ATIVO*



Fonte: CVM. Elaboração do autor.

Em síntese, o segmento de desenvolvimento para venda evoluiu significativamente nos últimos anos em função dessas amplas transformações no setor dos FIs. Algumas questões centrais merecem destaque.

Em primeiro lugar, o surgimento dos primeiros FIs relevantes de desenvolvimento para venda de prazo determinado e destinados a investidores em geral. Ainda que esses fundos possuam, se comparado com os dois de maior relevância patrimonial e de base acionária, uma baixa representatividade, o fato de que a atuação destes ocorre de forma bastante distinta (conforme apontado, com períodos específicos de investimento e desinvestimento, portanto sem uma distribuição recorrente de rendimentos), indica que esse fenômeno expressa de forma notória a expansão da diminuição da aversão aos riscos para parcelas maiores da população característico da financeirização do cotidiano. Em termos de relevância do pequeno investidor para a indústria, isso se torna mais evidente quando observamos casos como o do RB CAPITAL IV, o primeiro FI com essa atuação da gestora a realizar a primeira oferta destinada a esse novo público-alvo.

Em segundo lugar, a estreita relação entre a distribuição de proventos e a popularidade dos FIs. Se tomarmos como exemplo os FIs com menor número de cotistas, JT PREV e TREECORP, observamos apenas uma distribuição em 2020 no caso do primeiro e, no caso do segundo, uma maior distribuição, porém dispersa (não de forma rigorosamente mensal desde sua abertura). Em um primeiro momento, ainda que isso possa parecer algo óbvio, nos mostra por um lado que, mesmo dentro dos FIs listados para investidores em geral, esse fator opera papel central nas possibilidades de expansão das operações dos fundos tendo esse novo pequeno investidor como fonte de capitalização. Por outro lado, a exacerbação da condição do FI enquanto veículo de distribuição de proventos que observamos com a imagem anterior dos anúncios do fundo MÉRITO, por exemplo, nos indica que o segmento é quase irrelevante, se a distribuição é considerada atrativa.

Essa última questão se torna bastante clara quando observamos que não há nenhuma menção ao campo de atuação do FI em questão nos anúncios apresentados na imagem, mas apenas o forte destaque aos indicadores de rentabilidade, como *dividend yield*, o histórico de pagamentos regulares de proventos, a comparação entre os rendimentos distribuídos pelo fundo e o CDI etc. Ao notarmos as semelhanças com o que destacamos brevemente no fim do terceiro capítulo

quando nos referimos aos anúncios da Vitacon, isso revela uma intensificação e exacerbação sem precedente tanto da desabsolutização da propriedade imobiliária (BOTELHO, 2005) quanto da sua condição enquanto capital fictício.

Por fim, e de maior centralidade para nossa tese, é a importância desse último ponto por parte dos FIs enquanto condição de expansão. Se estes se tornaram populares no Brasil devido a algumas características elementares, indubitavelmente isso não passou despercebido pelos gestores e administradores na busca da expansão de suas operações, que é refletido nas suas formas de atuação e, conseqüentemente, de produção da moradia. O caso dos anúncios do MÉRITO surge apenas como um exemplo, mas as estratégias vão muito mais além. Em linhas gerais, destacamos o fato de os FIs iniciarem suas operações por vezes de forma restrita e com aportes de investidores institucionais, bem como a busca da junção de rendimentos de origem financeira e imobiliária, neste último caso, os recebíveis. Abordaremos isso de forma mais ilustrativa na seção seguinte quando trataremos do fundo TG ATIVO, considerando este o caso mais significativo do setor em função do seu elevado patrimônio e quantidade de cotistas.

A questão central, desse modo, é que esses FIs adquiriram relevância fundamentalmente em função desse processo de financeirização do cotidiano e da adoção de tais práticas enquanto condição central de expansão de suas operações. Embora os casos mais representativos apresentem uma amostragem baixa em termos de número de fundos, quando consideramos que tais FIs possuem patrimônio que supera, na maioria dos casos, inclusive os fundos não listados em bolsa, isso nos mostra a relevância de compreender os impactos dessa nova e pulverizada fonte de financiamento ou capitalização para os fundos e os agentes imobiliários envolvidos no processo de expansão da financeirização da moradia.

Para que isso fique mais claro, a tabela a seguir resgata os FIs listados (tanto para investidores qualificados/profissionais, quanto em geral) de prazo indeterminado com informações relativas à participação de pessoas físicas, rendimentos distribuídos e número de emissões realizadas (Tabela 16). Não incluímos os FIs de prazo determinado, visto que a forma de atuação e operação destes é um processo de empreitada simples que independe da distribuição de rendimentos. Ou seja, uma vez feita a emissão primária de cotas, o dinheiro será investido em empreendimentos e, posteriormente, desinvestido e distribuído na forma de lucros e amortizações.

Tabela 16. Fundos de prazo indeterminado com número de cotistas, percentual das cotas detidos por PF e PJ¹, meses com distribuição de rendimentos e número de emissões (12/2023).

Fundo	Cotistas PF	Cotistas Total	%Cotas PF	%Cotas PJ	Meses c/ Rendimentos*	Emissões
TG ATIVO REAL	139.596	140.200	91,63%	8,37%	100%	12
MÉRITO	30.383	30.433	99,83%	0,17%	100%	8
TREECORP	48	52	22,98%	77,02%	91,66%	2
GALÁPAGOS ²	343	356	95,61%	4,39%	8,33%	1
BS2	72	77	55,28%	44,72%	16,66%	1
LOFT I ³	0	1	0%	100%	0%	2
LOFT II	463	504	8,26%	91,74%	0%	1

*Quantidade de meses, nos últimos 12 meses da data de referência, que houve distribuição de rendimentos. Não consideramos amortizações. ¹Consideramos as informações dos informes anuais que indicavam a participação ponderada por faixas de pulverização de cotas detidas e, também, os que indicavam o total agregado de participação entre PF e PJ.²Referência é 06/2023 (fim do exercício social). ³Não tem informe anual em 12/2023, portanto a referência nesse caso é 12/2022. Fonte: CVM, Funds Explorer (distribuição de proventos e amortizações). Elaboração do autor.

Em adição ao que já foi exposto até aqui, o que essa tabela nos revela é que mesmo os FIs listados possuem grande heterogeneidade de organização e atuação, que implica em formas distintas de capacidade de expansão das operações. Com efeito, observamos uma correlação forte entre os fundos que tem a maior parte de suas cotas detidas por pessoas físicas e que distribuíram rendimentos nos últimos 12 meses, com os que realizaram diversas emissões de cotas que, novamente, são os FIs MÉRITO e TG ATIVO. No caso dos fundos para investidores qualificados e/ou profissionais (em branco), observamos baixa participação de pessoas físicas, bem como baixa distribuição de rendimentos e emissões de cotas.

Por fim, a constatação de que novos fundos desse segmento e destinados a investidores em geral, até a data de referência, tinham sido abertos – como é o caso dos referidos APEX e INTER D., ambos em processo de captação ou alocação de recursos na data de referência –, reforça essa última consideração. Mas, sobretudo, nos indica que se trata de um processo ainda em curso e que necessita ser observado de forma próxima, bem como comparado com a atuação de FIs com outras lógicas e formas de organização e atuação, como é o caso dos fundos não listados, ou exclusivos para investidores qualificados e profissionais etc.

5.4.1 Crescimento, expansão e “acumulação”: o FII TG Ativo Real

O FUNDO INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO TG ATIVO REAL, que chamaremos a partir de agora apenas de TGAR, é um FII de segmento e mandato Híbrido que iniciou as suas atividades no final de 2016. O fundo é gerido pela TG Core Asset, gestora fundada em 2011 e controlada pela Trinus Co Participações, responsável ainda por outros quatro fundos, sendo dois imobiliários – TG REAL ESTATE e TG RENDA IMOBILIÁRIA, ambos negociados primariamente em ambiente Cetip, – um fundo de renda fixa – TG LIQUIDEZ –, além de um Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), o TG REAL. A razão do fundo ser classificado como híbrido decorre da sua atuação entre ativos de *equity* do segmento residencial, ativos de crédito (CRIs), além de uma pequena parcela do seu patrimônio em um *shopping* e em outros ativos como ações de bolsa e imóvel comercial para renda.

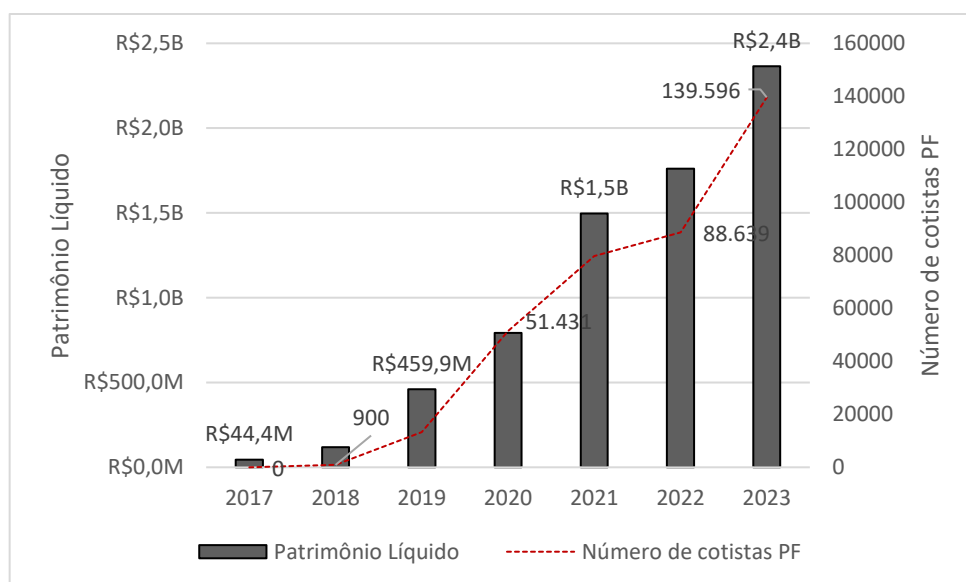
O TG Ativo Real (TGAR11) é um fundo de desenvolvimento imobiliário que possui como estratégia principal o investimento em participações societárias (*equity*) em projetos de desenvolvimento residencial. Ou seja, o foco do Fundo é participar ativamente de todo o processo de desenvolvimento de empreendimentos imobiliários como, por exemplo, loteamentos abertos, condomínios fechados, incorporações verticais e horizontais e projetos de multipropriedade. Além disso, o Fundo possui como estratégia complementar o investimento em ativos de outros segmentos, como, por exemplo, shoppings, ativos de bolsa, imóveis para renda e em crédito por meio de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs). (TGAR, 2024, s/p).

Conforme exposto nos seus relatórios gerenciais, bem como no prospecto quando da 12ª emissão de cotas, a tese de alocação do FII consiste na identificação de *clusters* regionais com dinâmicas próprias de crescimento e, especialmente, ligadas ao agronegócio. Nesse sentido, são apontadas três localizações preferenciais de atuação do fundo: i) a região do MATOPIBA (acrônimo que denomina a região formada por porções dos estados do Maranhão, Tocantins, Piauí e Bahia), ii) o “Cinturão da Soja”, com destaque ao estado do Mato Grosso; e iii) a região que engloba o estado de Goiás, o Triângulo Mineiro e o interior paulista (TGAR, 2023).

Nessas regiões, o fundo TGAR busca realizar parcerias com o que eles chamam de “empreendedores regionais”, isto é, incorporadoras, construtoras e loteadoras com experiência no mercado imobiliário nas suas respectivas áreas de atuação. Assim, a realização dos empreendimentos se dá a partir da constituição de SPEs com o TGAR, ou suas *holdings*, e esses parceiros regionais, onde o fundo participa “[...] fornecendo expertise em governança e *funding*” (TGAR, 2023, s/p).

A nosso ver, o fundo TGAR é um caso significativo para esta tese na medida em que ilustra como a intensificação da financeirização do cotidiano a partir de meados da segunda metade da década de 2010, bem como as consequentes razões que explicam a popularização dos fundos imobiliários nesse período, são, em larga medida, refletidas nele. Enquanto, nos primeiros dois anos de funcionamento do fundo, este possuía pouco menos de mil cotistas pessoas físicas, a partir de 2019 observamos vertiginoso crescimento na base acionária, bem como no patrimônio do fundo em função das diversas emissões de cotas realizadas (Gráfico 23).

Gráfico 23. Evolução do número de cotistas pessoas físicas e do patrimônio líquido do fundo TGAR (2017-2023)



Fonte: Informes Anuais e Informes Mensais disponibilizados pela CVM. Elaboração do autor.

Sobre essas razões da popularização, nos referimos às questões discutidas anteriormente como a menor oscilação do preço dos ativos e o baixo preço destes e, em especial, a distribuição de renda recorrente, que passou a ocorrer com a periodicidade esperada pelos investidores apenas em 2018. De fato, o fundo iniciou sua operação sendo negociado apenas no mercado de balcão, e tendo outros fundos de investimento como principais investidores, quando, no final de 2017, passou a ser listado na B3 a partir da divulgação do primeiro prospecto, embora sem uma base relevante de cotistas pessoas físicas. Se observarmos as emissões de cotas realizadas até a data de referência, notamos que as seis primeiras, até junho de 2019, foram feitas com esforços restritos (ICVM 476), tendo fundos de investimentos adquirido a totalidade das cotas ofertadas em tais emissões (Tabela 17).

Tabela 17. Emissões primárias de cotas do TGAR

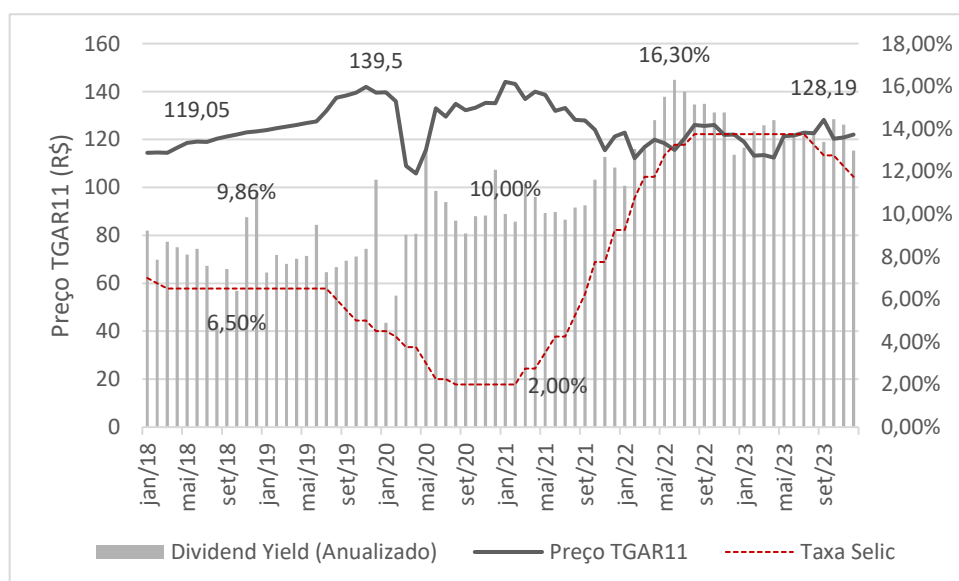
Tipo*	Nº	Data	Montante	Público-alvo	Investidores	
ICVM 476	1	Abr/17	R\$16,5M	Investidores Profissionais	Fundos de Investimento	
					4	100%
ICVM 476	2	Set/17	R\$18,7M	Investidores Profissionais	Fundos de Investimento	
					3	100%
ICVM 476	3	Abr/18	R\$18,9M	Investidores Profissionais	Fundos de Investimento	
					3	100%
ICVM 476	4	Mai/18	R\$55,2M	Investidores Profissionais	Fundos de Investimento	
					5	100%
ICVM 476	5	Abr/19	R\$98,1M	Investidores Profissionais	Fundos de Investimento	
					3	99,87%
ICVM 476	6	Jun/19	R\$118,7M	Investidores Profissionais	Fundos de Investimento	
					2	99,77%
ICVM 400	7	Dez/19	R\$229,7M	Investidores em Geral	Pessoas Físicas	
					4.664	83,49%
ICVM 400	8	Ago/20	R\$297,3M	Investidores em Geral	Pessoas Físicas	
					9.394	89,06%
ICVM 476	9	Jan/21	R\$172,0M	Outros	Direito de Preferência + Sobras + Montante Adicional	
					17.060	100%
ICVM 400	10	Mai/21	R\$503,2M	Investidores em Geral	Pessoas Físicas	
					8.658	51,58%
					Direito de Preferência	
					18.381	42,30%
ICVM 476	11	Nov/22	R\$303,0M	Outros	Direito de Preferência + Sobras + Montante Adicional	
					12.638	53,82%
					Fundos de Investimento	
					14	38,04%
					Pessoas Físicas	
ICVM 400	12	Nov/23	R\$616,2M	Investidores em Geral	Pessoas Físicas	
					25.711	88,32%
Total			R\$2,4B			

*Ofertas por meio da ICVM 476 são de esforços restritos e destinadas a investidores profissionais. Já as ofertas ICVM 400 são ofertas públicas, com requisito de prospecto, de modo que possam ser destinadas a investidores em geral. Fonte: CVM. Elaboração do autor.

Por outro lado, é a partir da sétima emissão, no fim de 2019, quando o fundo já tinha uma base relevante de acionistas pessoas físicas, que é feita a primeira oferta ICVM 400, destinadas a investidores em geral. Nessa emissão, foram adquiridas 83,49% das cotas relativas ao montante captado de R\$229,7 milhões por pessoas físicas, como exposto na tabela. A partir de então, quase a totalidade das ofertas teve como principais adquirentes (>80%) esse “pequeno” investidor. No caso das ofertas de número 9 e 11, embora tenham sido feitas com esforços restritos, isso pode ocorrer quando um fundo já detém uma base bastante relevante de cotistas, de modo que estes possam adquirir as cotas a partir do exercício do direito de preferência, que é assegurado, tornando a distribuição menos custosa para o fundo.

A exceção foi a oferta de número 11, ocorrida em novembro de 2022. Como mostrado na tabela anterior, teve fundos de investimento como segunda principal categoria de investidor, correspondendo a cerca de 38% do total. Como o gráfico a seguir nos revela, trata-se de um dos poucos momentos onde a distribuição de rendimentos ficou bastante próxima da taxa de juros vigente (13,75%), e também quando a cota apresentou uma considerável queda no seu preço de mercado (Gráfico 24). Nesse sentido, nos parece uma correlação segura de se fazer que essas ações e resultados de curto prazo operam um papel central na tomada de decisões desses novos investidores do contexto atual. Novamente, isso reflete a condição de progressiva caracterização da “moradia” como ativo financeiro.

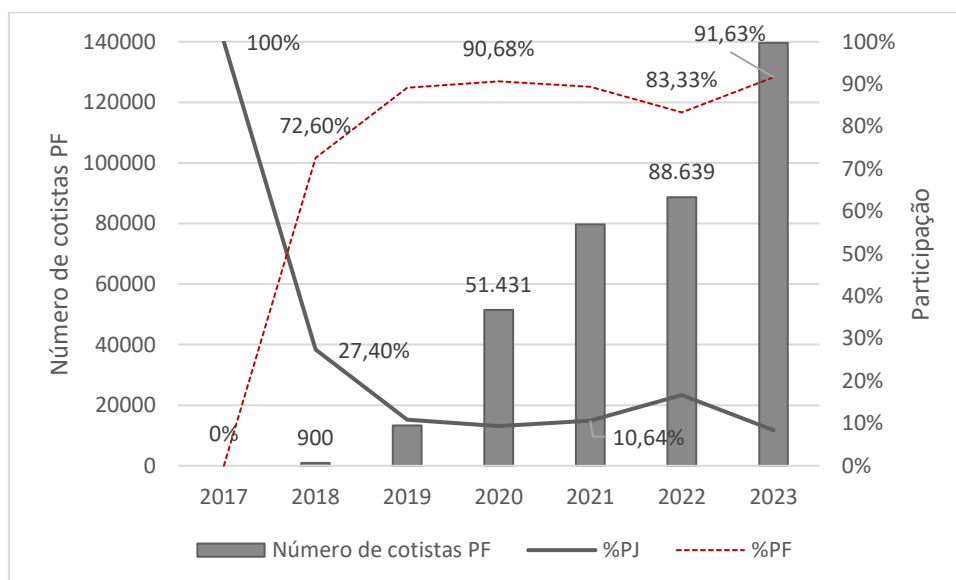
Gráfico 24. Relação entre preço das cotas do TGAR, rendimentos mensais e taxa Selic



Fonte: Fundo TGAR, CVM, Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

Não obstante, e considerando que a participação desses investidores nas emissões primárias, ao menos desde 2019, bem como na compra no mercado secundário, foram bastante relevantes, o fundo TGAR apresentou uma crescente participação de pequenos investidores não apenas em termos de quantidade, mas especialmente de propriedade de cotas. Efetivamente, desde 2019 essa participação ficou próxima dos 90% (Gráfico 25), quase sempre na faixa de pulverização de até 5% das cotas, segundo os informes anuais do FII e disponibilizados pela CVM. Desse modo, é marcante o papel central operado por esse contexto de financeirização do cotidiano e popularização do mercado de capitais, em especial dos FIIs, na expansão da condição destes enquanto agentes relevantes na produção habitacional.

Gráfico 25. Evolução do número de cotistas pessoas físicas e relação da participação (%) de pessoas físicas e jurídicas proprietárias de cotas do TGAR



Fonte: CVM. Elaboração do autor.

Parece relevante, ainda, a referida importância das redes sociais na divulgação e expansão do fundo. Por ter se tornado um dos maiores FIIs do Brasil em um curto período de tempo, o fundo foi objeto de análise e divulgação de dezenas de criadores de conteúdo em função da sua alta distribuição de proventos, e teve participação em uma série de entrevistas de caráter formal e institucional. Exemplos são a série da “XP In Loco” e participações mais informais em canais do YouTube focados em FIIs, como “FII FACIL”, “FIIs” e “Funds Explorer”. Considerando que nos concentramos nas condições de expansão desse fundo no contexto atual até o momento, é importante nos aprofundarmos nas especificidades de sua atuação.

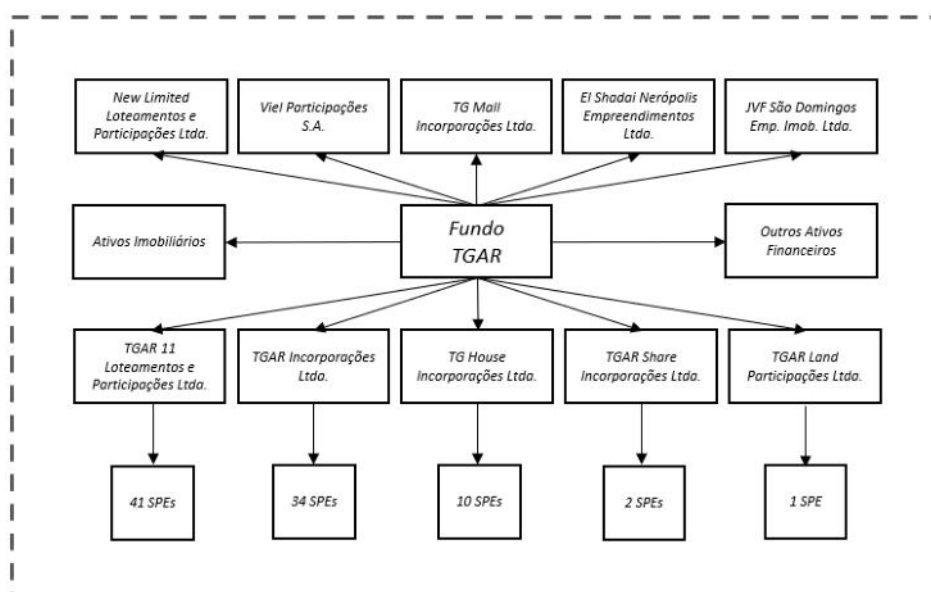
Tabela 18. Taxas cobradas pelo FII TGAR.

Taxa de Administração (Vórtx DTVM)	Remuneração do Gestor (TG Core Asset)	Prestadores de serviço (Trinus e Subsidiárias)
0,72% ao ano sobre o patrimônio ou sobre o valor de mercado do fundo.	Taxa de Gestão – 1,28% a.a. Taxa de performance – 30% sobre o que exceder 100% do CDI	<i>Definido por contrato.</i>

Fonte: Regulamento do TGAR. Disponibilizado pela CVM. Elaboração do autor.

Tal como a maioria dos FIIs, as principais remunerações financeiras capturadas pelos gestores são a taxa de gestão, que nesse caso é 1,28% ao ano sobre o valor de mercado do TGAR, e a taxa de performance, que representa 30% sobre os rendimentos que excederem o alvo de 100% do CDI, que, como já destacamos, foi o caso (em termos anuais) ao menos desde 2018. Apesar disso, o fundo ainda prevê a contratação de prestadores de serviço, que, embora não seja especificado o valor cobrado por essa atuação na governança das SPEs, mas sim definido por contrato, é especificado que será a cargo da Trinus e de suas subsidiárias.

Ao contrário de outros FIIs que detêm a propriedade direta dos imóveis, como terrenos ou edifícios para venda ou renda, o fundo TGAR realiza suas operações majoritariamente através de uma complexa rede de *holdings* que têm por objeto a participação em outras empresas, principalmente as SPEs dos empreendimentos desenvolvidos ou em desenvolvimento (Figura 4). Isso torna mais complexa e turva a compreensão do papel operado pelas empresas imobiliárias ligadas ao fundo, na medida em que são colocadas camadas extras às suas relações de produção.

Figura 4. Estrutura dos investimentos realizados pelo FII TGAR

Fonte: Demonstrações Financeiras TGAR (12/2023). Elaboração do autor

De fato, não encontramos menções aos custos específicos envolvidos nos serviços prestados pela Trinus em nenhuma das demonstrações financeiras do fundo, não obstante os prospectos das últimas emissões de cotas destacarem exaustivamente o papel da empresa na governança das SPEs, e mesmo no acompanhamento de obras por técnicos. A nosso ver, isso decorre do que é exposto no Capítulo XIII – Conflito de Interesses do regulamento mais recente do fundo (TGAR, 2021), que afirma que a contratação de pessoas ligadas ao Gestor, sobretudo as subsidiárias e controladas da Trinus, pode ocorrer tanto diretamente pelo fundo, quanto através das sociedades imobiliárias investidas pelo fundo, o que pode explicar essa forma de estruturação dos investimentos do TGAR, bem como a carência dessas informações nas demonstrações financeiras especificamente do FII.

Apesar disso, o papel da Trinus é constantemente enfatizado em entrevistas realizadas nos veículos destacados e na imprensa econômica de modo geral, para além das diversas menções nos prospectos mencionados e em seus relatórios gerenciais. Matéria do Info Money de 2023⁵³, por exemplo, destaca a Trinus como impulsionadora do mercado imobiliário do país ao apoiar empreendimentos fora das capitais através da união de inteligência de dados e serviços financeiros, além de destacar a gestora de fundos TG Core Asset, bem como especificamente o fundo TGAR, como a “joia da coroa” da *holding*. Para além desses serviços, a Trinus ainda oferece um portal de vendas em seu site⁵⁴ para os empreendedores. Especificamente sobre o fundo, o papel da empresa é destacado por Matheus Siqueira, responsável pela Relação com Investidores da TG Core Asset, em entrevista:

[...] obviamente a gente faz uma diligência muito grande em cima do empreendedor, mas depois que o ativo entra para a carteira do fundo, eu não posso ficar do outro lado da mesa “torcendo” para que ele cumpra que ele me prometeu. Então pra isso a gente tem um robusto time interno para monitorar e acompanhar todos esses processos né, *e toda a parte que esse empreendedor historicamente nunca soube fazer com a excelência que um fundo espera para co-investir né, que é a parte de back office*, a gente acaba assumindo e trazendo aí esse nível de excelência para esse serviço. Então você vai dar gás no fim do dia, para o empreendedor fazer o que é bom e que ele sabe fazer como ninguém, e toda parte chata, burocrática, [...] a gente assume, trazendo ainda uma eficiência para dentro daquela SPE [...] (FII FACIL, 2022, grifo nosso).

⁵³ “Com R\$ 2,6 bilhões sob gestão na TG Core Asset, Trinus impulsiona mercado imobiliário no interior do país”. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/com-r-26-bilhoes-sob-gestao-na-tg-core-asset-trinus-impulsiona-mercado-imobiliario-no-interior-do-pais/>

⁵⁴ <https://trinus.co/>

De modo mais específico, o economista-chefe da TG Core Asset, Henrique Leão, destaca alguns dos papéis operados pela Trinus:

É aí que entra toda a estrutura aí que o grupo Trinus oferece. Hoje, o grupo Trinus tem algumas companhias irmãs da TG Core abaixo dele, que prestam serviços imobiliários, que pela escala do fundo *a gente entende que é mais eficiente que caso fossemos contrata-los no mercado. Por isso que temos lá a questão de conflito de interesses aprovado no fundo para a gente poder usufruir desses serviços prestados pela holding*. Dentre as empresas da holding [...] onde tá o grosso, a maior parte dos quase 600 profissionais que temos aqui, eles estão na gestão imobiliária. Então o que esse pessoal tá fazendo: tem um time de engenheiros diariamente lá acompanhando andamento de obras, vê se tá tendo algum problema, vê se o fluxo de desembolso em obras do empreendedor tá ok com o que a gente aqui gestora aprovou lá no comitê de investimentos, pra ver se isso não vai impactar minha TIR [*Taxa Interna de Retorno*], meu fluxo de recebíveis, e consequentemente meu pagamento e distribuição pros cotistas. Tem arquiteto validando projeto arquitetônico. Tem equipe legal ajudando em aprovações. Então assim, tem toda uma máquina que consegue amparar o empreendedor para que ele não encerre em erros de obra etc. (FII FACIL, 2022, grifos/adição nossa).

A questão da aprovação do conflito de interesses mencionada se refere a uma assembleia geral de cotistas realizada em 12 de agosto de 2021 em que foi aprovada três situações conflitadas, dentre as quais a contratação das subsidiárias e controladas da Trinus “[...] para a prestação de serviços relativos a Ativos Imobiliários e Ativos Financeiros Imobiliários, para a prestação de serviços de estruturação de novos negócios, *due diligence*, gestão imobiliária, desenvolvimento imobiliário, tecnologia e banking [...]” (TGAR, 2023, p. 14), quando também foi apontado que cerca de 97% dos ativos se encontravam em situações conflitadas.

Historicamente, o fundo apresenta um aumento dos investimentos em ativos de *equity*, bem como, especificamente, aqueles relativos à incorporação, embora os investimentos em loteamentos populares ainda sejam preponderantes. Com efeito, enquanto em 2019 o patrimônio do fundo era distribuído, aproximadamente, entre 63% em *equity*, 24% de CRI e 13% correspondente à propriedade de um shopping, que até hoje pertence diretamente ao fundo, no final de 2023 esses dois primeiros números chegam 91% e 4%, respectivamente. A relação desse processo com a distribuição de proventos é destacada pelo Diretor de Gestão, Pedro Ernesto, no programa Bate Papo com o Gestor do Banco do Brasil:

No início que eu colocava mais em CRI, porque o TGAR era um fundo novo e estava entrando em projetos novos. Com o tempo, conforme foi passado os anos, e as obras foram evoluindo, as vendas foram evoluindo e eu comecei a ter um lucro mais robusto nesses empreendimentos imobiliários, eu comecei a reduzir minha exposição em CRI, porque eu comecei a distribuir mais lucro por esse *equity*. (BANCO DO BRASIL, 2023)

De maior interesse nosso, no segmento de incorporação o fundo detinha, no final de 2023, investimentos em 38 empreendimentos através de SPEs (*equity*) com as *holdings* TGAR Incorporações Ltda. e TG House Incorporações Ltda., segundo as demonstrações financeiras da data de referência. Destes, 23 eram localizados em Goiás, um no Mato Grosso, dois em Santa Catarina e 12 em São Paulo. Em consulta aos dados da Receita Federal relativos aos sócios de tais empresas, foi possível identificar 16 construtoras e/ou incorporadoras envolvidas, sendo em maior quantidade as incorporadoras Partini, Louly Caixe e Idea!Zarvos (Tabela 19).

Tabela 19. Empreendimentos residenciais (incorporações) investidos pelo TGAR (2023)

Empr.	Inc./Const.	Cidade	UF	Empr.	Inc./Const.	Cidade	UF
Braviello	TOP Construtora	Sorriso	MT	Link Clube House	Louly Caixe	Goiânia	GO
Kota Bulan	QH3 Empreend.	Votoporanga	SP	Mood Clube House	Louly Caixe	Goiânia	GO
Luiz Mendes	Visconde	Sorocaba	SP	Art Haus	Louly Caixe	Goiânia	GO
Parque dos Ingleses	Visconde	Sorocaba	SP	Gallery Residence	Louly Caixe	Goiânia	GO
Vitta Novo Mundo	Vega	Goiânia	GO	Parque Amazônia	Louly Caixe	Goiânia	GO
Max Serra Dourada	Vega	Aparecida	GO	Autem	Idea!Zarvos	São Paulo	SP
Max Buriti	Vega	Goiânia	GO	Harmonia	Idea!Zarvos	São Paulo	SP
Max Cidade	Vega	Goiânia	GO	Ventura	Idea!Zarvos	São Paulo	SP
Max Ipê	Vega	Goiânia	GO	POD	Idea!Zarvos	São Paulo	SP
Soho Bueno	Seren	Goiânia	GO	Nord Jardins	Idea!Zarvos	São Paulo	SP
Folks Mariana	Mamute Inc	São Paulo	SP	Alameda Franca	Urbic	São Paulo	SP
Jardim Roma	Tectus	Xanxerê	SC	Horizonte Flamboyant	Star Opera	Goiânia	GO
Jardim Gramado	P&A	Goiânia	GO	Life In	Inteligência Construtiva	Goiânia	GO
Tempus	P&A	Goiânia	GO	Duo Sky Garden	Partini	Goiânia	GO
Línea Oeste	P&A	Goiânia	GO	Liv Urban	Partini	Goiânia	GO
Le Jardã	P&A	Goiânia	GO	Natto Bueno	Partini	Goiânia	GO
Orby Flamboyant	Partini	Goiânia	GO	Talk Marista	Partini	Goiânia	GO
B. Great	BambuÍ	Goiânia	GO	Wish Parque Faber	Aton, EBM	São Carlos	SP
Condá	*	Chapecó	SC	Wish Morumbi	Aton, EBM	Araraquara	SP

Fonte: Demonstrações Financeiras (12/2023), Receita Federal. Elaboração do autor.

Como vemos, embora com investimentos em quatro estados, trata-se de uma atuação altamente concentrada em Goiás. Por outro lado, é notável a forte participação em empreendimentos com incorporadoras já bem interligadas com o mercado financeiro, em especial com a indústria de FIIs, como é o caso da Urbic e da Idea!Zarvos, por exemplo. Além disso, a atuação nos outros segmentos residenciais, os loteamentos abertos e condomínios fechados, se mostra mais diversificada regionalmente, com 42 investimentos localizados em 12 estados distintos, embora com uma maior concentração em cidades do interior de Goiás, representando 38% em número de empreendimentos em 2023. Em conjunto, o mapa a seguir destaca a distribuição do patrimônio investido do TGAR por UF (Mapa 3).

Mapa 3. Distribuição do patrimônio investido (*equity*) do TGAR por UF (2023)



Fonte: Demonstrações Financeiras (12/2023), Relatório Gerencial (12/2023). Elaboração do autor.

Desse modo, em larga medida o que é exposto nos documentos do fundo, bem como nas entrevistas e matérias da imprensa econômica sobre o fundo TGAR, parece se verificar. Por outro lado, o fato de que os empreendimentos realizados são, ao menos nos casos observados das incorporações, condizentes com o padrão já adotado pelas incorporadoras, a exemplo das duas citadas anteriormente, nos leva a concluir que, tal como destacamos quando nos referimos ao fundo MÉRITO na referência de 2017, o fundo TGAR atua como um co-incorporador. Seu papel se concentra no financiamento das SPEs e, em consequência, no controle da governança exercido nesta através de sua gestora e empresas especializadas. Isso fica mais evidente quando observamos o caso dos loteamentos residenciais.

Tal segmento sempre teve relevância, em termos da alocação dos investimentos do fundo, em função do potencial de geração de recebíveis por parte do FII e do loteador envolvido. A relação entre a participação TGAR nesses empreendimentos é assim sintetizada pelo gestor:

[...] o pessoal de loteamento eles sofrem de desassistência bancária, tanto o empreendedor quanto o comprador final de unidade. Então diferentemente de um cara que vai construir um prédio consegue um financiamento a produção subsidiada, a taxas subsidiadas nos bancos, um empreendedor do ramo de loteamentos não consegue. Não tem acesso ao mesmo padrão de taxas e oportunidades do que os incorporadores. Então que esse player tem de problemas aí no business que ele se propôs a fazer: ele tem que investir os recursos à curto prazo, até 5 anos se não me engano, [...], e depois, quando ele vai vender os loteamentos, os compradores finais eles também não tem acesso a taxas subsidiadas nos bancos. [...]. O que acaba por acontecer: o empreendedor financia também o comprador da unidade imobiliária, o comprador final. [...]. Esse cara tem um descasamento de fluxo de caixa bastante relevante, e *é aí que entra o fundo né, tornando-se sócio, fazendo exposição de capital de qualidade, um fundo fechado a gente expõe um capital a longo prazo, tanto financiando o empreendedor como também financiando lá o comprador final da unidade imobiliária que é quem traz nossa carteira de recebíveis que uma vez por mês a gente divulga lá por mês quanto disso está indo para o bolso dos cotistas.* (FII FACIL, 2022, grifo nosso).

O mesmo gestor ainda enfatiza a importância dessa carteira de recebíveis, principalmente relacionadas com esse segmento de loteamentos populares, e destaca a atuação não apenas com relação à governança das SPEs durante o desenvolvimento das obras, mas também diretamente com os compradores dos lotes que, em larga maioria, são feitas a prazos longos – algo que é destacado também no site da Trinus. Por outro lado, aponta também as diferenças com relação às dinâmicas envolvidas na produção das incorporações verticais.

Uma das exigências que a gente faz como fundo é que a gente centralize aqui os recebíveis [...], então a conta bancária onde cai os boletos pagos lá a gente controla. [...]. Munido das informações de carteira, aí entra meu time de relacionamento com o cliente, que vai cobrar inadimplência, vai enviar boleto, vai negociar inadimplência. [...]

Diferentemente dos loteamentos, onde o fundo carrega aquela carteira de recebíveis as vezes por décadas, na incorporação não, a gente faz o desligamento bancário dessa carteira de recebíveis, e aí o fundo recebe seu dinheiro aportado de volta, vê o que é ganho de capital e distribui pro cotista, e o que é principal a gente já parte pra outro empreendimento. Nesse modelo de negócio o que é normal de se ver: uma exposição menor, por um tempo menor, e aí que acontece quando o empreendimento é bem sucedido: tem uma TIR bem grande. (FII FACIL, 2022)

Essas questões revelam uma forma de atuação que buscou aliar investimentos imobiliários e financeiros com o objetivo de realizar distribuições aos cotistas para, em última instância, ampliar o interesse e número destes, especialmente quando da intensificação da popularização dos fundos imobiliários no final da década de 2010.

Além disso, essa atuação indica – e de forma bastante diversas do que observaremos no caso dos FII de renda residencial em seguida, que possuem uma política que, uma vez adquiridos os ativos-alvo, poucas alterações ocorreram – a adoção de estratégias variadas ao longo do histórico do fundo para buscar essa expansão. Isso é refletido não apenas na variação dos investimentos por classe dos ativos (Tabela 20), como também na questão mencionada anteriormente do FII ter iniciado suas operações de forma “fechada” e tendo investidores institucionais como a quase totalidade de detentores de cotas dos fundos nos primeiros anos.

Tabela 20. Distribuição do patrimônio investido do TGAR por categoria (2018-2023)

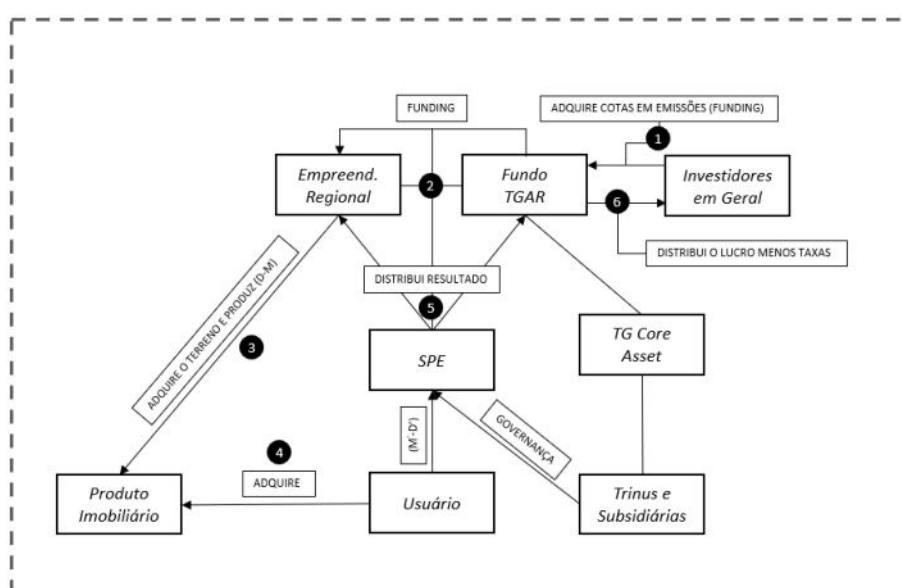
	2018	2019	2020	2021	2022	2023 ¹
<i>Equity</i> (Loteamento) + Recebíveis	64%	54%	45,7%	59%	54,5%	62,3%
CRI	0% ²	24%	30%	12,3%	9,9%	4,5%
<i>Equity</i> (Multipropriedade)	0%	6%	5,7%	5,6%	10%	11%
<i>Equity</i> (Incorporação)	4%	3%	2,6%	6%	16%	19,3%
Shopping	31%	13%	5,1%	3,3%	3,3%	3,1%
Outros	0%	0%	14,1%	13,9%	6,5%	5%

¹Para 2023, consideramos o mês de novembro, visto que em dezembro o fundo havia acabado de receber os recursos da 12ª emissão de cotas e, portanto, uma parte relevante dos recursos estava em fundos de renda fixa. ²Ações em bolsa, *landbank* e outros. ³No relatório de 12/2018, não há diferenciação entre recebíveis de *equity* e CRIs (14%), que incorporamos na categoria *Equity* (Loteamento). Fonte: Relatórios Gerenciais. Disponibilizado pela CVM. Elaboração do autor.

Essa variedade de atuação também é expressa, por exemplo, no público-alvo dos empreendimentos residenciais, sejam os loteamentos, condomínios fechados ou incorporações. Embora isso não esteja explícito nas documentações que analisamos do fundo, é possível fazer uma estimativa com base na razão entre o VGV e o número de unidades dos empreendimentos. Assim, temos que, no caso dos loteamentos, o preço médio das unidades é cerca de R\$74 mil, enquanto dos condomínios fechados é R\$326,7 mil e, por fim, das incorporações verticais, que é R\$461,1 mil, tendo como referência o relatório gerencial de 12/2023. Embora, em alguns casos, como nas incorporações, algumas unidades cheguem próximas de R\$1 milhão, é maior o predomínio dos empreendimentos voltados para média e baixa renda, neste último caso os loteamentos. Por fim, ao se referir à atuação no interior do país, a reportagem do Info Money (2023) que destacamos aponta a fala do gestor em que enfatiza o intuito de “contribuir para a diminuição do déficit habitacional no país”, indicando aquilo que Botelho (2005) apontou sobre a crescente transferência da responsabilidade da provisão e financiamento habitacional para o mercado e que tem sido largamente intensificado com a financeirização do cotidiano, como podemos observar.

De todo modo, o fato de o fundo atuar em empreendimentos em sua maioria fora da capital de São Paulo, local de maior atuação da maior parte dos fundos que observamos anteriormente, bem como com construtoras e incorporadoras de pequeno e médio porte, nos leva a duas constatações. Em primeiro lugar, essa expansão de recursos dos FIs em função da popularização destes resultou em uma igual expansão dos processos de financeirização da produção habitacional para maiores extensões do país, através dessa prática de atuação que observamos, também, no caso do fundo MÉRITO, ou seja, do financiamento por parte do fundo condicionado a um maior controle deste na gestão e organização do processo de produção. Em segundo lugar, o mesmo processo resultou na abertura de novas frentes de acumulação imobiliário-financeiras, especialmente nesses dois FIs citados, que não se restringem às taxas de gestão e performance, mas se estendem à participação das empresas de tais gestoras ativamente no processo de produção. Por fim, a Figura 5 a seguir representa um diagrama do ciclo de “acumulação” do fundo TGAR.

Figura 5. Diagrama do ciclo de acumulação do fundo TGAR



Fonte: Elaboração do autor.

Fundamentalmente, esse ciclo se inicia com a existência de investidores dispostos a aportar recursos no fundo (1). Buscamos demonstrar como isso foi significativo no caso do TGAR através das diversas emissões de cotas, e uma expressão exacerbada dos reflexos da financeirização do cotidiano. Em seguida, os recursos são aportados, juntamente com parceiros regionais/imobiliários, através da constituição de uma SPE (2). O agente imobiliário, provido de recursos e do “saber

fazer” do segmento, realiza o produto imobiliário (3), que posteriormente é vendido ao usuário final (4). Ao fazê-lo, realiza a produção da parceria entre o agente imobiliário e o fundo, e então são repassados os resultados para ambos (5). O fundo, por sua vez, distribui o lucro líquido para seus cotistas, descontado de suas taxas de administração, gestão e performance, se for o caso. Permeando todo esse circuito de produção estão a gestão e as empresas contratadas pelo fundo.

É importante destacar que este não se trata efetivamente de um processo de reprodução ampliada. De fato, na medida em que o fundo deve distribuir pelo menos 95% do lucro auferido aos cotistas, isso resulta na situação que o patrimônio do fundo tenderia a permanecer relativamente estático ao longo do tempo. Por outro lado, essa distribuição de rendimentos aos cotistas em valores atrativos (Gráfico 24), e sua realização de forma mensal (além do fato de ser isento de imposto de renda), resultou em uma forte atração das pessoas físicas pelo fundo, que, desse modo, realizou uma série de novas emissões de cota, podendo “reiniciar” o primeiro ponto sucessivamente. Assim, a popularização dos FIs, enquanto dimensão da financeirização do cotidiano, operou aqui um papel de “viabilizador” do processo de reprodução ampliada desse fundo em específico e, conseqüentemente, de suas empresas de gestão imobiliárias relacionadas, resultando de forma evidente na expansão das frentes de acumulação imobiliário-financeiras.

Em larga medida, o caso do fundo TGAR é semelhante ao observado no caso do único outro fundo de relevância do segmento dessa área de desenvolvimento para venda com prazo indeterminado, que é o caso do fundo MÉRITO. Entretanto, o que os difere é que este último acabou por se desenvolver paralelamente enquanto uma espécie de FI-incorporador também, enquanto o primeiro atua essencialmente como co-incorporador. A semelhança se refere à busca da distribuição de rendimentos enquanto condição elementar para reiniciar seus circuitos de valorização a partir de novas emissões de cotas, possibilitando uma espécie de acumulação. Certamente, o fundo TGAR obteve maior sucesso nesse sentido, seja em função de maiores rendimentos distribuídos, ou então das controvérsias objeto de investigação pela CVM envolvendo o fundo MÉRITO que destacamos anteriormente. Na seção seguinte, buscaremos adentrar no grupo da renda residencial, que, ainda que compartilhe questões centrais com esse primeiro grupo, apresenta também especificidades decorrentes daquele duplo papel dos FIs apontado anteriormente.

5.5 Os FIs de renda residencial destinados a investidores em geral

No fim de 2023, os fundos de renda/desenvolvimento para renda residencial totalizavam cerca de R\$865,1 milhões de patrimônio líquido e pouco mais de 17 mil cotistas pessoas físicas, representando 88,78% e 99,7% desse segmento, respectivamente (Tabela 21). De forma mais intensa que no grupo de venda e desenvolvimento para venda, vemos uma participação mais importante, em termos de patrimônio e quantidade, dos fundos destinados a investidores em geral, se comparado com o total dos FIs listados, que inclui apenas o YUCA e CSHG. Além disso, outras três questões centrais nos chamam a atenção inicialmente.

Tabela 21. Fundos de renda/desenvolvimento para renda destinados a investidores em geral

Fundo	Início	Duração	ID	Patrimônio	Cotistas PF
VECTIS	2021	Indeterminado	R2	R\$261,9M	4.242
RIO BRAVO	2020	Indeterminado	R2	R\$161,2M	1.178
JFL	2022	Indeterminado	R1	R\$156,4M	3.641
LUGGO	2019	Indeterminado	R1	R\$139,7M	6.552
HOUSI	2019	Indeterminado	R2	R\$52,8	1.532
HECTARE	2019	Indeterminado	R3	R\$50,3M	64
PANORAMA	2023	Indeterminado	R2	R\$42,8M	78
SUBTOTAL (A)				R\$865,1M	17.287
TOTAL Grupo 2 (Renda) (B)				R\$974,5M	17.339
(A/B)				88,8%	99,7%
GRUPO 2 - FUNDOS DESTINADOS À RENDA/DESENVOLVIMENTO PARA RENDA					

Fonte: CVM. Elaboração do autor.

Em primeiro lugar, o fato de que é apenas nesse recorte temporal que observamos os primeiros FIs de atuação relevante destinados exclusivamente ao aluguel residencial. Ainda que a quantidade seja relativamente baixa se comparada à indústria dos FIs de modo geral, todos esses fundos foram abertos a partir de 2019 e reforçam a consideração de que foram experiências ao menos em parte relacionadas com o processo de popularização dos FIs ocorridos nesse contexto, tornando necessário um esforço de compreender suas particularidades. Não obstante o argumento de que tais fundos se inserem em um contexto mais amplo da expansão da financeirização do aluguel ou da construção de um novo ativo de acumulação imobiliário-financeira (GUERREIRO et al., 2022; MARÍN-TORO, 2024), a grande participação de pessoas físicas como financiadores dessa indústria no âmbito dos FIs revela outras facetas desse processo que achamos de importante consideração.

Em segundo lugar, e reforçando a relação desse processo com o da financeirização do cotidiano, são fundos que adotam práticas, seja na fase de aquisição dos empreendimentos ou de operação destes, voltadas para a atração dos investidores em geral para manutenção e, possivelmente, expansão das atividades do fundo a partir de novas emissões de cotas. Um exemplo é a mencionada renda mínima garantida (RMG) na nossa tabela de formas de atuação (Tabela 12), que se trata de um mecanismo de distribuição de renda que foi adotado nos fundos de classificação R2 e que correspondem à maior parte. Inicialmente, vemos isso como um aproveitamento dessa oportunidade que representou, a partir do fim da década de 2010, a expansão do número de investidores em fundos imobiliários.

Em terceiro lugar, que há, para alguns dos fundos, um aparente controle por parte dos agentes imobiliários envolvidos com tais FIIs na condição de gestores ou, principalmente, consultores imobiliários. A nosso ver, isso denota que o FII não age com autonomia ou “protagonismo” em sua maioria nesses casos, conforme vimos no grupo anterior, mas apenas como uma espécie de instrumento de oportunidade desse contexto. Em outras palavras, como uma nova frente de recursos – ou financiamento – e acumulação dos agentes imobiliários e financeiros relacionados com esses fundos. Como nos debruçaremos a seguir, isso é refletido nas diversas situações de conflito de interesses expressas nos documentos desses FIIs que, de modo geral, revelam situações conflitadas tanto na sua gestão quanto na compra dos ativos imobiliários e, especialmente, na operação do aluguel dos empreendimentos.

(i) Assim como no caso do primeiro grupo, que constatamos a existência dos primeiros fundos de desenvolvimento para investidores em geral, também observamos isso no caso desse segundo grupo, embora em menor escala. Nos referimos ao FII HECTARE STUDENT HOUSING, que identificamos como o único (R3) na data de referência. Trata-se de um FII que, inicialmente, era um Fundo de Investimento em Participações (FIP) mas que, em Assembleia Geral de Cotistas no início de 2020, optou por transformá-lo em um FII, além de alterar o público-alvo para investidores em geral, solicitar a listagem em bolsa e realizar um desdobramento de suas cotas na proporção de 10:1, resultando em cotas de R\$100. Como requisito para esse público-alvo, o fundo divulgou prospecto para a negociação, pelos novos investidores, das cotas de duas emissões que já havia sido realizadas.

De acordo com relatório gerencial do HECTARE (2023), o fundo objetiva a aplicação no desenvolvimento de empreendimentos residenciais, tendo como tese de investimento um processo completo desde a prospecção do terreno até a operação (exploração do aluguel) das moradias realizadas, passando pelo desenvolvimento. O HECTARE possui quatro empreendimentos localizados na cidade de São Paulo e destinados à estudantes (*“student houses”*): Piragibe, Pinheiros, Monte Caseros e Pedro de Toledo, sendo o primeiro já em fase de operação e os três últimos em fase de desenvolvimento, tendo a Setin e Metrocasa como incorporadoras. Em relatórios gerenciais mais antigos do fundo, há a indicação da empresa Beds como operadora do empreendimento Piragibe, voltado para estudantes. Entretanto, atualmente notamos a listagem dos apartamentos no site de locação Quinto Andar, bem como um destaque maior ao investimento em campanhas de anúncio para esse empreendimento nos relatórios gerenciais recentes, além da ausência de menção à empresa Beds, que inclusive não possui mais seu *site* disponível.

Ainda que o fundo tenha uma baixa representatividade em termos de patrimônio e cotistas, ele nos revela duas questões: em primeiro lugar, e assim como no primeiro grupo analisado, a tentativa de expansão de segmentos de maiores riscos para os investidores em geral a partir da consideração destes enquanto nova importante fonte de financiamento ou recursos – trata-se do único fundo de mandato “Desenvolvimento para Renda” observado nesse recorte. Por outro lado, e novamente, que tais formas menos passíveis de gerarem renda recorrente para os cotistas resultam na baixa atração por parte destes, visto que grande parte dos recursos se encontra imobilizado nos empreendimentos em realização. Com efeito, a única oferta pública de cotas realizada após a listagem em bolsa foi feita com esforços restritos (ICVM 476), portanto não destinada a investidores em geral.

(ii) Da nossa classificação “R1”, isto é, fundos que adquirem unidades prontas ou em fase final de realização para posterior exploração do aluguel, tanto o fundo JFL quanto o fundo LUGGO apresentam formas bastante similares de atuação. Em linhas gerais, foram constituídos tendo como ativos-alvo iniciais os empreendimentos das respectivas incorporadoras envolvidas com os FIIs: *JFL Living* e *MRV*, respectivamente. Com as aquisições pelos fundos, tais empresas passaram a fazer a gestão do aluguel, na condição de consultoras imobiliárias, recebendo, para tanto, uma remuneração combinada. Desse modo, o fundo cumpre um duplo papel nesses

dois casos: em primeiro, o de demanda solvável dos empreendimentos de tais incorporadoras e, em segundo, o de instrumento para possibilitar a captura de parte da renda imobiliária, resultado da remuneração da gestão do aluguel.

Em ambos os fundos, é enfatizado, nos prospectos das primeiras emissões de cotas, bem como nos regulamentos, os riscos de conflito de interesses com relação à aquisição desses ativos, decorrentes da forma de organização dos FIIs. No caso da JFL, os ativos-alvo da primeira emissão de cotas foram a participação em duas SPEs da JFL Living que representavam 75% e 7,5% dos empreendimentos imobiliários em funcionamento “VHouse Faria Lima” e “VO699”, localizados na cidade de São Paulo (SP). No caso do fundo LUGGO, eram quatro empreendimentos produzidos pela MRV nas cidades de Belo Horizonte (MG), Curitiba (PR) e Campinas (SP).

Apesar dessas semelhanças, são fundos cujos empreendimentos que são proprietários possuem público-alvo radicalmente distintos. De fato, embora ambos os FIIs utilizem a mesma tipologia habitacional (*Multifamily*), as localizações, bem como os tamanhos dos apartamentos e valor dos aluguéis, são bastante diferentes entre ambos. No caso do fundo LUGGO, são apartamentos em geral de dois quartos e cerca de 40 metros quadrados, localizados nas cidades de Belo Horizonte, Curitiba e Campinas, com preço de aluguel próximo da média dessas respectivas cidades⁵⁵. No caso do fundo JFL, são apartamentos que variam desde 42 até 265 metros quadrados em localizações altamente valorizadas da cidade de São Paulo, com aluguéis que chegam na casa dos R\$50 mil mensais, e destinados para o “perfil AAA”, segundo os relatórios gerenciais do fundo JFL.

Tanto o JFL quanto o LUGGO não limitam suas atuações, nesse mercado de renda residencial, através de fundos imobiliários. A Luggo é uma empresa da MRV e possui uma linha de negócios própria dentro da incorporadora, que ainda avançou nos últimos anos nesse mercado nos Estados Unidos através de sua linha EHS – o caso do FII LUGGO será analisado de forma mais próxima na seção seguinte. A JFL Realty, sigla que representa as iniciais do fundador Jorge Felipe Lemann (MARÍN-TORO, 2024), por sua vez, foi fundada em 2015 e possui uma atuação consolidada nesse

⁵⁵ De acordo com dados do índice FipeZAP de aluguel residencial na data de referência para as respectivas cidades de atuação do FII LUGGO.

segmento, sendo considerada como uma das pioneiras no mercado de *Multifamily* voltados para alta renda em regiões privilegiadas da cidade de São Paulo.

No âmbito dos FIIs, identificamos também a participação da JFL junto ao fundo CSHG, do banco Credit Suisse. Embora seja um fundo para investidor profissional, portanto fora do nosso filtro de análise, cabe um breve destaque visto que, inicialmente, sua tese de investimentos envolvia uma posterior expansão para os investidores em geral a partir de uma oferta primária de cotas ao mercado. O CSHG adquiriu parte de dois empreendimentos da JFL em desenvolvimento, JML 747 e Faria Lima e, apesar dessa tese inicial, o fundo optou por vender os ativos no final de 2023 e a consequente amortização total das cotas e liquidação do fundo em função das “condições difíceis de mercado”. Conforme relatório gerencial do fundo:

A venda dos ativos, e consequente amortização integral das cotas do Fundo, se deu no âmbito da estratégia inicialmente traçada por nós quando da captação do Fundo junto a seus investidores, em novembro de 2021. Nossa tese de investimento nos ativos, ainda em desenvolvimento à época da aquisição, consistia em executar a entrega e iniciar a locação dos mesmos ao longo de 2022 e entrar em 2023 com o portfólio preparado para seguir com a estratégia de crescimento do Fundo, via uma oferta pública, quando então poderia ser dada saída aos investidores iniciais via uma oferta secundária, já num novo patamar de preço. Uma estratégia alternativa, a depender das condições de mercado, seria realizar a venda direta dos ativos e retornar o capital aos investidores por meio da amortização do Fundo. Diante das condições difíceis de mercado durante o primeiro semestre, optamos por seguir com a estratégia de venda dos ativos, que culminou no Fato Relevante acima mencionado. (CSHG, 2023, p. 1)

(iii) Quanto aos fundos R2, observamos uma forma de atuação relativamente distinta das anteriores, bem como entre os FIIs. Os principais, VECTIS, RIO BRAVO e HOUSI, foram constituídos com o objetivo de adquirir empreendimentos imobiliários na fase de projeto ou desenvolvimento para, posteriormente, extraírem a renda do aluguel quando da finalização das obras. No entanto, em todos os casos foi buscada como ponto central a obtenção da mencionada rentabilidade mínima garantida durante a realização do empreendimento, de modo que os FIIs pudessem realizar a distribuição recorrente de rendimentos aos cotistas. Ou seja, capitalizados com a primeira emissão de cotas, esses fundos atuam enquanto compradores-financiadores das produções desses empreendimentos, recebendo, para tanto, um pagamento mensal acordado entre a incorporadora ou construtora responsável e o fundo. No caso do fundo VECTIS, a quase totalidade dos rendimentos distribuídos aos cotistas, até 2023, foi resultado do recebimento de tal rentabilidade mínima, mostrando a centralidade desse mecanismo para o caso desses FIIs.

Conforme exemplo encontrado nas demonstrações financeiras do fundo HOUSI (2020, p. 15), a justificativa da RMG é “garantir e incentivar o célere desenvolvimento” dos empreendimentos por parte das incorporadoras ou construtoras. Mais do que isso, é indicativo de que se trata de uma forma de atração de uma base de investidores que busca uma renda recorrente (mensal) nos fundos imobiliários. Em outras palavras, tais fundos distribuem um rendimento que não é proveniente do aluguel, mas sim de uma espécie de financiamento da produção enquanto o empreendimento está sendo realizado. Posteriormente, o rendimento então passa a ser relacionado com o aluguel das moradias.

Concretamente, nem sempre isso se mostrou real, como é o caso do HOUSI. Criado na época da pandemia e da mínima histórica da taxa de juros, o fundo tinha como objetivo adquirir participação societária de dois empreendimentos que estavam em desenvolvimento pela Vitacon, incorporadora do grupo HOUSI que dava nome ao fundo. No entanto, acordaram um pagamento de R\$358 mil mensais (ou cerca de 0,63% ao mês, considerando os R\$57 milhões que foram levantados com a primeira oferta de cotas) durante 28 a 30 meses, que era o tempo esperado para a conclusão das obras. Após a realização dos empreendimentos, a intenção do fundo era gerar renda através da locação das unidades, que seriam administradas pela plataforma de gestão de aluguéis Housi. Entretanto, recentemente, o fundo optou por vender as unidades produzidas em função da valorização que estas apresentaram nesses pouco mais de dois anos e, em seus relatórios gerenciais mais recentes, o HOUSI é apresentado como “um fundo híbrido cujos ativos eram voltados para locação de imóveis residenciais que foram vendidos visando maior retorno aos seus cotistas por conta da valorização do m² para venda de seus ativos.” (HOUSI, 2024, s/p).

De todo modo, novamente tal fundo expressa como a distribuição de rendimentos é questão central na expansão desses fundos. Enquanto a proposta inicial de rentabilidade mínima se mostrava atrativa, visto que resultava em um rendimento anual acima de 7% no momento que a taxa de juros estava em patamar muito abaixo disso, com a escalada observada a partir do final de 2021 isso perdeu efeito, o que explica o movimento de mudança de política⁵⁶. Nesse sentido, a maior

⁵⁶ Tal mudança foi motivo de abstenção de opinião por parte da auditoria das demonstrações financeiras do fundo relativas a 2023. Segundo este: “o Fundo detém 22,70% participação na Peônia Desenvolvimento Imobiliário S.A. (“SPE”) pelo montante de R\$ 14.321 mil, avaliada pelo custo de aquisição, uma vez que o objetivo inicial da SPE era o desenvolvimento de propriedade para

distribuição a partir dessa mudança fez do HOUSI um dos únicos desses FIIs listados de renda que não apresentou forte queda do seu preço de mercado recentemente.

Em análise das documentações do fundo, não foram distribuídos valores relativos à amortização do investimento inicial, mas apenas o lucro obtido nas operações. Portanto, considerando sua classificação genérica como de segmento e mandato híbrido, não é possível estimar se o fundo HOUSI realizará novos investimentos voltados à sua política original, ou seja, voltada ao aluguel residencial, ou se tornará um fundo de desenvolvimento para venda de prazo indeterminado, ou mesmo se ocorrerá a liquidação total do fundo, por enquanto.

No caso dos fundos VECTIS e RIO BRAVO, por outro lado, os empreendimentos foram efetivamente colocados para aluguel, embora os relatórios gerenciais dos dois indiquem a possibilidade de venda parcial dos ativos caso seja necessário para fins de caixa do fundo, tendo esse segundo FII já feito uma venda de pouco menos de 10% de suas unidades no final de 2023. Ambos os FIIs focam seus esforços não apenas no aluguel tradicional de longa duração, mas principalmente nos chamados “*short-stay*” e “*mid-stay*”, que se referem a locações de até um mês e de um a três meses, respectivamente. Assim, são tipologias de aluguel que remetem bastante às de plataformas consolidadas de locação por temporada como *Airbnb*, não obstante a possibilidade de alteração dessa política conforme a intenção do fundo. Além disso, esses FIIs apresentam em comum o foco da localização em áreas socialmente valorizadas da cidade de São Paulo, com tipologias usualmente de “*studios*”, isto é, de pequenos apartamentos conjugados (“*quitinetes*”).

Entretanto, observamos fortes diferenças na forma de organização desses dois fundos: no caso do fundo VECTIS, trata-se de uma parceria entre a construtora e incorporadora Cyrela (responsável pela construção e venda dos empreendimentos para o fundo), a plataforma Charlie (responsável pela gestão do aluguel) e a gestora de recursos Vectis. Embora a Charlie não seja de propriedade direta da Cyrela, tal

investimento, a qual iniciou em 2021 e não estava concluída nesta data, não sendo possível a mensuração do valor justo de maneira confiável, e por essa razão o valor de custo de aquisição foi adotado e mantido pela Administração do Fundo. Todavia, conforme fato relevante de 07 de novembro de 2023, a Administração da SPE decidiu pela venda da totalidade das unidades do empreendimento em desenvolvimento, alterando seu objetivo inicial para incorporação imobiliária. Diante disso, a política contábil adotada pelo Fundo em exercícios anteriores deveria ser alterada, de modo que o investimento na referida SPE passaria a ser avaliado pelo método da equivalência patrimonial, considerando que os investimentos da SPE têm natureza de incorporação para venda.” (HOUSI, 2023, p. 2).

como observamos nos casos dos fundos LUGGO e JFL, alguns dos diretores de tal incorporadora aparecem como conselheiros de administração no quadro de sócios e administradores da Charlie, segundo informações da Receita Federal. Nesse sentido, o prospecto da primeira emissão de cotas explicita o potencial e o risco de conflito de interesses envolvidos na operação do fundo a partir da aquisição inicial dos empreendimentos em fase de desenvolvimento da Cyrela.

O caso do fundo RIO BRAVO, por sua vez, se apresenta como uma exceção dessa forma de organização, na medida em que o fundo enfatiza sua independência com relação a incorporadoras ou outras empresas imobiliárias em seus relatórios gerenciais. Não há menções explícitas a conflitos de interesses com relação a aquisição dos ativos-alvo no prospecto inicial, mas apenas com relação à administradora e gestora do fundo, por fazerem parte do mesmo grupo econômico (Rio Bravo). O FII adquiriu empreendimentos em fase de desenvolvimento das incorporadoras Cyrela e, principalmente, Urbic, e realiza atualmente contratos com distintas empresas imobiliárias destinadas à gestão do aluguel das unidades.

Por fim, o último FII dessa categoria é o PANORAMA. Como é o fundo mais novo que identificamos, operando a partir de 2023, a quantidade de informações relativas a ele é significativamente menor. Na documentação, é indicado uma vinculação explícita entre o FII e a incorporadora Helbor, sendo que o PANORAMA adquiriu 35 unidades de um empreendimento da mesma que ainda está em fase de desenvolvimento. A Helbor, entretanto, a partir de uma operação chamada de “retrovenda” realizada com o fundo, se comprometeu a pagar um valor correspondente a taxa DI + 4,2% ao ano para o PANORAMA até que o exercício do direito de recompra pela mesma seja exercido (por 101,5% do valor pago pelo FII pelas unidades), e considerando ainda o prazo máximo de 36 meses.

Em resumo, trata-se então de uma espécie de opção de compra adquirida pela incorporadora, tendo como contraparte o fundo PANORAMA. Desse modo, a renda obtida por este decorre não do aluguel das unidades, mas sim do prêmio pago pela Helbor. Por outro lado, como não há garantia que essa opção de recompra será exercida em sua totalidade pela incorporadora, e também que o fundo lançou tais imóveis como “Imóveis em Construção destinados a Renda” em suas demonstrações financeiras e informes periódicos, classificamos nessa forma de atuação.

A tabela a seguir sintetiza as relações entre os FIIs e os diferentes agentes imobiliários envolvidos, além de destacar o número de unidades, área estimada, localização e público-alvo, com exceção do fundo PANORAMA, em função das especificidades da operação realizada (Tabela 22).

Tabela 22. Agentes envolvidos com os principais FIIs de renda residencial e outras características¹

Fundo	Incorporador	Gestão Aluguel	Unidades	Área	Pub. Alvo	Localização
LUGGO	MRV	MRV/Luggo	490	25,6k	R. Média	SP, MG, PR
VECTIS	Cyrela	Charlie	348	12,2k	Curta/média duração	São Paulo (SP)
RIO BRAVO	Cyrela, Urbic	Outras ²	366	12,8k	Curta/longa duração	São Paulo (SP)
JFL	JFL Living	JFL Living	124	6k	R. Alta	São Paulo (SP)
HOUSI	Vitacon	Housi	188	4,9k	R. Média/Alta	São Paulo (SP)
HECTARE	Setin, Metrocasa	Beds, Outras	80 ³	3,7k ³	Estudantes	São Paulo (SP)

¹Em cinza claro indicamos as relações de parceria ou de pertencimento a um mesmo grupo econômico entre os agentes e o fundo.²Não é especificado um único e fixo gestor de aluguel para esse fundo.

³Referente ao empreendimento em operação Piragibe. Fonte: CVM. Elaboração do autor.

Apenas para fins comparativos, importa destacar a relevância desses fundos destinados a investidores em geral em comparação com os fundos voltados para a renda/desenvolvimento para investidores qualificados e/ou profissionais, e mesmo os fundos não listados em bolsa para termos a real dimensão da situação total do setor, bem como para que possamos reforçar nossa argumentação sobre a estreita relação desse processo com a financeirização do cotidiano. Tais fundos somam um total de R\$852,1 milhões do patrimônio líquido distribuído em oito FIIs: VBI ULIVING, GLOBAL, PANORAMA RE, AZURITA, IBIZA, ETR, além dos já destacados CSHG e YUCA, que são os únicos com esse outro público-alvo, mas que são listados em bolsa. Desse montante total, R\$488,1 milhões é referente somente ao VBI ULIVING, que é pioneiro no mercado de renda residencial desde 2013 e focado também em residências estudantis, no caso dos empreendimentos do FII.

Nesse sentido, é marcante que, mesmo ao considerarmos a totalidade de FIIs da CVM, os fundos de renda residencial listados e voltados a investidores em geral apresentam uma forte importância, que supera, em termos de patrimônio, os fundos exclusivos para investidores qualificados ou profissionais e não listados. Isso reforça

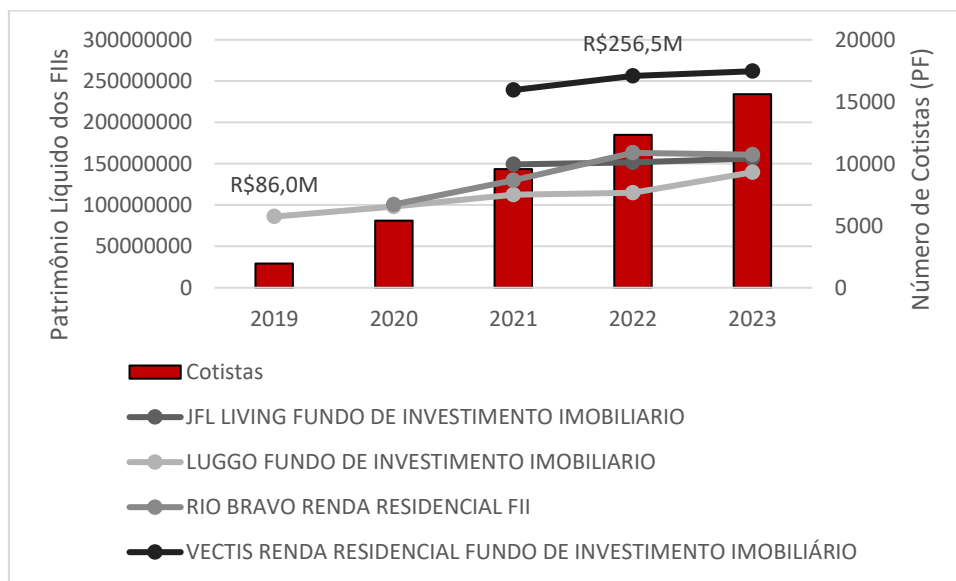
a noção de que é necessário a consideração dessa expansão de investidores com perfil distinto do que observamos nas duas primeiras décadas após a criação dos FIs, bem como seus significados e implicações na produção habitacional.

Além disso, e apesar de observarmos uma maior atuação na cidade de São Paulo, as diversas tipologias e públicos-alvo distintos que vimos nos quatro fundos destacados (VECTIS, RIO BRAVO, JFL e LUGGO) nos leva a questionarmos se o argumento de que essa expansão da produção destinada ao aluguel está intimamente relacionada com as dificuldades do acesso à moradia através da compra é completamente aplicável. Embora, certamente, seja um fator importante, conforme nos concentramos em capítulos anteriores, nos parece que os fenômenos observados indicam o segmento da renda residencial também como um nicho de atuação, ao menos no contexto dos FIs listados para investidores em geral. Uma nova oportunidade e frente de acumulação, onde as incorporadoras e outras empresas imobiliárias envolvidas com os fundos atuam de modo a, a partir da constituição do fundo: i) vender suas produções para um novo comprador final/demanda solvável (os crescentes novos investidores dos FIs); ii) explorar a renda imobiliária através da atuação enquanto gestores do aluguel das unidades vendidas; iii) embora não enfatizado, mas possibilitar o ganho financeiro através da utilização de empresas do setor financeiro do mesmo grupo econômico, ou relacionados, enquanto administradores ou gestores do fundo. É o que revela a relação entre o fundo com suas empresas imobiliárias destacadas na tabela anterior, que ocorre em todos os FIs mais significativos, com exceção do RIO BRAVO.

Desse modo, o ponto principal é o fato de que os incorporadores, enquanto agentes que adquirem o terreno, contratam (ou são) o capital produtivo para produzir as moradias e, posteriormente, vendem a produção capturando lucros e sobrelucros, permanecem nesse mesmo circuito de valorização. Não necessitam imobilizar uma quantidade relevante de capital na forma da mercadoria-moradia para, então, extrair a renda imobiliária. Isso porque, ao criar ou largamente controlar as condições e formas de atuação dos fundos imobiliários, estes podem permitir tanto a continuidade do processo de acumulação do incorporador, na medida em que esses fundos adquirem essa produção realizada, quanto a extração de parte da renda imobiliária com as empresas de gestão do aluguel, na medida em que os fundos contratam tais empresas dessa atividade relacionadas com as incorporadoras.

Analiseemos a evolução do patrimônio dos quatro fundos de maior representatividade em termos de unidades, patrimônio e área, e do número de cotistas, de modo a ajudar nossa compreensão a respeito das possibilidades de expansão dessas operações (Gráfico 26).

Gráfico 26. Evolução do número de cotistas e dos quatro principais FIs de renda residencial para investidores em geral listados na bolsa



Fonte: CVM. Elaboração do autor.

Como podemos observar, e com exceção do fundo LUGGO e do fundo RIO BRAVO, que realizaram, respectivamente, uma e duas novas emissões de cotas de esforços restritos, o restante dos fundos permaneceu sem realizar essa prática desde sua primeira oferta. Portanto, no geral a quantidade de recursos sob gestão desses fundos permanece estável. As pequenas variações que apresentam do patrimônio se referem às valorizações apresentadas nas reavaliações do valor patrimonial dos seus ativos imobiliários, que são feitas regularmente, como é possível observar no caso do fundo VECTIS e JFL. Buscaremos argumentar, quando analisarmos o fundo LUGGO de forma mais aprofundada a seguir, que o baixo retorno relativo apresentado pelo aluguel residencial, em conjunto com alterações das condições macroeconômicas a partir dos primeiros anos da década de 2020, resultou em uma baixa atratividade desses fundos, minando as possibilidades de expansão de suas operações, ao menos momentaneamente, através de novas ofertas de cotas ao mercado em função da forte queda do preço de tais cotas no mercado secundário.

Isso indica que, se a expansão de investidores e, conseqüentemente, dos recursos dos fundos imobiliários a partir do final da década de 2010 representou um momento de oportunidade, ou uma nova frente de acumulação por parte das empresas imobiliárias relacionadas com esses fundos, possibilitando ganhos de origem imobiliária, fundiária e financeira, isso resultou também em limitações para a expansão dessas operações. É que, na medida em que os ganhos principais do fundo, ou uma parte substancial destes, são capturados pelos agentes imobiliários do fundo, e não pelos cotistas, isso resulta em situação onde os rendimentos reais destes se mostram pressionados. Desse modo, ao transformar esse processo de produção e distribuição da moradia em um ativo financeiro (as cotas dos fundos), a linha que divide as possibilidades de novas frentes de acumulação, e a reprodução das condições que permitem a expansão desse processo se mostra bastante estreita, e altamente influenciada pelas condições macroeconômicas, nomeadamente a taxa de juros, que passou por um forte processo de alta a partir do momento de abertura desses primeiros fundos imobiliários voltados para a renda residencial.

Nesse sentido, embora trabalhos recentes que se debruçaram sobre o mercado da renda residencial, e em especial a partir dos FIs, destaquem esse processo inserido em dinâmicas mais amplas como o crescimento das *proptechs* de renda residencial (KALINOSKI; PROCOPIUCK, 2022), ou as relações entre Estado e agentes imobiliários e financeiros na criação desse novo ativo de acumulação imobiliário-financeiro (MARÍN-TORO, 2024), nosso ponto é que, na indústria dos FIs, esse processo se mostra também enquanto uma busca de novas frentes de financiamento e realização da produção das empresas imobiliárias envolvidas. Mais importante, entretanto, é que se trata de um processo em estreita relação com a financeirização do cotidiano, pois é a diminuição da aversão aos riscos e a introdução desse novo pequeno investidor que viabilizou, em parte, essas operações.

Casos como o dos fundos HOUSI, e mesmo o do CSHG, destinado a investidores profissionais, corroboram esse argumento. É que, na medida em que o aluguel residencial, ou então a renda mínima garantida, deixou de ser o suficiente para atrair novos investidores, tal como ocorreu no momento da abertura desses fundos, a opção tomada foi a venda dos ativos (HOUSI) e liquidação do CSHG. Reconhecemos que tais imóveis podem ter sido comprados por atores relevantes, talvez com outras características e propósitos, para a continuidade do processo de extração de renda.

Entretanto, isso já expande a análise para outras dinâmicas envolvendo o mercado da renda residencial para além do escopo desta tese.

Assim como realizamos no caso do grupo de desenvolvimento para venda dos FIs, convém aprofundarmos nessa importância das pessoas físicas na existência dos fundos de renda residencial. Ao contrário do primeiro grupo em que i) em termos de quantidade, os fundos para investidores qualificados e profissionais eram mais significativos; mas ii) a forte concentração de recursos nos FIs MÉRITO e TG ATIVO advindos de dezenas de milhares de pessoas físicas tornavam os FIs para investidores em geral altamente capitalizados, e exacerbavam os efeitos da financeirização do cotidiano, o que observamos no caso do segundo grupo é algo relativamente distinto. De fato, sete dos nove fundos listados são para investidores em geral, que significa que, em termos de quantidade, estes FIs são mais significativos. Por outro lado, os únicos dois fundos imobiliários não destinados a investidores em geral, o CSHG e YUCA, possuem um baixo valor patrimonial comparado ao restante dos FIs listados desse grupo. Por fim, observamos uma menor concentração, dentro dos fundos para investidores em geral, da participação de pessoas físicas, considerando a posição em 12/2023 (Tabela 23).

Tabela 23. Fundos de prazo indeterminado com número de cotistas, percentual das cotas detidos por PF e PJ¹, meses com distribuição de rendimentos e número de emissões (12/2023).

Fundo	Cotistas PF	Cotistas Total	%Cotas PF	%Cotas PJ	Meses c/ Rendimentos*	Emissões
VECTIS	4.242	4.262	94,60%	5,40%	100%	1
RIO BRAVO	1.178	1.204	48,67%	51,33%	83,33%	3
JFL	3.641	3.668	30,70%	69,30%	100%	1
LUGGO ³	6.552	6.564	39,35%	60,65%	100%	2
HOUSI	1.532	1.561	20,27%	79,73%	100%	2
HECTARE ⁴	64	68	2,67%	97,33%	0%	3
PANORAMA	78	110	34,15%	65,85%	41,66% ¹	1
YUCA	49	60	26,69%	73,31%	83,33%	2
CSHG	3	6	0,96%	99,04%	NSA ²	1

*Quantidade de meses, nos últimos 12 meses da data de referência, que houve distribuição de proventos. Não consideramos amortização. ¹Consideramos as informações dos informes anuais que indicavam a participação ponderada por faixas de pulverização de cotas detidas e, também, os que indicavam o total agregado de participação entre PF e PJ. ²O CSHG estava em processo de liquidação, distribuindo valores relativos à amortização do capital da primeira emissão de cotas. ³Referência é 06/2023 (fim do exercício social). ⁴Referência é 12/2022 (erro de digitação na 12/2023) Fonte: CVM, Funds Explorer (distribuição de proventos e amortizações). Elaboração do autor.

Como podemos observar, embora a maior parte dos FIs apresentem cotistas pessoas físicas detendo de 30% a 50% de suas cotas, alguns casos destoam bastante, como o VECTIS, que quase 95% das cotas são detidas por pessoas físicas, e o HECTARE, que apresenta pouco menos de 3% de suas cotas sob propriedade de pessoas físicas. Neste último caso, o fato de o FI não ter realizado distribuição de rendimentos nos últimos doze meses, indubitavelmente, é um fator de relevância. Conforme destacado, trata-se do único fundo com esse público-alvo que observamos que atua no desenvolvimento para renda. O fundo VECTIS, por sua vez, desde a sua data de abertura até o recorte em questão distribuiu a totalidade dos rendimentos em razão da rentabilidade mínima garantida. É sempre importante que consideremos os dados relativos à participação de pessoas físicas enquanto partes de uma construção mais ampla e complexa. Isso porque, ainda que sejam significativos para expressar a participação relevante de pessoas físicas diretamente nos fundos em questão, a participação desses investidores também pode ocorrer de forma indireta, como através do investimento em “fundos de fundos”, por exemplo.

Com exceção do fundo HECTARE STUDENT HOUSING e do caso específico do fundo PANORAMA de ter sido aberto durante o ano de 2023 (cf. destaque ¹ da Tabela 23), o restante dos FIs para investidores em geral indicam uma periodicidade na distribuição de rendimentos que, embora destacamos apenas as distribuições considerando os últimos 12 meses, se estendem nesses níveis durante toda a existência dos FIs, especialmente decorrente do mecanismo de rentabilidade mínima garantida apontado. Isso não gerou, entretanto, forte capacidade de expansão através de novas emissões de cotas, ao menos direcionadas a investidores em geral. Com efeito, e com exceção do referido fundo HECTARE, todas as poucas ofertas realizadas foram feitas com esforços restritos (ICVM 476), isto é, exclusivas a investidores qualificados ou profissionais, embora isso pressuponha o direito de exercício de subscrição dos cotistas no momento da realização.

Ainda que não tenha sido objeto de interesse desta tese compreender as dinâmicas próprias dos fundos destinados a investidores qualificados ou profissionais, a baixa quantidade destes, nesse grupo, nos permite fazer algumas considerações que ajudam a reforçar a noção de heterogeneidade da indústria dos FIs, mesmo os que são listados, bem como comparar algumas das práticas desses primeiros com os casos que observamos nos FIs para investidores em geral.

O caso mais significativo, a nosso ver, é o fundo CSHG. Conforme apontamos anteriormente nesta seção, o fundo tinha como objetivo uma possível expansão de suas operações através de novas ofertas de cotas em momento posterior. Entretanto, optou por vender a participação que havia adquirido de empreendimentos da JFL Living e posteriormente liquidar o fundo. Com apenas seis cotistas, sendo metade destes representados por três fundos imobiliários e com mais de 99% da quantidade de cotas, na data de referência, é notável que esse FII apresenta forma de organização distinta do restante, especialmente no caso da distribuição de rendimentos, que não se mostra como algo de grande importância. Em análise dos relatórios gerenciais do FII, é expressamente indicado que não haveria rentabilidade mínima quando da compra dos empreendimentos da JFL, que ainda estavam em construção. Assim, o fundo permaneceu sem distribuir proventos até o momento em que decidiu por vender as unidades e distribuir o resultado. Enquanto o fundo YUCA, por sua vez, realizou considerável distribuição de proventos nos últimos doze meses, tal distribuição foi significativamente baixa (em termos de meses que ocorreram) nos dois primeiros anos de funcionamento do fundo (três em cada).

Desse modo, diferem do que é observado nos quatro fundos mais representativos em termos de patrimônio e número de cotistas – VECTIS, RIO BRAVO, JFL e LUGGO –, visto que, em todos os casos, houve ou a RMG, ou a compra de unidades prestes (ou já) a entrar em operação. Igualmente, refletem dinâmicas distintas de captura de recursos e intencionalidades envolvidas na abertura e operação dos fundos imobiliários. A análise mais próxima do FII a seguir nos ajudará no maior aprofundamento e ilustração dessas dinâmicas e frentes de valorização abertas, ou expandidas, nesse contexto.

5.5.1 As três frentes de valorização: o FII Luggo

O LUGGO FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO – FII, que continuaremos a chamar apenas de “LUGGO”, é um fundo imobiliário do segmento residencial e com mandato de renda que iniciou suas atividades no fim de 2019, destinado à compra de ativos imobiliários para a posterior exploração do aluguel. Além de publicar relatórios gerenciais regularmente, para além dos documentos exigidos pela ICVM 571, o fundo ainda conta com um *site* próprio onde enfatiza sua relação

tanto com a construtora e incorporadora MRV quanto, como o nome sugere, a plataforma de gestão de aluguéis Luggo. No nosso juízo, trata-se de um caso emblemático do setor dos fundos imobiliários, e talvez o mais significativo do segmento da renda residencial, por ao menos duas razões.

Em primeiro lugar, por essa explícita vinculação entre empresas do setor imobiliário com o fundo, bem como pela participação de empresas de um mesmo grupo econômico, nomeadamente a MRV, Luggo e Banco Inter, com funções diversas dentro do fundo: a Luggo é a primeira *startup* de gestão de aluguel da MRV e é apontada como Consultor Imobiliário do FII. O Banco Inter, fundado pela mesma família que originou a MRV, por sua vez, é a Administradora. A MRV, enquanto construtora e incorporadora, por fim, é a responsável pela produção dos empreendimentos imobiliários que serão adquiridos, ou os ativos-alvo, pelo fundo. Como destacamos anteriormente, embora tais vinculações não sejam uma exclusividade do fundo LUGGO, e também nem mesmo do segmento residencial, isso ganha relevância pela participação dessas empresas em todas as frentes de valorização e extração de renda possíveis, como se subentende.

Em segundo lugar, pela importância em termos de área construída e número de unidades sob propriedade do fundo, bem como a diversidade de localizações dos empreendimentos que destoa do restante analisado. Com efeito, o FII LUGGO possui cinco edifícios, que correspondem a 490 apartamentos e cerca de 26 mil metros quadrados de área construída distribuídos entre Belo Horizonte – MG (dois), Curitiba – PR (dois) e Campinas – SP (um), considerando a data de referência (12/2023). Isso representa, aproximadamente, 20,9% e 12,1% da quantidade total de unidades e área construída dos fundos listados de atuação no mercado de renda residencial. No entanto, se considerarmos apenas os destinados a investidores em geral, esses números sobem significativamente para 30,2% e 22,2%.

O fundo divulgou o prospecto da primeira oferta pública de distribuição de cotas no final de 2019, onde há um detalhamento das características do fundo, os ativos específicos que seriam adquiridos e os mencionados agentes que estariam envolvidos com a operação do fundo e dos empreendimentos imobiliários. Para além disso, há também uma série de normas e informações relativas aos riscos envolvidos, com destaque para os potenciais riscos decorrentes de situações de conflito de interesses. Esta última questão decorre do fato de que o objetivo central dessa primeira emissão

de cotas era a aquisição de quatro SPEs controladas diretamente pela MRV, mas também da atuação já mencionada dos outros agentes (Luggo e Banco Inter) junto ao fundo, como consultor imobiliário e administrador, respectivamente. O trecho a seguir do prospecto sintetiza essas situações conflitadas:

Adicionalmente, o presente Prospecto estabelece que os recursos obtidos pelo Fundo com a Primeira Emissão serão destinados à aquisição de Ativos Imobiliários Alvo de propriedade da MRV ou de outras sociedades do Grupo MRV. Ocorre que a MRV, que é controlada pelo Banco Inter S.A., que é o mesmo controlador do Administrador, será, através de sua linha de negócios Luggo, a instituição responsável pela prestação de serviços de consultoria especializada e análise, seleção e avaliação dos Ativos Imobiliários e demais ativos integrantes ou que possam vir a integrar a carteira do Fundo, bem como pela locação e administração da locação dos Ativos Imobiliários de propriedade do Fundo. Adicionalmente, a MRV, por meio de sua linha de negócios Luggo, atuará como administrador de condomínio dos Ativos Imobiliários e a MRV poderá ser contratada pelo Fundo, sempre que necessário, para prestar serviços de manutenção, conservação e reparo dos Ativos Imobiliários, e que tais situações podem vir a ensejar uma situação de conflito de interesses. (LUGGO, 2019a, p. 61)

A tabela a seguir resume as principais taxas e remunerações que seriam inicialmente cobradas do fundo e distribuídas aos agentes, especificamente a subsidiária do Banco Inter e a MRV, através da Luggo (Tabela 23).

Tabela 23. Quadro resumo da Taxa de Administração e Remuneração do Consultor Imobiliário

Taxa de Administração (Inter DTVM)	Remuneração do Consultor Imobiliário (MRV/Luggo)	
0,76% ao ano sobre o patrimônio ou sobre o valor de mercado do fundo (o que for maior)	Taxa de Consultoria	0,6% ao ano sobre o patrimônio do fundo, descontado da Taxa de Administração
<i>Mínimo de R\$20.000 (mensal)</i> Não inclui os valores descontados da Taxa de Administração para a remuneração de outros prestadores de serviço do fundo	Remuneração Variável - Consultor Imobiliário	20% da rentabilidade do fundo que exceder 110% da variação do CDI Não é descontada da Taxa de Administração Apenas a partir do 12º mês do início do serviço
	Outros	5% sobre o valor dos aluguéis dos Ativos Imobiliários
		50% das receitas que gerar pela implementação de melhorias nos Ativos Imobiliários (<i>vending machines</i> , lavanderia compartilhada, <i>locker</i> , <i>petcare</i> etc.)

Fonte: LUGGO FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO – FII (Prospecto Definitivo Da Oferta Pública De Distribuição Das Cotas Da Primeira Emissão). Elaboração do autor.

Como podemos observar, a principal remuneração buscada pela MRV/Luggo, para além da taxa fixa de 0,6% ao ano sobre o patrimônio do fundo, é decorrente da comissão de 5% sobre as receitas dos aluguéis dos ativos imobiliários do fundo. Também nos chama a atenção a remuneração de 50% da receita gerada pela implementação de melhorias ou serviços nos empreendimentos, que são uma série de benefícios comuns à tipologia adotada (*Multifamily*) e que são observadas nos empreendimentos que foram adquiridos. Além disso, e apesar de o prospecto definir a não cobrança, dentro da taxa de administração, de taxa de performance, fica claro que esta foi embutida dentro da remuneração do consultor, como é possível observar na “Remuneração Variável – Consultor Imobiliário” da Tabela 23.

Cerca de uma semana após a divulgação do prospecto, foi encerrada, então, a primeira oferta pública de distribuição de cotas, resultando na captação máxima prevista de R\$90 milhões, distribuídos em 900 mil cotas de R\$100 cada. Na época, alguns jornais da imprensa econômica anunciaram o sucesso de tal oferta, destacando a intenção expressa pela MRV de realizar uma nova oferta primária (*follow-on*) já no final do ano seguinte⁵⁷. Antes de adentrarmos nesse ponto, entretanto, vamos discutir algumas questões, começando com a distribuição das cotas mencionadas de acordo com o tipo de investidor (Tabela 24).

Tabela 24. Resultado da 1ª oferta pública de distribuição de cotas (LUGG11) - 10/12/2019

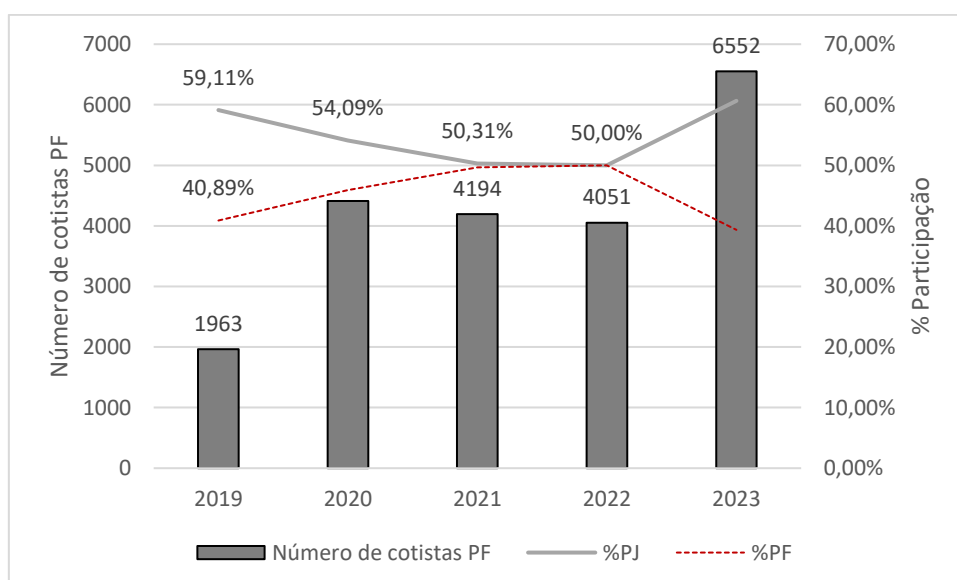
Tipo de Investidor	Número de Adquirentes	Quantidade de Cotas
Pessoas Físicas	1.661	204.682
Fundos de Investimento	3	150.000
Instituições Intermediárias Participantes do Consórcio de Distribuição	1	381.224
Demais Pessoas Jurídicas	2	750
Sócios, Administradores, Empregados, Prepostos e demais pessoas ligadas ao Fundo e às Instituições Intermediárias Participantes da Oferta a que se refere o art. 34 da Instrução CVM 400	302	163.344
Total	1.969	900.000

Fonte: LUGGO FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO – FII (Oferta Pública de Distribuição de Cotas, Anúncio de Encerramento). Elaboração do autor.

⁵⁷ “Luggo: MRV prepara nova oferta do fundo imobiliário que saltou 20%”. Fonte: <https://www.moneytimes.com.br/luggo-mrv-prepara-nova-oferta-do-fundo-imobiliario-que-saltou-20/>

Como é possível observar, ao menos 1.661 pessoas físicas participaram dessa primeira oferta, adquirindo 22,6% da oferta inicial. O processo de participação é distinto da negociação em bolsa usual, visto que é necessário aderir à oferta através de um procedimento específico (primário). Assim, esse momento inicial é geralmente destinado a um público, ainda que sejam pessoas físicas também, distinto, com maior acesso à informação e ofertas primárias através de assessorias de investimento, por exemplo. Nesse sentido, observemos a evolução da quantidade de pessoas físicas após o início da negociação na bolsa de valores (Gráfico 27).

Gráfico 27. Evolução do número de cotistas pessoas físicas e da participação (%) por pessoa física (PF) e jurídica (PJ)*



*Dados referentes a junho, que é o encerramento do exercício social do fundo e, portanto, a referência dos Informes Anuais, onde tais informações podem ser obtidas. A exceção é o ano de 2019, em que a referência foi dezembro. Fonte: CVM (Informes Anuais). Elaboração do autor.

É notável que a participação de pessoas físicas possui um peso relevante no fundo, passando de cerca de 40%, no final de 2019, para 50%, em junho de 2022, quando observamos a primeira queda em função de uma oferta restrita de cotas exclusiva para investidores profissionais, entre 2022 e 2023. Além disso, essa participação foi altamente concentrada na faixa de pulverização⁵⁸ de até 5% das cotas que, de 2019 até 2021, permaneceu acima de 99% detido por pessoas físicas, denotando a importância, sobretudo, do pequeno investidor na operação e potencial

⁵⁸ Tal dado se refere ao número de cotistas, cotas, % de cotas detido em relação ao total emitido e o % detido por PF e PJ de acordo com oito faixas de pulverização: até 5%, 5 a 10%, 10 a 15% e assim por diante.

expansão do fundo LUGGO. Quando consideramos a subida na participação de pessoas físicas entre 2019 e 2021, ou seja, antes da nova emissão restrita de cotas, isso também parece indicar um processo de realização parcial de lucros de pessoas físicas ou jurídicas relacionadas com a abertura do fundo após o início da negociação de suas cotas no mercado secundário (bolsa).

Como mencionamos, a captação inicial do fundo foi destinada ao investimento em quatro SPEs controladas pela MRV, sendo estas: MRV Cipreste, MRV Dom Pedro I, Rental Lindoia e Rental Positivo. Correspondiam, respectivamente, aos empreendimentos Luggo Cipreste, Luggo Ecoville, Lugo Lindoia e Luggo Cenarium. Posteriormente, com a mencionada nova oferta restrita de cotas, o fundo LUGGO adquiriu um novo edifício já pronto (Luggo Tipuana, que, posteriormente, teve seu nome alterado para Luggo Inter Residence) para realização de uma reforma e adequação e posterior exploração do aluguel a partir de meados de 2023. A imagem a seguir mostra os quatro primeiros empreendimentos.

Figura 6. Ativos-alvo do prospecto inicial do fundo LUGGO



Fonte: Fundo LUGGO (Relatório Gerencial). Disponibilizado pela CVM. Elaboração do autor.

Embora não tenhamos encontrado referência ao termo *Multifamily* (em que os apartamentos não constituem parte de um condomínio, mas frações de uma única propriedade que, nesse caso, é do FII em questão) nos relatórios gerenciais do fundo LUGGO, tal tipologia é destacada em resultados trimestrais consultados da MRV. De todo modo, esses primeiros documentos destacam a estrutura dos empreendimentos e a existência de uma série de serviços *on demand*, como diarista, *coworking*, *locker*, espaço pet, *carsharing* etc. que, como vimos no quadro de remuneração e taxas, 50%

das receitas de tais serviços representam remuneração direta do Consultor Imobiliário, que é a MRV/Luggo. Entretanto, nos chama mais a atenção a localização, especialmente a ausência da cidade de São Paulo (Tabela 25), que é comumente associada como local de maior interesse para empreendimentos de renda residencial, bem como as características construtivas dos edifícios.

Tabela 25. Empreendimentos do fundo LUGGO

Ativos Imobiliários	Unidades	Área (m²)	Localização
Luggo Cipreste	116	5.349,06	Belo Horizonte - MG
Luggo Ecoville	88	4.569,49	Curitiba - PR
Luggo Lindóia	128	5.896,00	Curitiba - PR
Luggo Cenarium	120	6.062,70	Campinas - SP
Luggo Inter Residence*	38	3.722,74	Belo Horizonte - MG

*Anteriormente denominado Luggo Tipuana. Fonte: CVM (Informe Trimestral).

Todos os empreendimentos sob propriedade do fundo estão localizados nas cidades de Belo Horizonte, Curitiba e Campinas. Inicialmente, isso parece expressar a característica da MRV de atuar em cidades ou bairros onde os preços fundiários são menores, ou então no mercado dos “empreendimentos residenciais populares” (SHIMBO, 2010), possibilitando a aquisição de extensas quantidades de terra e a construção de grandes empreendimentos, gerando ganhos em escala. Igualmente, as características construtivas dos edifícios, ou seja, o fato de serem grandes empreendimentos de apartamentos de 40 a 50 metros quadrados com padrão de acabamento semelhante ao realizado normalmente pela MRV, reforçam que essa produção corresponde, ou se adequa, à experiência prévia da construtora e incorporadora envolvida com o fundo. Não obstante, há uma indicação, também nos balanços trimestrais, do esforço estratégico de localizar os condomínios próximos a centros comerciais, polos empresariais e universidades, embora os relatórios gerenciais do próprio fundo pareçam destacar mais as vantagens e serviços internos dos empreendimentos do que a localização dos mesmos.

Embora não haja uma indicação explícita do público-alvo desses empreendimentos em seus relatórios gerenciais, o preço médio do aluguel, tomando como referência o final de 2023, corrobora o argumento de que tais empreendimentos possuem um perfil distinto do que vimos anteriormente em outros fundos do segmento (como o caso do fundo JFL), e mais próximos, em termos de faixas de renda, do

público-alvo da MRV (média). De fato, em todas as três cidades esse preço é próximo da média das respectivas localizações, considerando os dados referente ao mesmo mês do índice FipeZAP de aluguel residencial.

Como, em suma, é realizada a produção desses empreendimentos e, posteriormente, a operação dos mesmos? Qual é o papel do fundo e, conseqüentemente, dos investidores, nesse processo? Mais importante, quais, se existem, as condições de expansão dessa operação?

No próprio *site* institucional do fundo Luggo⁵⁹, encontramos a seguinte informação em destaque: *“Enquanto a MRV compra o terreno e constrói o imóvel, a Luggo é a responsável pela locação e administração do ativo. Com os apartamentos alugados, ao investidor resta apenas receber a renda gerada”*. Embora a frase seja elucidativa com relação à participação, ao potencial e aos limites de ganho de cada agente envolvido, ela não expressa por completo os processos. Isso porque não ficou precisamente claro em que momento o investidor adentra, ou adentrará, nessa produção. Ao analisarmos o primeiro relatório gerencial divulgado pelo fundo, ainda em 2019, bem como os resultados trimestrais da MRV, isso se torna nítido.

No referido relatório, já são destacados os quatro empreendimentos, bem como algumas características destes, em especial o status da obra e início das locações: Luggo Cipreste, 100% concluído e início das locações em janeiro de 2019; Luggo Ecoville, 100% concluído e início das locações em outubro de 2019; Luggo Lindóia, 99,5% concluído, com previsão do início das locações em março de 2020; e Luggo Cenarium, 78,1% concluído e previsão de início das locações em maio de 2020. Portanto, enquanto os dois primeiros empreendimentos já estavam em processo de locação, os dois últimos ainda estavam em fase de finalização das obras. Isso nos leva à conclusão de que o fundo LUGGO atua, assim, tanto como comprador dos imóveis já prontos, isto é, enquanto demanda solvável para a efetiva venda/realização da produção, quanto como financiador de parte dessa produção, nesse caso nos seus estágios finais, ainda que em clara menor escala. Neste último caso, isso decorre da particularidade da produção da mercadoria imobiliária no geral de que o desembolso dos recursos necessários à sua produção não se dá em um único momento, mas sim (usualmente) ao longo de todo o processo de produção do empreendimento, que

⁵⁹ <https://invista.luggo.com.br/>

geralmente é longo. De todo modo, é bastante elucidativo o que é exposto nos resultados do último trimestre de 2019 pela MRV:

Ainda com foco na diversificação e aproveitando a oportunidade apresentada com a significativa redução da taxa Selic, entregamos ao mercado os primeiros empreendimentos LUGGO. Trata-se de uma iniciativa inovadora que consiste na construção de empreendimentos desenvolvidos para a locação residencial e posterior venda a um Fundo de Investimento Imobiliário (FII). Em dezembro efetuamos a venda de quatro empreendimentos Luggo para o primeiro FII puramente residencial do país. *Com isso, atendemos à crescente demanda por locação residencial e acessamos, com exclusividade, mais uma fonte de funding, além do FGTS e o SBPE.* (MRV, 2020a, p. 4, grifo nosso).

Em complementação, é ainda apontado no mesmo balanço da construtora e incorporadora que “Os resultados da operação de venda dos quatro empreendimentos da Luggo para o FII foram em linha com a rentabilidade da MRV [...]” (MRV, 2020a, p. 9), expressando, novamente, a importante condição do fundo enquanto espécie de demanda solvável e, conseqüentemente, forma de realização da produção (lucro produtivo da construção) e da renda fundiária (incorporação) para a MRV. A nosso ver, esses comentários reforçam a noção de que a financeirização do cotidiano operou um papel importante no segmento da renda residencial ao expandir possibilidades, ou estratégias, de acumulação para as empresas do setor imobiliário residencial envolvidas com os FIIs, que observamos também nos outros FIIs destacados.

Como estamos apontando ao longo do trabalho, entretanto, é notável que esse crescimento expressivo da participação de pessoas físicas na indústria dos fundos imobiliários, dimensão da financeirização do cotidiano, se deu em função não apenas do seu atrelamento com o culturalmente sólido “setor imobiliário”. Mas também, e fundamentalmente, por possibilitar a extração de proventos recorrentes (mensais) proporcionalmente ao montante investido nas cotas, em linha com as principais referências de rentabilidade, como os títulos de dívida pública e privada ou, mais geral, com a taxa de juros vigente. Em outras palavras, se o público-alvo do fundo LUGGO é o investidor “em geral”, acreditamos que algumas práticas tiveram que ser adotadas para a garantia da permanência e, preferencialmente, para o crescimento do interesse pelo fundo em questão. Nesse sentido, analisemos agora algumas das práticas e estratégias adotadas que entendemos aqui enquanto de valorização do acionista.

Ainda nos primeiros meses de lançamento, e em função de dois dos empreendimentos adquiridos não estarem operando, foi apontado, tanto no prospecto

quanto nos primeiros relatórios gerenciais, que o contrato de compra e venda de cotas das SPEs em questão continham uma cláusula “[...] que obriga a MRV a pagar um determinado valor, a título de indenização, ao Fundo, desde a data de fechamento dos contratos de compra e venda até a obtenção do habite-se dos Empreendimentos Luggo Cenarium e Luggo Lindoia [...]” (LUGGO, 2019, p. 53). Para além disso, os relatórios gerenciais indicam ainda a existência de um contrato tampão com a MRV que tinha validade até dezembro de 2021 e estipulava que a incorporadora alugaria quantas unidades fossem necessárias até que o total locado chegasse a 95%, semelhante a uma RMG, porém em menor escala no caso desse FII. Assim, já no segundo mês de negociação das cotas do fundo LUGGO, os rendimentos distribuídos giravam em torno de R\$0,50 por cota que, anualizado, apresentava um potencial de rendimento de cerca de 6%, em momento que a taxa Selic estava inferior a 5%, e acima do que era esperado e divulgado pelo fundo. O quadro a seguir sintetiza as outras principais práticas de valorização do acionista encontrada em análise aos fatos relevantes divulgados pelo fundo durante sua operação.

Tabela 26. Resumo dos fatos relevantes relacionados com a valorização do acionista

Data	Resumo do comunicado
Janeiro de 2021	MRV, enquanto Consultor Imobiliário, renuncia à Remuneração Variável (taxa de performance) de 20% da rentabilidade do fundo que ultrapassar a variação de 110% do CDI a partir do 13º mês de operação do fundo.
Dezembro de 2021	Alteração no modelo de garantia contratado junto à seguradora Porto Seguro, que gere os sinistros e a inadimplência da carteira dos locatários. O percentual sobre o preço do aluguel é reduzido de 6,5% para 5%, e passa a incluir cobertura de Danos ao Imóvel, Água, Luz, Pintura interna e Multa de rescisão.
Outubro de 2023	Entre os meses de Outubro e Dezembro de 2023 o Administrador e Consultor Imobiliário abriram mão, respectivamente de 50% dos serviços de administração (administração fiduciária e gestão) e 100% dos serviços de consultoria imobiliária. Isso se deu em função do atraso no <i>retrofit</i> do Luggo Tipuana (Luggo Inter Residence), e, no Fato Relevante em questão o fundo ainda destaca que “A provisão constante da carteira do Fundo acerca das referidas remunerações será revertida em benefício do Fundo e dos interesses dos cotistas.”
Maio de 2024	Entre os meses de Maio e Dezembro de 2024, novamente, concederam desconto de 50% em todas as taxas de administração e consultoria imobiliária, incluindo agora também a comissão referente aos aluguéis.

Fonte: Fatos Relevantes do fundo LUGGO. Elaboração do autor.

Isso nos leva, agora, à discussão dos limites e possibilidades de expansão da operação do fundo LUGGO. Ainda no início de 2020, em balanço trimestral divulgado pela MRV, a construtora e incorporadora indicava:

Além dos quatro empreendimentos vendidos para o FII LUGG11 em 2019, outros sete terrenos foram adquiridos pela Luggo para construção de novos empreendimentos focados em locação. Os novos condomínios serão construídos em cinco estados, nas cidades de Salvador, São Paulo, Campinas, Belo Horizonte, Porto Alegre e Brasília, totalizando 1.616 novas unidades. *Pretendemos fazer o primeiro Follow-on e vender novos empreendimentos ao FII LUGG11 entre o 4T20 e o 1T21* (MRV, 2020c, p. 29, grifo nosso).

O contexto dessa fala envolve, acreditamos, duas questões principais: i) a captação máxima da primeira oferta de cotas do fundo, bem como sua posterior valorização quando do início da negociação no mercado secundário e, em geral, a novidade da tipologia adotada; e, mais importante, ii) a taxa de juros em níveis historicamente baixos no momento, cerca de 4%, e o rendimento do fundo, com os proventos, consideravelmente acima desse patamar. Nesse sentido, é possível compreender os movimentos, por parte da MRV, de aumento do banco de terrenos destinados aos empreendimentos da Luggo para posterior venda ao fundo LUGGO, bem como outras falas como a seguinte, do Diretor Executivo de Finanças e RI, Ricardo Paixão, em março de 2020, em conferência aos acionistas da MRV:

Bom, com relação à Luggo, na Luggo a gente tem diversos estágios, estágios diferentes de execução. A gente tem 8 obras aí para serem executadas ao longo desse ano da Luggo, ano passado foram 4, então a gente está dobrando em relação ao ano passado. *Obviamente, nem todas elas ficam prontas ainda dentro desse ano, então a gente deve conseguir fazer um follow-on do fundo, né, do LUGG11, esse ano não para a totalidade ainda das unidades, uma parte esse ano e uma parte no início do ano que vem.*

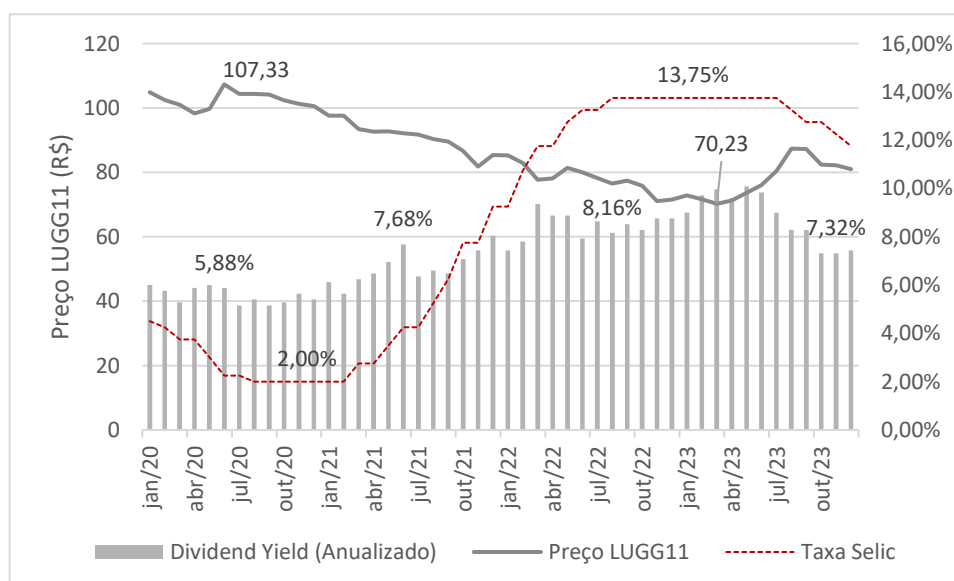
Então, é um *pipeline* crescente esse negócio da Luggo, a gente está apostando muito nisso, a companhia já tem landbank prospectado para isso, já estamos fazendo novas prospecções também, *então a gente deve ver a Luggo crescendo aí, pelo menos dobrando ano após ano pelos próximos anos.* (MRV, 2020b, p. 45, grifo nosso).

Essas falas obtidas nos balanços e conferências da MRV devem ser compreendidas inseridas dentro de uma outra dimensão da financeirização, ainda que esteja correlacionada. Isto é, aquela que destacamos envolvendo a abertura de capital de uma série de construtoras em meados da década de 2000 e sua inserção no contexto de mudanças na forma de governança dessas empresas. Nesse contexto de crescimento da importância do acionista, uma de suas expressões, dentre outros fatores, é a pressão por demonstração de potencial de crescimento através do aumento do banco de terrenos, lançamentos etc. (SANFELICI, 2013).

Nos atentando aos fatos concretos envolvendo tanto a MRV quanto o fundo LUGGO no contexto da financeirização do cotidiano, uma série de acontecimentos, envolvendo desde a pandemia até a escalada na taxa de juros a partir de 2021 comprometeu as expectativas apresentadas, e apenas uma nova emissão foi realizada, restrita a investidores profissionais. Como destacamos, foi a emissão que resultou na aquisição do quinto empreendimento do fundo LUGGO, a partir de uma captação de cerca de R\$18 milhões, ou 20% do que havia sido captado no final de 2019. Isso se deu, conforme Fato Relevante de setembro de 2022, “[...] com o objetivo de regular os termos do potencial investimento da MECA no Fundo, mediante subscrição de novas cotas de emissão do Fundo a serem integralizadas pela MECA com um imóvel situado à Rua Tenente Brito Melo, 472, 12ª seção urbana, no município de Belo Horizonte [...]”. Ou seja, o quinto imóvel que hoje compõe a carteira do fundo LUGGO e o único não incorporado e produzido pela MRV diretamente. Em outras palavras, tratou-se de uma oferta realizada com o objetivo específico de incorporar um edifício já feito da empresa MECA em questão, não envolvendo fortes dinâmicas de busca de um maior número de investidores na expansão.

Indubitavelmente, as fortes transformações destacadas surtiram efeito naquelas condições elementares para atração dessa nova fonte de *funding* para o fundo LUGGO. O gráfico a seguir relaciona a taxa Selic com o preço das cotas do FII e os proventos distribuídos anualizados (%) (Gráfico 28).

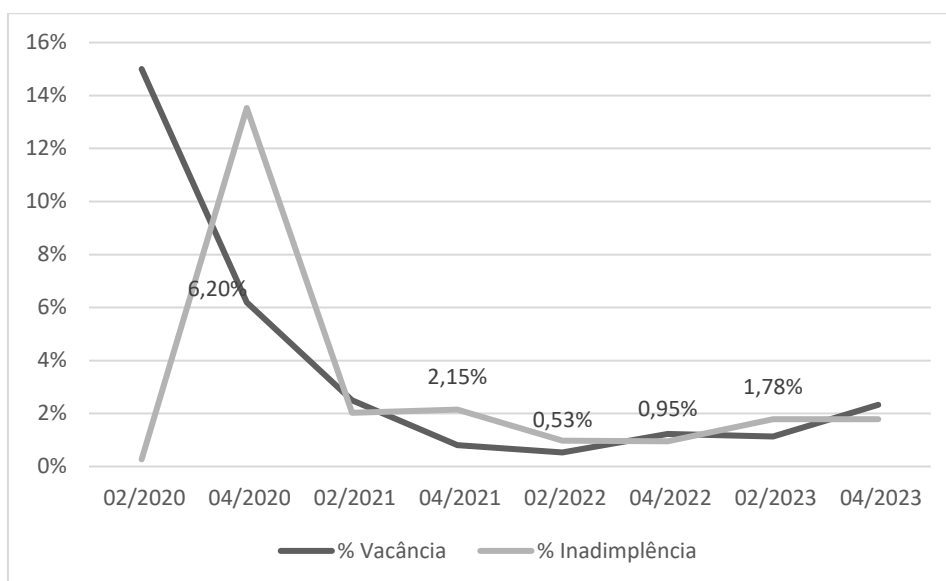
Gráfico 28. Relação entre preço das cotas do fundo LUGGO, proventos mensais e taxa Selic



Fonte: Fundo LUGGO, CVM, Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

Como podemos observar, é notável a correlação entre a variação da taxa de juros e do preço das cotas, que apresentou um significativo declínio desde o início de sua negociação na bolsa a partir do início do ciclo de alta da Selic. Embora seja um caso específico, seu comportamento é bastante similar ao que observamos nos outros principais FIIs citados desse segmento: JFL, RIO BRAVO e VECTIS. Isso pode expressar que a mesma racionalidade que, inicialmente, criou as referidas expectativas com relação ao futuro do fundo, foi responsável por um notável declínio que explique em parte a não concretização dos planos dos agentes envolvidos. Nesse sentido, e não obstante, em termos de valor, o fundo continuar proprietário dos referidos empreendimentos, o preço de mercado do fundo passou por uma significativa desvalorização, correspondendo, ao final de 2023, a cerca de 65,8% do seu valor patrimonial, considerando o preço em 31/12/2023.

Gráfico 29. Vacância e inadimplência dos empreendimentos do fundo LUGGO*



Fonte: CVM. Elaboração do autor.

Se o valor patrimonial pouco se alterou desde o início, dependente essencialmente de laudos de avaliações que são feitas dos ativos do fundo periodicamente, mas sim seu valor de mercado, e se as taxas de inadimplência e vacância do empreendimento permaneceram baixas (Gráfico 29), é de se esperar que o rendimento por ação tenha se elevado para além dos cerca de 5 a 6% (anual) do início do fundo, conforme observado. No entanto, não foi suficiente para que os administradores, no contexto atual, tenham feito novas emissões de cotas, também em função do baixo valor de mercado comparado ao patrimonial.

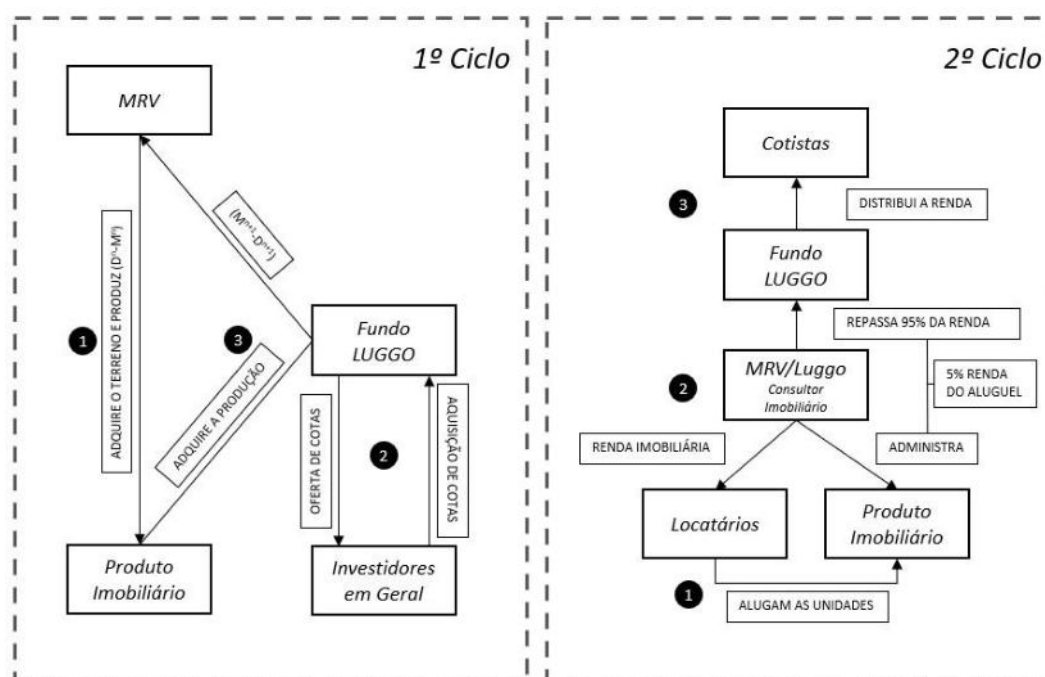
De fato, o rendimento por cota, nesse caso em específico, foi elevado justamente em função de que o valor de mercado de tais cotas reduziu significativamente por causa do baixo retorno que os rendimentos provenientes do aluguel apresentaram comparativamente à taxa de juros, quando da escalada desta última a partir do final de 2021. Isso revela uma outra questão que são os limites para emissão de cotas quando estas estão sendo negociadas muito abaixo do seu valor patrimonial, como é o caso do fundo LUGGO em questão. Conforme Sanfelici e Magnani (2023) expõem, a obtenção de recursos por parte dos FIs é altamente dependente das expectativas do mercado, e não é positivo para um fundo a emissão de cotas abaixo do seu valor patrimonial – questão que também é recorrentemente abordada em portais especializados de fundos imobiliários, em publicações da imprensa econômica de modo geral e propagado de forma intensa pelos influenciadores do mercado financeiro que destacamos anteriormente.

Em linhas gerais, isso pode ser explicado pelo fato de que, ao fazer emissão nesses contextos utilizando como referência o valor de mercado das cotas, ocorre a diminuição do valor patrimonial das mesmas e a diluição da participação dos cotistas do fundo, caso estes não exerçam direito de subscrição na emissão, gerando uma insatisfação potencial por parte dos investidores. Por outro lado, se a oferta é feita próxima do valor patrimonial em um contexto em que o FI esteja sendo negociado a um valor de mercado muito abaixo deste último, é mais proveitoso para os potenciais cotistas a compra de cotas no mercado secundário, se disponíveis no volume desejado, por esses preços mais baixos. Portanto, em adição ao fato de que os fundos imobiliários possuem claras limitações na contratação de dívidas, a complexidade na forma de obtenção de recursos e, conseqüentemente, nas possibilidades de expansão das operações dos fundos encontram também esse obstáculo.

Significa, em última instância, que tal expansão ocorre não somente em função das emissões de cotas, mas também na realização dessas emissões em momentos favoráveis para tanto, em termos do preço das cotas no mercado secundário, dentre outros fatores. Isso também nos ajuda a compreender a existência de fundos listados de menor liquidez e com investidores com outros perfis, que resultam em menor volatilidade das cotas no mercado secundário, não obstante a grande quantidade de recursos que essa dimensão da financeirização do cotidiano trouxe para o setor a partir da explosão de investidores de menor poder econômico.

Podemos, assim, elaborar o seguinte diagrama das formas de atuação dos agentes imobiliários envolvidos com o fundo LUGGO:

Figura 7. Diagrama dos dois ciclos de acumulação com participação do fundo LUGGO



Fonte: Elaboração do autor.

Nossa interpretação é que dois ciclos relativamente independentes caracterizam tanto o papel dos agentes envolvidos em suas respectivas frentes de valorização quanto o papel representado pelo fundo LUGGO, que em larga medida é observado nos principais FIIs de renda residencial. O primeiro ciclo representa um ciclo simplificado de reprodução da MRV enquanto construtora e incorporadora – que adquire o terreno e realiza a produção, resultando no produto imobiliário (1). Posteriormente, e condicionalmente ao ponto (2), o fundo LUGGO adquire esse produto, realizando o lucro produtivo e a renda fundiária da MRV (3). No entanto, esse primeiro só o faz (no contexto dos FIIs) na medida em que são realizadas ofertas de cotas ao mercado (2) que, como vimos, foi significativamente abaixo do que ao menos era expressamente almejado nas falas e balanços da MRV, mas que resultou na compra dos quatro empreendimentos iniciais do fundo. O segundo ciclo, por sua vez, coloca a MRV, através da Luggo, como agente central, que administra as unidades já compradas pelo fundo LUGGO e distribui a renda imobiliária, decrescida de sua comissão pela gestão do aluguel, aos cotistas do fundo.

Nesse sentido, estamos parcialmente em desacordo com a consideração de Kalinoski e Procopiuck (2023) de que esse grupo não depende de agentes externos para a expansão do fundo LUGGO. Embora, de fato, tal grupo esteja envolvido desde a produção e realização do empreendimento imobiliário até a gestão do aluguel das moradias e a administração, em geral, do fundo, as condições que permitem a expansão deste dependem, em última instância, da realização de novas emissões e ofertas de cotas (*follow-ons*) (2). É que os fundos imobiliários, ao contrário das empresas envolvidas na incorporação, não podem operar alavancados, ou seja, contrair dívidas para realizar investimentos, como já destacado. Entretanto, essas novas emissões de cotas, ou ao menos seu sucesso, dependem, essencialmente, da demanda de potenciais investidores para realizarem novos aportes ou ingressarem no fundo. Do contrário, se torna algo “*one-off*”, algo pontual, ao contrário do que, ao menos no campo dos discursos, era esperado por diretores da MRV:

Essa venda resultou na ótima performance da linha de outras receitas operacionais dentro do quarto trimestre de 19. Planejamos, então, que esse seja um efeito recorrente com periodicidade pelo menos anual daqui para frente, *não consideramos a Luggo como one-off*. (MRV, 2020b, p. 43, grifo nosso).

Em relação a outras receitas e despesas, na linha de outras, o grande impacto foi da Luggo, um impacto de R\$17 milhões no resultado. *O Ricardo falou bem, isso não é one-off, isso é operacional, e a partir de agora esse impacto ele vai ser cada vez maior. Esse ano a gente deve fazer aí no quarto tri ou eventualmente no primeiro tri do ano que vem mais um follow-on do fundo, agora num volume pelo menos 2 vezes maior do que foi a primeira emissão [...]* MRV, 2020b, p. 49, grifo nosso)

Se uma das bases da existência desse fundo foi, em certa medida, sua inserção em um contexto de aumento dos recursos do “pequeno investidor”, ou melhor, dos investidores em geral, o mesmo processo de financeirização do cotidiano que resultou no crescimento expressivo de investidores pessoas físicas em fundos imobiliários é também responsável pela racionalidade envolvida na escolha de ativos com melhor risco/retorno a depender das condições macroeconômicas. Isso pode ser estendido aos grandes investidores institucionais, embora não seja uma novidade desse contexto atual. Na generalização desse processo, nos parece que a relação entre a moradia e os fundos imobiliários com a financeirização do cotidiano, mais do que expandir e popularizar suas formas de extração de renda através de discursos e instrumentos financeiros, tornou-a altamente abstrata. Isto é, igualou o produto

imobiliário residencial a outros ativos financeiros ou capitais fictícios quaisquer, os quais a lógica da rentabilidade, ou a possibilidade de geração de rendas futuras, é sempre o fator preponderante que guia seu rumo.

Em conclusão, podemos ainda destacar um outro aspecto que, embora citado e esteja subentendido em todo o processo, não foi expressamente relacionado com nosso objeto, que se trata da questão do conflito de interesses. Nos diversos regulamentos do fundo, que passaram por sucessivas alterações ao longo dos últimos anos, assim como nas demonstrações financeiras e no primeiro prospecto analisado, sempre há a menção a essa questão em função das relações existentes entre os agentes envolvidos com o fundo, conforme destacamos. Com efeito, ainda no primeiro regulamento do fundo LUGGO, é enfatizado que:

Apesar da manifestação de ciência e concordância pelos investidores de que o FUNDO poderá efetivamente situações de conflito de interesses entre as partes quando da assinatura do Termo de Adesão ao Regulamento, na hipótese de ocorrência de transações fora das condições de mercado ou em eventual situação de conflito de interesses, *o FUNDO e cotistas poderão ser afetados adversamente*. (LUGGO, 2019b, s/p, grifo nosso).

Mais do que discutir se as transações foram realizadas fora ou não das “condições de mercado”, essa ênfase nos revela como os fundos atuam como uma nova camada que se coloca sobre as formas de produção, nesse caso, habitacional, o que se estende para a grande parte dos fundos destacados neste trabalho. Se talvez uma das questões mais intrigantes envolvendo a produção imobiliária seja de que forma, ou por quanto, foi adquirido o solo urbano que originou determinada produção imobiliária, ou a própria moradia realizada, é notável que, ao equiparar a moradia a um produto financeiro qualquer – a um ativo fracionado em milhões de pedaços que são adquiridos por milhares de pessoas com níveis de acesso à informação distintos –, os fundos imobiliários contribuem consideravelmente com o obscurecimento das formas de produção e realização da moradia. Questão que, sem dúvidas, ganha uma maior complexidade e ímpeto quando da expansão em escala exponencial desse processo, como ocorreu nos últimos anos.

Recentemente, em setembro de 2024, o fundo LUGGO, fortemente associado à MRV, passou a ser denominado INTER RESIDENCE, mais associado, então, com o banco que é a Administradora. De acordo com Fato Relevante publicado (LUGGO, 2024), foi para reforçar sua marca e independência.

Desse modo, no caso dos fundos de renda residencial, a conclusão central é que a financeirização do cotidiano influenciou largamente as formas de organização e atuação dos FIs em duas vertentes, envolvendo tanto os investidores em geral quanto as empresas relacionadas com tais fundos. De um lado, tal influência representa um aproveitamento, por parte dos fundos e empresas, da recente expansão dos investimentos por pessoas físicas em FIs para atraírem e manterem estas através de estratégias e práticas de valorização dos cotistas. De outro, os FIs, com um aumento de seus recursos largamente viabilizado pela popularização desse tipo de ativo financeiro, representam importante instrumento de acumulação das empresas imobiliárias envolvidas, especificamente um instrumento de realização (venda) de suas produções, bem como uma forma de participação na extração de renda pela gestão do aluguel dos mesmos empreendimentos realizados.

A concentração da abertura de fundos voltados ao aluguel em 2019 e 2020, momento de baixa histórica da taxa de juros no Brasil, por sua vez, indica que isso se mostrou como uma janela de oportunidade momentânea. Em outras palavras, enquanto, no momento de abertura, as práticas de distribuição de rendimentos recorrentes (não só provenientes do aluguel, mas também de mecanismos como a rentabilidade mínima garantida) em níveis acima da taxa de juros representou um aparente sucesso no início da operação desses fundos, a manutenção dos mesmos níveis de rendimento nos anos seguintes, quando da forte escalada dessa taxa, se mostrou insuficiente para a expansão do interesse dos investidores pelos fundos de renda residencial e, conseqüentemente, para a expansão das operações desses fundos através de novas emissões de cotas (*follow-ons*). Em alguns casos, ocorreu a venda dos ativos e até a liquidação de fundos. Entretanto, em muitos outros, como o próprio LUGGO, os empreendimentos permanecem sob propriedade do FI, o que leva a nos indagarmos sobre o futuro desse segmento e, em especial, das estratégias dos agentes imobiliários que, de forma evidente, se relacionam com tais fundos.

A relação da forma de atuação dos FIs desse segmento com aspectos da teoria a respeito da forma de produção capitalista da moradia, por sua vez, nos ajuda a compreender possíveis causas dessa experiência em parte interrompida, que contrasta bastante com o avanço em franca expansão de alguns dos casos dos FIs de desenvolvimento para venda que analisamos. De fato, ocorre que, ao constatarmos que a maior parte dos FIs de renda residencial adquirem moradias ou edifícios já

realizados, ou ao menos em fase de desenvolvimento, isso indica que o ganho principal do agente que expressa a forma de produção capitalista da moradia (o incorporador), já foi realizado: a renda fundiária, resultando em uma potencial menor renda imobiliária passível de ser extraída, ao menos em um primeiro momento, que é ainda mais pressionada com a possibilidade de retenção de parte desta, decorrente da gestão do aluguel pelas empresas imobiliárias relacionadas. Questão diferente, por outro lado, é observado no caso dos fundos de desenvolvimento, onde o investimento feito é, justamente, na aquisição do terreno com fins de valorizá-lo na transformação do seu uso, quando tais rendas são formadas e posteriormente capturadas (SMOLKA, 1987). Embora a estrutura complexa desses últimos implique em notáveis dificuldades de uma compreensão precisa da origem do dinheiro e da fonte das receitas, assim como em qualquer produção imobiliária-habitacional, e abra margem para toda a sorte de práticas contábeis nesse processo, tais questões são indicativas dos limites e potenciais de extração de renda através dos FIIs.

Nesse sentido, o duplo papel desses fundos é notório: por um lado, uma atuação aparentemente subordinada a interesses pré-estabelecidos, e expressos em políticas já muito bem delineadas desde a concepção de tais fundos, isto é, a compra de ativos específicos das incorporadoras e a gestão de desses empreendimentos por empresas relacionadas com a gestão e/ou administração, na maioria dos casos. Por outro, uma atuação que, ainda que favoreça também algumas empresas relacionadas com tais fundos, ocorre de forma mais autônoma: o FII enquanto um agente protagonista na realização de investimentos – que é expresso na atuação conjunta com dezenas de incorporadores e em dezenas de empreendimentos distintos – com vistas a criar condições de reprodução ampliada, ou seja, a distribuição de rendimentos atrativos de modo que seja viável a realização de novas e maiores emissões de cotas, reacendendo os circuitos de acumulação guiados pelos FIIs. Em ambos os casos, entretanto, esse duplo papel existe, ao menos da forma intensa e expansiva que observamos, em função dessa outra dimensão da financeirização – a financeirização do cotidiano – que trouxe uma quantidade de recursos sem precedente para o setor, impulsionando-o e transformando-o de forma notável.

É sempre importante lembrar que, em teoria, os donos dos FIIs, ou de suas operações e patrimônio, são os próprios cotistas, e não os gestores. Isso significa que eventuais situações de prejuízo ou afetação dos interesses desse conjunto de cotistas

podem ser objeto de assembleias gerais para revertê-las. Entretanto, não observamos precedentes significativos sobre isso. Sem dúvidas, o fato de que a desabsolutização da propriedade imobiliária (BOTELHO, 2005) se expandiu tão largamente, e que as cotas dos fundos imobiliários são negociadas livremente em mercados secundários com uma liquidez cada vez maior, também são indicativos de que a caracterização desses FIs enquanto capitais fictícios pressupõe uma menor aproximação do possuidor desse ativo financeiro com o valor ou os circuitos reais de produção que esses títulos supostamente representam, marca da financeirização.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Desde 2017, o crescimento da participação de pessoas físicas no mercado financeiro e, em especial, no setor dos fundos imobiliários, foi notável. Marcas históricas foram atingidas desde então, chegando a 2,5 milhões de novos investidores em FIs com perfis e, especialmente, níveis de renda bastante distintos de outrora, somando mais de cem bilhões de reais investidos no final de 2023. Argumentamos que isso decorre de um contexto onde, parafraseando a síntese de Martin (2002), “costumes estranhos se tornaram mais normais”, em função de uma combinação de fatores, agentes e meios para que essa financeirização do cotidiano pudesse ocorrer de forma intensa, quais sejam: a expansão do acesso à internet e redes sociais, uma vertiginosa queda na taxa de juros no início da década de 2020, o crescimento dos influenciadores etc. Uma das expressões mais notórias de tal processo, verdadeiramente, foi a popularização dos fundos imobiliários enquanto investimento interessante de ser realizado em função de suas características.

Nesse contexto, e de modo amplo, os fundos imobiliários passaram por transformações radicais que são expressas em dados como o maior crescimento dos fundos listados em bolsa e destinados a investidores em geral, que refletem a importância dos novos investidores para o setor. Por outro lado, indubitavelmente transformações de grande envergadura foram observadas no caso dos FIs residenciais, que expandiram largamente suas frentes de atuação, recursos e estratégias, e que apresentaram complexas formas de organização com relação às empresas imobiliárias que, de algum modo, se relacionam com o aproveitamento dos recursos de tais fundos. De fato, por se tratarem de fundos imobiliários, de alguma forma relações com agentes desse setor devem estar presentes. A financeirização da moradia enxergada através dos fundos imobiliários, assim, adquiriu maior expressão, abriu novas frentes de acumulação para os incorporadores e outras empresas imobiliárias envolvidas com os fundos, e expandiu largamente seu alcance.

Certamente, os FIs apresentam particularidades quanto às suas possibilidades de captação e expansão de recursos e operações, como destacamos ao longo de nosso trabalho. Se resgatarmos o exemplo do caso das empresas imobiliárias com capital aberto na bolsa de valores no Brasil, que diversos autores se debruçaram enquanto um dos processos centrais da financeirização imobiliária anteriormente, a expansão desenfreada de suas operações é uma condição elementar dessa nova

forma de governança corporativa em que se inseriram. No caso dos FIs, as maiores limitações para a realização de operações alavancadas, bem como a distribuição quase total do lucro obtido, geram uma situação em que a expansão destes ocorre, em larga medida, através de novas emissões de cotas. Pressões por maiores números de lançamentos e expansão do estoque de terrenos, distribuição de dividendos e programas de recompra de ações, por exemplo, são substituídos integralmente por expectativas relacionadas à distribuição de rendimentos mensais correspondentes, ao menos em teoria, à performance dos ativos imobiliários ou financeiros detidos pelo fundo. Além disso, em linha com as principais referências de rentabilidade do mercado, para que tal expansão seja viável, especialmente quando da proximidade entre valor patrimonial e valor de mercado dos FIs.

Posto isso, o perfil de investidores dos fundos influencia a forma pela qual essa pressão é exercida ou considerada. Efetivamente, existe uma quantidade relevante de FIs com investidores institucionais (por exemplo, fundos de pensão) como seus principais cotistas, mesmo quando negociado em bolsa de valores, algo que, em grande medida, pode ser verificado no público-alvo desses fundos. Considerando nosso objetivo principal de compreender as transformações dos FIs residenciais no contexto de intensificação da financeirização do cotidiano no Brasil, buscamos nesta tese demonstrar que esse perfil sofreu uma alteração forte, tendo os pequenos investidores, inseridos nesse contexto de intensificação da financeirização do cotidiano, operado um papel central na expansão das atividades dos fundos.

Na medida que este novo investidor é o público-alvo, e que ele foi atraído a esse setor justamente por se assemelhar a uma “renda fixa”, novas formas de organização e atuação tiveram que surgir para possibilitar a distribuição recorrente de proventos e gerar as condições para uma espécie de reprodução ampliada em alguns desses fundos. Nesse sentido, ainda que seja cada vez mais comum nos depararmos com o reconhecimento dessa explosão em popularidades dos FIs em trabalhos recentes, por vezes o destaque é seguido por análises de fundos que não se limitam à fonte de recursos surgida atualmente. A ruptura e contribuição que procuramos trazer nesse ponto é que, mesmo no caso dos fundos imobiliários listados, existe uma clara heterogeneidade nas formas de organização e atuação que, por sua vez, representam condições distintas de expansão das operações de tais fundos.

As dificuldades de realizar um trabalho com um escopo ao mesmo tempo amplo (um segmento de FIs em franca ascensão nos anos recentes) e restrito (a influência da financeirização do cotidiano em suas transformações) se mostraram presentes, principalmente pela necessidade de agregar contribuições de campos e fontes de dados bastante distintos para a compreensão das particularidades desse fenômeno. Entretanto, certamente os maiores percalços com os quais nos deparamos decorreram da identificação de fundos de atuação majoritariamente residencial dentro de um setor que supera a marca de 900 FIs e que, em diversos momentos, mostrou que as classificações de autorregulação não correspondem fielmente à realidade.

Assim, outra contribuição que buscamos realizar decorre da exposição de um método de identificação de fundos e da sistematização de dados pertinentes à compreensão dessa indústria. Esta foi seguida de uma exposição ampla e detalhada dos FIs residenciais atuantes e das transformações deste segmento no nosso recorte de interesse, que passaram de uma relativa baixa relevância para uma importância cada vez maior no setor dos FIs. Mais importante, entretanto, é a maior relevância que esses fundos para investidores em geral adquiriram frente aos outros públicos-alvo no caso específico dos fundos residenciais ou de atuação majoritariamente residencial, denotando que o crescimento deste segmento somente foi viabilizado e potencializado em função dessa outra dimensão específica da financeirização, ou seja, a financeirização do cotidiano. Essa questão foi confirmada, ademais, com a constatação da participação relevante das pessoas físicas em termos de percentual de cotas detidas por estas em tais fundos. Uma limitação da forma de utilização desse método nesta tese, entretanto, foi a de que nossa aplicação se deu nos dois momentos que compreendem o recorte de interesse (12/2017 e 12/2023), podendo existir fundos de atuação no segmento residencial que tenham sido constituídos após o primeiro momento e liquidados antes do segundo.

Dada a particularidade da mercadoria-moradia que pode ser acessada tanto através da compra quanto do aluguel, a consideração dessas duas frentes necessitou estar presente durante todas as etapas de nossa investigação, ainda que em um primeiro momento poderia fazer pouco sentido. Com efeito, a crescente literatura e indicativos de um crescimento da demanda e do acesso à moradia através do aluguel, somados a uma situação geral de degradação da sociedade salarial, nos levaram a uma hipótese preliminar de que o segmento da renda residencial seria uma expressão

mais evidente dessa nova onda de FIs residenciais. Isso foi complementado pelo fato de que as características que tornaram os FIs populares, como a distribuição recorrente de rendimentos, seriam mais proximamente alcançadas quando da extração constante e estável da renda imobiliária dos imóveis destinados ao aluguel. Por sua vez, a atuação dos fundos imobiliários enquanto incorporadores, embora esperada em um contexto geral de maior poder econômico destes, apresentava uma contradição, se tomarmos como referência a distribuição de rendimentos recorrentes, visto que a incorporação imobiliária apresenta maiores dificuldades de realizar uma distribuição de lucros de forma mais rigorosamente periódica.

Nesse sentido, se é verdadeira a existência de uma influência da tradição lusitana de comprar imóveis para alugá-los (KALINOSKI; PROCOPIUCK, 2023), e que a desabsolutização da propriedade imobiliária (BOTELHO, 2005) contribuiu com a expansão dos FIs, questões constatadas em alguns dos discursos dos personagens que contribuíram com a popularização desse tipo de investimento – que é expresso nas significativas marcas históricas mencionadas –, isso se mostra apenas como possível ímpeto inicial, de modo bastante amplo, na popularização dos fundos imobiliários. É que, ao transformar a “moradia” em um capital fictício, a lógica que opera passa a ser sua capacidade de geração de renda, independentemente do uso ou mesmo da fonte. Assim, as formas encontradas por alguns fundos de desenvolvimento para venda, atuando verdadeiramente enquanto incorporadores ou co-incorporadores, de aliar essa atuação com a distribuição mais atrativa de rendimentos, resultou em um crescimento maior desses últimos.

De fato, ainda que os fundos de aluguel tenham uma relevância bastante considerável no segmento, a nosso ver os resultados obtidos nos indicam que a adoção de estratégias e formas de organização de alguns dos fundos de desenvolvimento para venda, gerando esses proventos esperados, e em níveis altamente superiores que os primeiros, resultaram nessa expansão em níveis muito mais expressivos, bem como a presença mais significativa das pessoas físicas enquanto impulsionadores desse grupo. Argumentamos que isso gerou uma espécie de reprodução ampliada dos mesmos, e concentrada em dois fundos específicos, mas que possuíam patrimônio superior à soma do restante dos FIs considerados.

Desse modo, buscamos demonstrar que a financeirização do cotidiano influenciou largamente o segmento residencial dos FIs, impulsionando esse setor, a

partir da transformação destes em termos de formas de organização e atuação, a níveis nunca antes alcançados, e gerando novas frentes de acumulação imobiliário-financeiras através do aproveitamento dessa nova fonte de financiamento e realização das operações, confirmando a hipótese que norteou a realização deste trabalho. Essa influência se expressou de forma distinta nas duas amplas frentes de atuação desses fundos imobiliários, isto é, o segmento de aluguel e o de desenvolvimento para venda. Entretanto, nestes dois grupos, a atuação e aproveitamento desse contexto por parte de empresas imobiliárias relacionadas com os FIs se mostraram presentes.

De um lado, os fundos de renda residencial apresentaram forma de atuação relativamente homogênea, ou seja, FIs usualmente interligados com apenas um incorporador ou construtor e uma empresa de gestão do aluguel, e os recursos do FI atuando sobretudo como espécie de demanda solvável, possibilitando ganhos fundiários e produtivos por parte dos incorporadores, além de permitir, através de empresas de gestão imobiliárias relacionadas, a extração de parte da renda do aluguel gerada. De outro, o grupo de venda, concentrados em dois fundos específicos, atuaram majoritariamente a partir de uma pressão maior exercida sobre a gestão dos empreendimentos, mas, em um caso, se desenvolvendo como um próprio FI-incorporador. De forma mais central, entretanto, é que essas atuações envolviam a construção de formas para a geração de renda recorrente, com uma atuação bastante variada mesmo quando consideramos o próprio histórico dos FIs em questão. É o que observamos em casos onde os fundos iniciaram suas operações de forma restrita e com uma diversificação inicial entre investimentos em ativos imobiliários de variados segmentos e em ativos financeiros, para, então, destinar a maior parte das operações para a participação em empreendimentos de desenvolvimento residencial de forma progressiva. Outro exemplo ilustrativo da busca de renda recorrente é a adoção de rentabilidades mínimas garantidas em alguns FIs de renda residencial.

A mesma consideração dessas duas frentes de atuação dos FIs residenciais gerou descobertas não antevistas por nós, mas que se mostram bastante significativas para o processo de financeirização da moradia. Nos referimos aqui à expansão da atuação dos FIs de desenvolvimento para venda para outras regiões do país, e não mais apenas sua forte concentração em São Paulo que observamos no primeiro recorte, ou então que observamos na maior parte dos fundos de renda residencial. Ao se mostrarem como incorporadores, ou co-incorporadores, altamente

capitalizados nesse contexto, e aliado a um crescente controle da gestão dos FIs sobre os processos produtivos, isso nos leva à consideração de que a financeirização do cotidiano impulsionou o alcance geográfico da financeirização da moradia através da parceria com pequenas e médias incorporadoras regionais, que se inserem de forma indireta nessa nova forma de governança característica da financeirização.

Em outras palavras, os gestores, enquanto representantes dos FIs e seus cotistas, se tornaram uma espécie de concentração daquela dimensão da financeirização enquanto crescimento do *shareholder value*, no momento da realização das parcerias com a constituição das SPEs. Isso foi fundamental para o processo de reprodução das condições de acumulação imobiliário-financeiras destes profissionais – em outras palavras, a atuação das empresas imobiliárias relacionadas com o fundo e a remuneração da gestão. Em adição a isso, a atuação intensificada, nos primeiros anos de funcionamento desses fundos, no segmento de loteamentos residenciais populares a partir do financiamento direto com a incorporadora/loteadora parceira e o fundo, também se mostrou como uma questão central, bem como uma frente de atuação que não esperávamos encontrar. Fundamentalmente, a centralidade dessa atuação decorre de sua geração de uma alta quantidade de recebíveis decorrentes do financiamento direto com o fundo.

Ainda que não tenha sido o foco direto desta tese, consideramos necessários alguns apontamentos dentro dessas duas frentes de atuação dos FIs que são pertinentes aos estudos sobre o mercado imobiliário e, em geral, ao campo do planejamento urbano, bem como para trabalhos futuros inseridos nessa temática. Em termos dos FIs destinados ao aluguel residencial, apontamentos como os de Fields e Uffer (2016), que destacam, ainda que em contexto distinto, a busca por altos rendimentos por parte do capital financeiro como possível gerador do aumento do preço dos aluguéis, ou um declínio na condição de vida dos moradores (inquilinos) – que é observado em vários dos casos que trataram sobre a financeirização do aluguel no cenário internacional – é, certamente, uma preocupação a ser considerada futuramente. O crescimento da ideia da “moradia como um serviço” (MARÍN-TORO, 2024; KALINOSKI; PROCOPIUCK, 2022) reforça essa preocupação futura.

Tais questões estendem bastante o escopo de análise, pois necessitam que sejam considerados não apenas a fonte de captação que destacamos ao longo desta tese, mas também os FIs com fontes de captação distintas, bem como o conjunto de

agentes atuantes no setor habitacional, de modo que seja possível observar, de forma mais abrangente, a criação de condições de monopólio para que questões como essa ocorram efetivamente. Em termos de FIs que foram impulsionados pela financeirização do cotidiano, podemos considerar que, atualmente, se trata de uma atuação ainda bastante nova, incipiente e, em certa medida, momentaneamente adormecida. Se desde o final da década de 2010 e início da década de 2020, uma combinação de condições gerou uma clara popularização dos FIs, certamente questões como a retomada de um ciclo de alta na taxa de juros, recentemente, enfraqueceu esse processo e frustrou as expectativas de expansão das operações de alguns fundos de renda residencial. Não obstante, a abertura de uma grande quantidade de FIs nesse período nos indica que se trata de um processo com forte potencial nesse sentido, e que deve ser acompanhado futuramente.

Quanto aos FIs de desenvolvimento para venda, nos parece que o problema maior, e de modo bastante amplo, reside na intensificação do que Botelho (2005) destaca da transferência da responsabilidade da provisão e financiamento habitacional para o mercado, que é bastante ilustrativa em algumas falas onde gestores de um dos fundos dessa frente de atuação parecem enxergá-los enquanto solucionadores do problema habitacional. De fato, ainda que concentrado em poucos fundos, a atuação no desenvolvimento de empreendimentos para venda se mostrou altamente significativa em função da financeirização do cotidiano e da popularização dos FIs. As possibilidades de expansão futura desses fundos (assim como dos fundos de renda residencial) a partir de tal fonte de captação, bem como de outras fontes e de outros agentes, é questão de fundamental importância a ser acompanhada, a nosso ver, especialmente em conjunto com a consideração das condições da política habitacional vigente, das políticas urbanas locais, das possíveis transformações regulatórias envolvendo o setor dos fundos imobiliários e, no geral, das condições de acesso ao crédito habitacional.

Em ambos os casos, nossa tese, voltada para a atuação impulsionada desses FIs a partir de crescente existência de recursos de “pequenos investidores”, indica a formação de uma situação paradoxal, ao menos potencialmente. É que o processo de racionalidade imposto na financeirização do cotidiano, expandido a maiores e diversas parcelas da população, e que teve como um dos desdobramentos esse impulso notável dos FIs residenciais a partir do olhar sobre essa indústria enquanto atrativa

fonte de extração de renda, gerou uma contribuição voluntária desses novos investidores que tem um inegável potencial de resultar em efeitos adversos nessas próprias pessoas-investidores. Podemos, nesse sentido, formular algumas questões que sintetizam alguns desses apontamentos realizados: Continuarão os FIs a se apresentarem enquanto investimentos cada vez mais populares? Se sim, o segmento residencial continuará como objeto de interesse de tais fundos e investidores, e o que isso implicará para o mercado imobiliário e habitacional? Qual o futuro dos fundos de renda residencial, e de seus imóveis, abertos nos últimos anos e que, até então, apresentaram pouca expansão de suas operações?

Por fim, acreditamos ser de importância a realização de estudos inseridos dentro do segmento residencial dos FIs focados, também, nos fundos de público-alvo distintos, buscando compreender quais são as lógicas, interesses e dinâmicas preponderantes nesses casos, mas também as atuações indiretas entre FIs, como no caso dos mencionados “fundos de fundos”. Não obstante, as transformações que observamos nesses FIs permanecem presentes, e o surgimento de novos fundos recentemente de desenvolvimento para venda, tendo investidores em geral como público-alvo (ainda que em momentos iniciais de captação ou alocação de recursos), nos leva a refletir se estamos diante de uma intensificação ou não dessa atuação a partir de adoção de estratégias para captar os recursos advindos desse contexto da financeirização do cotidiano. Em outras palavras, podemos concluir que existem novas formas de produção financeirizadas da moradia que foram fundadas em uma inusual fonte voluntária de recursos e que, se sua intensificação nos últimos anos foi inegável, sua capacidade de expansão nos próximos anos permanece em aberto.

REFERÊNCIAS

AALBERS, Manuel. **The financialization of housing**: a political economy approach, New York: Routledge, 2008.

AALBERS, Manuel. The variegated financialization of housing. **International Journal of Urban and Regional Research**, v. 41, n. 4, p. 542-554, 2017.

ABECIP. Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança. **SFI: um novo modelo habitacional**. VIII Encontro da ABECIP, Brasília, DF: ABECIP, 1995.

ABREU, Marlon Altavini; BARCELLA, Bruno; MELAZZO, Everaldo Santos. Entre o financiamento e a financeirização do imobiliário: a articulação Estado-mercado na condução da política habitacional. **Novos estudos CEBRAP**, v. 43, n. 1, 2024.

ANBIMA. **FInfluence**: quem fala de investimentos nas redes sociais. 1. ed. São Paulo: Anbima, 2020.

ANBIMA. **FInfluence**: quem fala de investimentos nas redes sociais. 3. ed. São Paulo: Anbima, 2022.

BANCO DO BRASIL. Fundos imobiliários – bate papo com o gestor: TGAR11| BB. 14 jul. 2023. Vídeo (35min57s). Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=Ee1o7DLJADU>. Acesso em: 29 nov. 2024.

BARCELLA, Bruno Leonardo. **A terra sob o ritmo das finanças**: do rentismo fundiário ao rentismo financeiro – a perpetuação de uma classe no centro do poder do Brasil. 2023. Tese (Doutorado em Geografia) – Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho, Presidente Prudente, 2023.

BESWICK, Joe; ALEXANDRI, Georgia; BYRNE, Michael; VIVES-MIRÓ, Sònia; FIELDS, Desiree. Speculating on London's housing future: the rise of global corporate landlords in 'post-crisis' urban landscapes. **City**, v. 20, n. 2, p. 321-341, 2016.

BOBEK, Alicja; MIKUS, Marek; SOKOL, Martin. Making sense of the financialization of households: state of the art and beyond. **Socio-Economic Review**, 2023, v. 21, n. 4, p. 2233–2258, 2023.

BONDUKI, Nabil Georges. **Origens da habitação social**: arquitetura moderna, lei do Inquilinato e difusão da casa própria. São Paulo: FAPESP, 2011.

BOTELHO, Adriano. **O financiamento e a financeirização do setor imobiliário**: uma análise da produção do espaço e da segregação sócio-espacial através do estudo do mercado da moradia na cidade de São Paulo. 2005. Tese (Doutorado em Geografia) – Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

BOTELHO, Adriano. A renda fundiária urbana: uma categoria de análise ainda válida. **GEOgraphia**, v. 10, n. 19, p. 24-45, 2008.

BOURDIEU, Pierre. **As estruturas sociais da economia**. Lisboa: Instituto Piaget, 2006.

BOYER, Robert. Is a finance-led growth regime a viable alternative to fordism? A preliminary analysis. **Economy and society**, v. 29, n. 1, p. 111-145, 2000.

BOYER, Robert. From shareholder value to CEO power: the paradox of the 1990s. **Competition & Change**, v. 9, n.1, p. 7-47, 2005.

BRAGA, José Carlos de Souza. A financeirização da riqueza. **Economia e Sociedade**, n. 2, p. 25-57, 1993.

BRAGA, José Carlos de Souza. Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. *In*: TAVARES, Maria da Conceição; FIORI, José Luís (org.). **Poder e dinheiro**: uma economia política da globalização. Petrópolis: Editora Vozes, 1997.

BRAGA, José Carlos de Souza; OLIVEIRA, Juliano Contento de; WOLF, Paulo José Whitaker; PALLUDETTO, Alex Williams Antonio. For a political economy of financialization: theory and evidence. **Economia e Sociedade**, v. 26, p. 829-856, 2017.

BRANDÃO, Carlos. Crise e rodadas de neoliberalização: impactos nos espaços metropolitanos e no mundo do trabalho no Brasil. **Cadernos Metrópole**, v. 19, p. 45-69, 2017.

BRASIL. Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro); e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8668.htm. Acesso em: 29 nov. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento Imobiliário. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/200/inst205consolid.pdf>. Acesso em: 29 nov. 2024.

BRASIL. Lei nº 9.779, de 19 de janeiro de 1999. Altera a legislação do Imposto sobre a Renda, relativamente à tributação dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9779.htm. Acesso em: 29 nov. 2024.

BRASIL. Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005. Altera a Lei nº 11.033 e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/l11196.htm. Acesso em: 29 nov. 2024.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 3.792, de 28 de setembro de 2009. Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2009/pdf/res_3792_v1_O.pdf. Acesso em: 29 nov. 2024.

CAMPOS JÚNIOR, Carlos Teixeira de. **A construção da cidade**: formas de produção imobiliária em Vitória. Vitória: Flor & Cultura, 2002.

CAMPOS JÚNIOR, Carlos Teixeira. Valorização do capital na produção imobiliária: distanciamento entre o preço da moradia e o salário. *In*: PEREIRA, Paulo Cesar Xavier (org.). **Imediato, global e total: produção do espaço**: a financeirização da cidade de São Paulo no século XXI. São Paulo, FAU-USP, 2018.

CAMPOS JÚNIOR, Carlos Teixeira. Preço da moradia e força de trabalho: fundamentos para investigação do problema da moradia. **Geo UERJ**, (44), 2024.

CARNEIRO, Ricardo. **Globalização e integração periférica**. Textos para discussão. IE/UNICAMP, n. 126, 2007.

CARNEIRO, Ricardo; DE CONTI, Bruno. **Globalização financeira e integração periférica**: um reexame. Textos para discussão. IE/UNICAMP, m. 447, 2023.

CASTEL, Robert. O fim do trabalho, um mito desmobilizador. **CEPAT Informa**, n. 44, 1998.

CHESNAIS, François. L'émergence d'un régime d'accumulation à dominante financière. **La pensée**, v. 309, p. 61-86, 1997.

CHESNAIS, François. A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e interrogações. **Economia e Sociedade**, v. 11, n. 1, p. 1-44, 2002.

CONTEL, Fábio Betioli. A financeirização recente do território brasileiro: dos bancos comerciais às fintechs. *In*: CARLOS, Ana Fani; CRUZ, Rita de Cássia Ariza da. (org.) **Brasil, Presente!** São Paulo: FFLCH-USP, 2020.

CSHG. Relatório Gerencial CSHG Residencial Fundo de Investimento Imobiliário – FII (HGRS11). São Paulo: CSHG, set. 2023. Disponível em: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/exibirDocumento?id=534425&cvm=true>. Acesso em: 15 dez. 2024.

CVM. Portaria CVM/PTE nº 91, de 06 de julho de 2022. Aprova a Política de Educação Financeira da Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/portarias/portaria2022_091.html. Acesso em: 29 nov. 2024.

CVM. Ofício-Circular nº 1/2024/CVM/SSE, de 22 de fevereiro de 2024. Alterações na Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, promovidas pela Lei nº 14.754, de 12 de dezembro de 2023. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sse1/Oficios-Circulares-0124.html>. Acesso em: 29 nov. 2024.

DARDOT, Pierre; LAVAL, Christian. **A nova razão do mundo**. São Paulo: Boitempo, 2016.

DATHEIN, Ricardo. De Bretton Woods à globalização financeira: evolução, crise e perspectivas do Sistema Monetário Internacional. **Repositório da Universidade Federal do Rio Grande do Sul**, 2003.

ENGELS, Friedrich. **A situação da classe trabalhadora na Inglaterra**. São Paulo: Boitempo, 2008.

EPSTEIN, Gerald. **Financialization and the world economy**. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, 2005.

FERNANDEZ, Rodrigo; AALBERS, Manuel. Financialization and housing: between globalization and varieties of capitalism. **Competition & change**, v. 20, n. 2, p. 71-88, 2016.

FIELDS, Desiree; UFFER, Sabina. The financialisation of rental housing: a comparative analysis of New York City and Berlin. **Urban studies**, v. 53, n. 7, p. 1486-1502, 2016.

FIELDS, Desiree. Constructing a new asset class: property-led financial accumulation after the crisis. **Economic Geography**, 94(2), 118–140, 2017.

FII FACIL. Fundos imobiliários: live com Matheus Siqueira e Henrique Leão – TG Core – TGAR11. 30 jun. 2022. Vídeo (1h14min17s). Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=wl6f8fxLgnI>. Acesso em: 5 dez. 2024.

FIX, Mariana de Azevedo Barreto. **Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil**. 2011. Tese. (Doutorado em Desenvolvimento Econômico) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

GIORGIS, Alejandro Luis Brunelli; CAMPOS JÚNIOR, Carlos Teixeira. Acesso à moradia em aluguel no Brasil e na cidade de Vitória no século XXI. **GeoTextos**, 19(2), 2023.

GOULDING, Richard; LEAVER, Adam; SILVER, Jonathan. From homes to assets: Transcalar territorial networks and the financialization of build to rent in Greater Manchester. **Environment and Planning A: Economy and Space**, v. 55, n. 4, p. 828-849, 2023.

GUERREIRO, Isadora de Andrade; ROLNIK, Raquel; MARÍN-TORO, Adriana. Gestão neoliberal da precariedade: o aluguel residencial como nova fronteira de financeirização da moradia. **Cadernos Metrópole**, v. 24, p. 451-476, 2022.

HARDMOB. Fundos de investimento imobiliário (FIIs): introdução e discussões. Fórum Hardmob, 16 dez. 2024. Disponível em: <https://www.hardmob.com.br/threads/661089-Fundos-de-Investimento-Imobiliario-FIIs-Introducao-e-discussoes/page179>. Acesso em: 20 dez. 2024.

HARVEY, David. **Os limites do capital**. São Paulo: Boitempo, 2013 (1982).

HARVEY, David. **17 contradições e o fim do capitalismo**. São Paulo: Boitempo, 2014.

HAYES, Adam; BEN-SHMUEL, Ambreen. Under the finfluence: Financial influencers, economic meaning-making and the financialization of digital life. **Economy and Society**, 53(3), 478–503, 2024.

HOUSI. Demonstrações contábeis. São Paulo: Housi, dez. 2020. Disponível em: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/exibirDocumento?id=169282&cvm=true>. Acesso em: 15 dez. 2024.

INFOMONEY. CVM vê irregularidade e determina que FII Mérito refaça balanço; saiba o que isso significa para os investidores. **InfoMoney**, São Paulo, 11 nov. 2021. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/cvm-ve-irregularidade-e-determina-que-fii-merito-refaca-balanco-saiba-o-que-isso-significa-para-os-investidores/>. Acesso em: 4 dez. 2024.

INVESTIDOR SARDINHA. Vale a pena investir em Fundos Imobiliários? 28 out. 2022. Vídeo (56s). Disponível em: <https://www.youtube.com/shorts/l5WcggrTkY>. Acesso em: 4 dez. 2024.

INVESTIMENTOS. Comprar imóvel vs. colocar em FIIs e usar os rendimentos pra pagar o alugel: e a inflação? Reddit, 17 abr. 2023. Disponível em: https://www.reddit.com/r/investimentos/comments/12o5hi3/comprar_im%C3%B3vel_vs_colocar_em_fiis_e_usar_os/. Acesso em: 4 dez. 2024.

KALINOSKI, Rafael; PROCOPIUCK, Mario. Financeirização imobiliária em dois momentos: da produção à ocupação via proptechs. **Cadernos Metrôpoles**, v. 24, n. 53, 2022.

KALINOSKI, Rafael; PROCOPIUCK, Mario. Financeirização da moradia via fundos de investimento imobiliário em metrópoles brasileiras. **EURE (Santiago)**, v. 49, n. 148, 2023.

KALINOSKI, Rafael. **SE ESSA CASA FOSSE MINHA**: A financeirização do aluguel e o panorama intergeracional de acesso à casa própria. 2024. Tese (Doutorado em Gestão Urbana) - Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2024.

LIMA, André Araújo. **Mercado financeiro e fetichismo**: uma análise de como as corretoras e assessorias de investimento atraem seus clientes. 2021. Trabalho de

Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Econômicas) – Universidade Federal de São Paulo, Osasco, 2021.

LUGGO. Prospecto definitivo da oferta pública de distribuição das cotas da primeira emissão em série única. [S.l.]: Luggo, dez. 2019a. Disponível em: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/visualizarDocumento?id=69852&cvm=true>. Acesso em: 15 dez. 2024.

LUGGO. Regulamento do Luggo Fundo de Investimento Imobiliário – FII. [S.l.]: Luggo, out. 2019b. Disponível em: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/visualizarDocumento?id=63224&cvm=true>. Acesso em: 15 dez. 2024.

LUGGO. Fato Relevante. Belo Horizonte: Luggo, set. 2024. Disponível em: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/visualizarDocumento?id=742318&cvm=true>

MARÍN-TORO, Adriana. **Financiarización de la vivienda en arriendo**: construcción de um nuevo activo de acumulación inmobiliario-financiero em Santiago de Chile y São Paulo, Brasil. 2024. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo) – Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2024.

MARQUES, Rosa Maria; NAKATANI, Paulo. **O que é capital fictício e sua crise**. São Paulo: Brasiliense, 2009.

MARTIN, Randy. **Financialization of daily life**. Philadelphia: Temple University Press, 2002.

MARX, Karl. **O Capital**: crítica da economia política (Livro I). São Paulo: Boitempo, 2011.

MARX, Karl. **O Capital**: crítica da economia política – o processo de circulação do capital (Livro III). São Paulo: Boitempo, 2017.

MELAZZO, Everaldo Santos; ABREU, Marlon Altavini de. A expansão da securitização imobiliária: uma prospecção a partir da cidade de Ribeirão Preto-SP. **GEOUSP Espaço e Tempo**, v. 23, n. 1, p. 22-39, 2019.

MÉNDEZ, Ricardo. **La telaraña financiera**: una geografía de la financiarización y sus crisis. Barcelona: RIL editores, 2018.

MÉNDEZ, Ricardo. Financiarización urbana y burbuja del alquiler en España: tendencias y contrastes en perspectiva multiescalar. **Documents d'anàlisi geogràfica**, v. 67, n. 3, p. 441-463, 2019.

MONEY TIMES. CVM suspende negociação de fundo imobiliário por suspeita de fraude. **Money Times**, São Paulo, 18 jul. 2018. Disponível em: <https://www.moneytimes.com.br/cvm-suspende-negociacao-de-fundo-imobiliario-por-suspeita-de-fraude/>. Acesso em: 4 dez. 2024.

MORAES, Tricia; DINIZ, Eduardo; DOS SANTOS, Vanessa; CERNEV, Adrian; SANCHES, Bruno. Fintechrização do varejo: o desafio da inclusão financeira nas economias emergentes. **AMCIS 2024 Proceedings**, n. 4, 2024.

MRV. Divulgação de resultados 4T19. Belo Horizonte: MRV, 2 mar. 2020a. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4b56353d-d5d9-435f-bf63-dcbf0a6c25d5/cef7f2ab-e05e-4798-8290-3197a973d476?origin=1>. Acesso em: 29 nov. 2024.

MRV. Local conference call – transcrição. [S.l.]: MRV, 3 mar. 2020b. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4b56353d-d5d9-435f-bf63-dcbf0a6c25d5/53abfeee-c0f1-4f17-8410-e24ffc80e8f6?origin=1>. Acesso em: 29 nov. 2024.

MRV. Prévia operacional 4T19. Belo Horizonte: MRV, 16 jan. 2020c. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/4b56353d-d5d9-435f-bf63-dcbf0a6c25d5/49c6bda7-d61a-4f6d-b60e-d748d8b2c05b?origin=1>. Acesso em: 29 nov. 2024.

NABARRO, Wagner Wendt. **O espaço do mercado de capitais: tecnosfera e psicosfera dos investimentos no território brasileiro**. 2022. Tese (Doutorado em Geografia) – Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2022.

NAKAMA, Vinicius Kuboyama; RUFINO, Beatriz. Os fundos de investimento como movimento do complexo financeiro-imobiliário no Brasil. **Revista Brasileira de Estudos Urbanos e Regionais**, v. 24, 2022.

NETHERCOTE, Megan. Build-to-Rent and the financialization of rental housing: future research directions. **Housing studies**, v. 35, n. 5, p. 839-874, 2019.

O PRIMO RICO. R\$16.700 e R\$380.000: quanto rende por mês em fundos imobiliários (FIIs)? Dá pra viver de renda? 24 set. 2019. Vídeo (11min59s). Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=CoKzco92uOI>. Acesso em: 4 dez. 2024.

PALLUDETO, Alex; ROSSI, Pedro. O capital fictício: revisitando uma categoria controversa. **Instituto de Economia, UNICAMP**, n. 346, 2018.

PAULANI, Leda. Acumulação e rentismo: resgatando a teoria da renda de Marx para pensar o capitalismo contemporâneo. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 36, p. 514-535, 2016.

PERNASETTI, Fernanda. Neoliberalização e dinâmicas previdenciárias recentes no Brasil e no Chile. **Brazilian Journal of Latin American Studies**, v. 20, n. 40, p. 164-188, 2021a.

PERNASETTI, Fernanda. **Miragens do amanhã**: previdência e rodadas de neoliberalização no Brasil pós-1988. 2021. Tese (Doutorado em Planejamento Urbano e Regional) - Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro: 2021b.

PESSANHA, Roberto Moraes. **A “indústria” dos fundos financeiros**: potência, estratégias e mobilidade no capitalismo contemporâneo. Rio de Janeiro: Consequência, 2019.

PROFESSOR BARONI. FIIs x renda fixa: porque investir em FIIs. 6 jul. 2023. Vídeo (59s). Disponível em: <https://www.youtube.com/shorts/R3erRq17YIU>. Acesso em: 4 dez. 2024.

RIBEIRO, Luiz Cesar de Queiroz. **Dos cortiços aos condomínios fechados**: as formas de produção da moradia na cidade do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira: IPPUR, UFRJ: FASE, 1997.

RIBEIRO, Luiz Cesar de Queiroz. **As metrópoles e o direito à cidade na inflexão ultra-liberal da ordem urbana brasileira**. Rio de Janeiro: Observatório das Metrópoles, 2020.

RIBEIRO, Tarcyla Fidalgo. **Dominância financeira, regulação legal e espaço urbano**: o caso da regulação fundiária no Brasil. 2021. Tese (Doutorado em Planejamento Urbano e Regional) – Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2021.

ROSSI, Pedro. **O Brasil sob o choque neoliberal (2015-2022)**. Anais do XXIX Encontro Nacional de Economia Política. Campina Grande, 2024.

SANFELICI, Daniel. **A metrópole sob o ritmo das finanças**: implicações socioespaciais da expansão imobiliária no Brasil. 2013. Tese (Doutorado em Geografia) - Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

SANFELICI, Daniel. La industria financiera y los fondos inmobiliarios en Brasil: lógicas de inversión y dinámicas territoriales. **Economía, Sociedad y Territorio**, v. 17, n. 54, p. 367-397, 2017.

SANFELICI, Daniel; HALBERT, Ludovic. Financial market actors as urban policy-makers: the case of real estate investment trusts in Brazil. **Urban Geography**, v. 40, n. 1, p. 83-103, 2018.

SANFELICI, Daniel; MAGNANI, Maira. Unpacking corporate ownership in property markets: A typology of investors and the making of na investment value chain in Brazil. **Economy and Space**, 1-21, 2023.

SANTORO, Paula; ROLNIK. Raquel. Novas frentes de expansão do complexo imobiliário-financeiro em São Paulo. **Cadernos Metrôpoles**. v. 19, n. 39, p. 407-431, 2017.

SHIMBO, Lúcia Zanin. **Habitação Social, Habitação de Mercado**: a confluência entre Estado, empresas construtoras e capital financeiro. 2010. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo) - Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2010.

SIQUEIRA, Hipólita. A problemática do trabalho em espaços metropolitanos no capitalismo periféricos. *In*: FRIDMAN, F. (org.). **Quem planeja o território?** Rio de Janeiro: Letra Capital, 2022, v. 1, p. 20-20.

SMOLKA, Martin. O capital incorporador e seus movimentos de valorização. **Cadernos IPPUR**, v. 2, n. 1, p. 41-78, 1987.

TGAR. Regulamento do Fundo de Investimento Imobiliário TG Ativo Real. São Paulo: TGAR, ago. 2021. Disponível em: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/visualizarDocumento?id=203482&cvm=true>. Acesso em: 15 dez. 2024.

TGAR. Prospecto definitivo distribuição pública de cotas da 13ª emissão do Fundo de Investimento Imobiliário. São Paulo: TGAR, maio 2024. Disponível em: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/visualizarDocumento?id=670706&cvm=true>. Acesso em: 15 dez. 2024.

TGAR. Relatório Gerencial TG ATIVO REAL (TGAR11) – dezembro 2023. São Paulo: TGAR, jan. 2024. Disponível em: <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/visualizarDocumento?id=592440&cvm=true>. Acesso em: 15 dez. 2024.

TOPALOV, Christian. **La urbanización capitalista**: algunos elementos para su análisis. México: Edicol, 1979.

TORRES, Ramon da Silva. **O circuito financeiro imobiliário no brasil**: aspectos recentes do processo de financeirização. 2021. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas) - Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2021.

VALFRÉ, Lorenzo Gonçalves. Considerações teóricas sobre a mercadoria-moradia e a produção do espaço urbano. **Ensaio de Geografia**, v. 10, n. 21, p. 73-97, 2023.

VALFRÉ, Lorenzo Gonçalves; RIBEIRO, Marcelo Gomes. Um jeito de morar ou de investir? **e-metropolis**, v. 11, n. 42, p. 31-40, 2020.

VALFRÉ, Lorenzo Gonçalves. **Da autoconstrução à incorporação**: as formas de produção da moradia em Vila Velha – ES. 2021. Dissertação (Mestrado em Planejamento Urbano e Regional) – Instituto de Pesquisa e Planejamento Urbano e Regional, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2021.

VAN DER ZWAN, Natascha. Making sense of financialization. **Socio-economic review**, v. 12, n. 1, p. 99-129, 2014.

WIJBURG, Gertjan; AALBERS, Manuel; HEEG, Susan. The financialisation of rental housing 2.0: releasing housing into the privatised mainstream of capital accumulation. **Antipode**, v. 50, n. 4, 2018.

APÊNDICE A – GLOSSÁRIO

Classificação autorregulação: é a classificação dos fundos envolvendo três características - *mandato*, *segmento de atuação* e *tipo de gestão*, conforme Resolução N. 62 da Anbima de 2015.

Mandato: a característica da política de investimento dos fundos, podendo ser *Desenvolvimento para Renda*, *Desenvolvimento para Venda*, *Renda*, *Títulos e Valores Mobiliários* e *Híbrido*.

Segmento de atuação: o segmento que os fundos objetivam investir acima de 2/3 do seu patrimônio líquido, podendo ser Agências, Educacional, Híbrido, Hospital, Hotel, Lajes Corporativas, Logística, Residencial, Shoppings, Títulos e Valores Mobiliários e Outros.

Segmento “Outros”: outros segmentos agregados nessa categoria e que não possuem, na base de dados da CVM, sua própria categoria, ainda que sejam relevantes, como Agências Bancárias, Educacional, Cemitérios etc.

Público-alvo: para quem o fundo se destina, podendo ser *Investidores em Geral*, *Investidores Qualificados* e *Investidores Profissionais*.

Investidor Profissional: instituições financeiras; companhias seguradoras e sociedade de capitalização; entidades de previdência complementar; pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$10 milhões e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio; fundos de investimento; clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; investidores não residentes. Conforme ICVM 554.

Investidor Qualificado: investidores profissionais; pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$1 milhão e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira etc.; e clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados. Conforme ICVM 554.

Ativos-alvo: são os ativos imobiliários que serão adquiridos pelo fundo nas emissões primárias de cotas, que podem ser identificados nos Prospectos de tais emissões.

Valor patrimonial das cotas de um FII: corresponde ao valor patrimonial do FII dividido pelo número de cotas do mesmo.

Valor de mercado do FII: corresponde ao preço unitário das cotas de um FII no mercado secundário multiplicado pelo número total de cotas emitidas pelo mesmo.

APÊNDICE B – NOME COMPLETO DOS FIIS CITADOS

ABREVIACÃO	NOME COMPLETO
KINEA II	KINEA II REAL ESTATE EQUITY FUNDO DE INVESTIMENTO IMOB
RB CAPITAL II	RB CAPITAL DESENVOLVIMENTO RESIDENCIAL II FII - FII
PERSONALE I	PERSONALE I FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII
LATERES	LATERES FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII
JT PREV	JT PREV FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO D, HAB
EVEN P. KINEA	EVEN PERMUTA KINEA FII FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO
MÉRITO	MÉRITO DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO I FII
OPPORTUNITY	OPPORTUNITY FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO
VECTIS	VECTIS RENDA RESIDENCIAL FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO
JFL	JFL LIVING FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO
RB CAPITAL III	RB CAPITAL DESENVOLVIMENTO RESIDENCIAL III FII - FII
RB CAPITAL IV	RB CAPITAL DESENVOLVIMENTO RESIDENCIAL IV FII
L. DA PEDRA	LAGO DA PEDRA - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO
LUGGO	LUGGO FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO
LOFT II	LOFT II FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO
BRIO II	BRIO REAL ESTATE II
EVEN II KINEA	EVEN II KINEA FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO
ICONE	ÍCONE - FII RESPONSABILIDADE LIMITADA
VIC 20/21	VIC DESENVOLVIMENTO 20/21 FII
WHG	WHG FINVEST SP REALTY FII
CSHG	CSHG RESIDENCIAL - FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII
YUCA	YUCA FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO
HECTARE	FII HECTARE STUDENT HOUSING
PANORAMA	PANORAMA CREDITO RESIDENCIAL FII
VIC 22/23	VIC DESENVOLVIMENTO VINTAGE 22/23 FII
LOFT I	LOFT I FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO
SPECIALE BLUE	SPECIALE BLUE
APEX	APEX REALTY FII
INTER D.	INTER DESENVOLVIMENTO FII
TG ATIVO	FII TG ATIVO REAL
BRIO III	BRIO REAL ESTATE III FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO
RIO BRAVO	RIO BRAVO RENDA RESIDENCIAL FII
BRIO IV	BRIO REAL ESTATE IV - FII
UNID. AUT. I	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO DE UNIDADES AUTONOMAS
HOUSI	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO HOUSI
LEBLON REALTY	LEBLON REALTY FII
TREECORP	TREECORP REAL ESTATE FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO
BS2	BS2 ALLINVESTMENTS FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO
ASA RETROFITS I	ASA RETROFITS I FII

ROOFTOP I	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO ROOFTOP I
GALAPAGOS	GALAPAGOS SPECIAL OPORTUNITIES FII
UNID. AUT. II	FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO DE UNIDADES AUTONOMAS II
VBI ULIVING	VBI ULIVING FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO
GLOBAL	GLOBAL APARTAMENTOS FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIARIO
PANORAMA RE	PANORAMA REAL ESTATE CREDITO FII
AZURITA	AZURITA FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO
IBIZA	IBIZA FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO
ETR	ETR PROPERTIES FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII

Fonte: CVM (Informe Mensal).