

### **Referência:**

**SANFELICI, D. Investidores financeiros no mercado imobiliário comercial: racionalidades decisórias e repercussões urbanas. In: SERPA, A.; CARLOS, A. F. A. (org.). *Geografia Urbana: desafios teóricos contemporâneos*. Salvador: EDUFBA, 2018.**

**Investidores financeiros no mercado imobiliário comercial: racionalidades decisórias e repercussões urbanas**

*Daniel Sanfelici*

### **Introdução**

Ao longo da primeira década do presente século, quando o Brasil vivenciou o ápice do ciclo de *commodities* que elevou as taxas de crescimento do país a níveis não vistos desde a década de 1970, o setor imobiliário brasileiro experimentou profundas mudanças em seus arranjos regulatórios e institucionais, em suas organizações dominantes, em suas práticas de negócios e, como corolário, na quantidade e qualidade de seus empreendimentos. Haja vista a relevância deste setor na configuração do espaço das cidades, bem como sua influência em inúmeros fenômenos que decorrem direta ou indiretamente desta configuração, não surpreende que esta transformação do setor imobiliário tenha atraído a atenção de geógrafos, urbanistas, sociólogos, planejadores urbanos e outros especialistas interessados na produção das cidades. Por razões óbvias, relativas à preocupação com o problema da habitação, a maior parte dos estudos que abordaram estas mudanças no setor imobiliário focalizaram o mercado imobiliário residencial, desvendando aspectos concernentes ao desenho arquitetônico e inserção territorial urbana dos novos empreendimentos surgidos ao longo da expansão imobiliária e vinculando estas dimensões qualitativas a transformações importantes na estrutura econômica do setor imobiliário.

Um número significativamente menor de estudos, porém, dirigiu atenção ao mercado imobiliário comercial, ainda que este segmento tenha experimentado um crescimento vigoroso no mesmo intervalo de tempo, em função do recrudescimento da demanda de empresas por mais (ou melhor) espaço. Esta lacuna é tanto mais importante quanto se sabe que a produção imobiliária comercial, ainda que menor em volume quando comparada à

produção residencial, tem consequências urbanas de grande alcance, uma vez que a localização do estoque imobiliário comercial induz deslocamentos da população trabalhadora no espaço urbano, exigindo investimentos complementares de infraestrutura de transporte. Visando preencher, ainda que parcialmente, esta lacuna, o presente artigo analisa as principais transformações no mercado imobiliário comercial brasileiro nos anos recentes. A hipótese central do artigo é a de que a entrada em cena de atores financeiros como importantes intermediários e investidores finais no mercado de imóveis comerciais provocou um deslocamento importante nas concepções e práticas de investimento dominantes no segmento, decorrente da cultura e valores empresariais hegemônicos no mercado financeiro, bastante distintos daqueles até então predominantes no setor imobiliário. Em particular, destaca-se que o apreço de intermediários e investidores financeiros pela liquidez dos ativos, o emprego de cálculos financeiros mais sofisticados para apurar o binômio risco-retorno e um viés de proximidade espacial produzem, de uma parte, um encurtamento dos horizontes de tempo dos investimentos e, de outra, exacerbam a seletividade territorial dos investimentos. Estas dinâmicas têm, por sua vez, implicações relevantes para a produção do espaço nas escalas urbanas e regional. Espera-se, portanto, que o artigo possa fornecer subsídios para a compreensão de uma dimensão menos explorada do processo de financeirização das cidades.

O artigo divide-se em três seções. A primeira volta-se, após uma breve descrição das mudanças regulatórias que atingiram o mercado imobiliário, para as práticas e formas de organização dos atores financeiros que ganharam maior proeminência no mercado imobiliário comercial brasileiro. Na seção seguinte, discute-se como as práticas de investimento destes atores — principalmente gestores de fundos imobiliários, fundos de pensão e empresas de exploração de imóveis (*property companies*) — tem implicações sobre a distribuição geográfica dos recursos aplicados no setor, sobre o perfil dos imóveis selecionados e, de maneira mais abrangente, sobre a natureza do espaço produzido. O texto conclui com algumas considerações de ordem mais abrangente sobre o alcance analítico da noção de financeirização.

## **1. Novos atores, novos territórios de ação, novas racionalidades**

Um ponto de partida necessário para elucidar as mudanças ocorridas no mercado imobiliário brasileiro é assinalar as profundas alterações regulatórias que atingiram este

mercado nos últimos vinte anos — tanto em seu segmento residencial, quanto comercial<sup>1</sup>. No que diz respeito ao primeiro, estas reformas foram uma condição importante para des-travar o crédito imobiliário no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) que, depois de uma estagnação de quase duas décadas, experimentou um crescimento robusto a partir de 2006. A principal destas reformas no mercado de crédito foi, sem dúvida, a lei que instituiu a alienação fiduciária em contratos de empréstimo para a compra de bens imóveis, aprovada em 1997 (Lei n. 9.514) e consolidada em 2004, com a lei n. 10.931. Esta lei fortaleceu as garantias aos credores imobiliários ao estabelecer a transferência da propriedade do bem imóvel ao credor durante a vigência do contrato de financiamento, abreviando assim o tempo de execução da garantia em caso de inadimplência do devedor. Deve-se salientar, outrossim, que com a lei de 2004, o regime de alienação fiduciária passou a vigorar em contratos que lastreiam a emissão de títulos de base imobiliária no mercado financeiro, como as Letras de Crédito Imobiliário (LCI), os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI). Estes instrumentos haviam sido regulamentados em 1997, com a lei que estabeleceu o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), mas, por falta de maior definição regulatória em aspectos contratuais e tributários, ainda tinham sido pouco utilizados (ROYER, 2009).

O segmento imobiliário comercial também beneficiou-se do ambiente de reformas iniciado desde a década de 1990. Um exemplo relevante refere-se à criação dos fundos imobiliários pela lei 8.668, aprovada em 1993. Estes últimos são veículos de investimento que captam recursos de investidores individuais ou institucionais com o objetivo de aplicá-los em empreendimentos imobiliários, seja para obter retorno com incorporação imobiliária, seja para auferir renda recorrente proveniente de aluguéis. Embora não haja qualquer restrição a estes veículos aplicarem recursos no segmento residencial, a maioria deles volta-se para o segmento comercial — principalmente escritórios, shopping centers e condomínios logísticos (BOTELHO, 2007; SANFELICI, 2017). Uma sucessão de instruções regulatórias aprovadas pela Comissão de Valores Mobiliários a partir da década de 1990 complementou a lei original sobre os fundos imobiliários, estabelecendo mais claramente as atribuições de cada agente, limitando os riscos de conflito de interesse dos gestores, definindo aspectos de governança e regulando a relação entre cotista e intermediário financeiro,

---

<sup>1</sup> Embora haja diferenças importantes entre os segmentos no que diz respeito às variáveis que impulsionam o crescimento em cada um, há também importantes interdependências. Em particular no que se refere à legislação e regulamentação, deve-se ressaltar que o ambiente favorável às reformas no marco regulatório do mercado imobiliário, surgido a partir da década de 1990, teve impactos nos dois segmentos.

entre outras coisas. É, porém, em grande medida às mudanças tributárias que se deve atribuir o crescimento dos fundos imobiliários no Brasil a partir de 2008. Com efeito, valendo-se da argumentação utilizada pelo setor imobiliário como um todo para defender isenções fiscais para aplicações financeiras de base imobiliária<sup>2</sup>, uma rede de agentes econômicos interessados no crescimento dos fundos imobiliários defendeu, desde a década de 1990, a ideia de que as isenções não deveriam estar circunscritas ao segmento residencial, visto que o segmento comercial teria igual importância no desenvolvimento econômico. E, de fato, em parte como resultado da pressão destes agentes<sup>3</sup>, os fundos imobiliários foram incluídos na lei de 2004, acima referida, que desonerou as aplicações de base imobiliária<sup>4</sup>

No centro das mudanças institucionais e regulatórias descritas aqui muito sucintamente — em parte condição, em parte resultado destas mudanças — está um novo rol de atores econômicos que exerce crescente influência sobre a captação e alocação de recursos para o setor imobiliário. Durante muitos anos, em diversos países, os bancos comerciais encarregaram-se com virtual exclusividade da função de coletar e direcionar a poupança agregada para atividades econômicas potencialmente rentáveis, auferindo lucros a partir do diferencial entre as taxas de juros entre captação e empréstimo (*spread* bancário). Os sistemas financeiros eram, portanto, largamente centrados nestas instituições, habilitadas para compatibilizar horizontes temporais curto prazo no lado dos passivos — essencialmente depósitos a vista — com horizontes de longo prazo no lado dos ativos — principalmente empréstimos a empresas e governos (exemplificado na Figura 1 com referência ao crédito habitacional). Esta realidade foi mudando a partir da década de 1970, à medida que diferentes governos implementaram medidas de liberalização e desregulamentação dos mercados financeiros, viabilizando assim o ressurgimento de operações e atividades financeiras que tinham sido fortemente restringidas pelas regras mais restritivas acordadas em Bretton Woods (HELLEINER, 1996; CINTRA, 2000). Nos Estados Unidos, onde estas transformações tiveram início mais cedo, o surgimento de novos instrumentos de poupança, como os fundos de investimento (denominados *mutual funds*) e os fundos de pensão, inaugurou um novo circuito financeiro no qual a compra e venda de papéis em mercados secundários se torna a regra, ao passo que a concorrência entre os gestores de recursos se exacerba uma vez que são eliminadas os tetos sobre a remuneração dos aplicadores finais

---

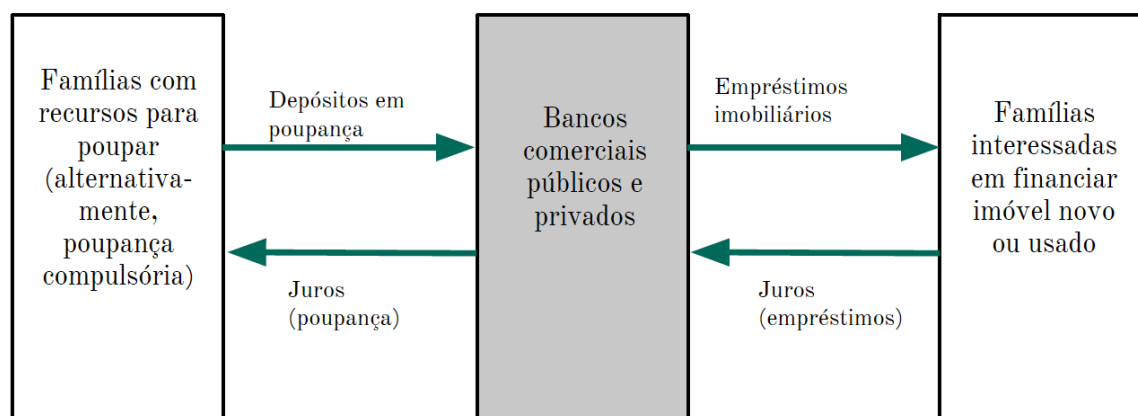
<sup>2</sup> De modo geral, as isenções que beneficiam sobre o setor imobiliário foram sempre defendidas, pelo próprio setor, como imprescindíveis diante da dimensão do déficit habitacional brasileiro, que poderia ser minimizado com investimento privado. Alternativamente, também se utilizou o argumento da importância da cadeia produtiva da construção para a geração de empregos no país.

<sup>3</sup> Informação obtida em entrevistas.

<sup>4</sup> Tal qual os outros papéis de base imobiliária, a isenção dos rendimentos se restringiu às pessoas físicas.

(os depósitos que, sob o sistema financeiro centrado nos bancos, estavam sujeito a regras que limitavam a taxa de retorno de suas aplicações).

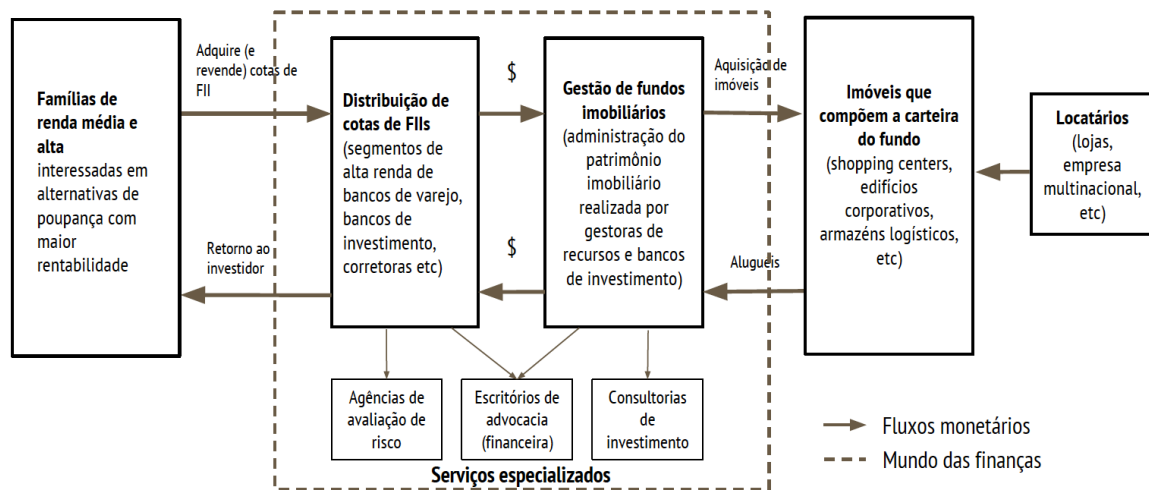
Figura 1 - Representação esquemática de circuito imobiliário-financeiro centrado nos bancos comerciais



Fonte: Elaboração própria

A Figura 2 abaixo retrata este novo circuito financeiro (financeirizado) ao esquematizar os fluxos monetários gerados pelo mercado de fundos imobiliários. No Brasil, os fundos imobiliários conseguiram, nos últimos anos, atrair uma quantia considerável de recursos de pequenos poupadores, principalmente pessoas físicas, que contam com isenção de imposto de renda para aplicar nestes papéis. Importa registrar, na Figura 2, que os recursos coletados com a venda de cotas de fundos de investimento imobiliário para investidores são administrados, na maior parte das vezes, por gestoras de ativos, organizações cuja função principal é a alocação de recursos de terceiros, incluindo pessoas jurídicas e pessoas físicas (MONTAGNE; ORTIZ, 2013; WOJCIK, 2017). Estes agentes posicionam-se, portanto, no centro das decisões de investimento na economia atual, direcionando os recursos coletados (no caso dos fundos imobiliários) para a aquisição de imóveis ou de papéis lastreados em fluxos de renda imobiliária, sempre de acordo com suas considerações particulares de risco e retorno.

Figura 2 - Representação esquemática de circuito imobiliário-financeiro centrado nos fundos imobiliários



Porém, para além das gestoras de recursos e dos bancos de investimento, a indústria financeira, delimitada na Figura 2 pelo quadrilátero tracejado designado “mundo das finanças”, abrange uma extensa gama de atores econômicos que desempenham atividades complementares ou paralelas, estabelecendo desta forma uma divisão do trabalho complexa. Incluem-se aí agências de avaliação de risco, escritórios de advocacia, seguradoras, corretoras de valores, consultorias financeiras, auditores, construtoras, entre outros, que tecem redes complexas de interação com componente territorial marcado. O reconhecimento do papel destas redes de interação abre caminho para um percurso analítico que coloque em perspectiva a ação econômica como uma prática coletiva que é social e territorialmente situada, ou seja, que transcorre em contextos institucionais e políticos particulares que precisam ser elucidados (BATHOLT & GLUCKLER, 2011; REIS, 2009). Questiona-se, assim, a premissa comum a muitas descrições da economia segundo as quais as interações entre os atores se dariam essencialmente em um ambiente descentralizado, em que as decisões de cada um (e, em última análise, a coordenação econômica) seriam regidas pelas informações propiciadas pelo sistema de preços. Colocar em relevo os contextos socioterritoriais de ação significa entender a prática econômica como mediada por instituições, regras, convenções, representações e rotinas arraigadas que evoluem no tempo e constroem as possibilidades abertas às estratégias e decisões dos atores. Preconizando a pertinência de uma abordagem dita relacional para a geografia econômica, Harald Batholt e Johannes Gluckler (2003; 2011) ressaltam que as decisões econômicas são: (1) moldadas pelas redes de relações sociais e arranjos institucionais nas quais operam os indivíduos e as firmas como agentes coletivos; (2) dependentes da trajetória (*path dependent*), visto que decisões tomadas no passado circunscrevem as possibilidades disponíveis no presente; e (3) são também

contingentes, haja vista que os atores não estão completamente aprisionados às estruturas vigentes, mas também formulam estratégias que desviam destas estruturas e podem contribuir para modificá-las.

Do ponto de vista da organização destas redes de relações no campo das finanças de mercado, convém ressaltar o papel estruturante das dinâmicas de proximidade espacial na condução cotidiana dos negócios. Com efeito, vários estudos demonstraram que a alta finança é caracterizada por práticas de negócios que não se prestam à rotinização e padronização típicas de certos segmentos das atividades bancárias. A complexidade inerente à atividade de concepção e estruturação de novos produtos financeiros, a ferocidade da concorrência por novos clientes e a necessidade de acesso cotidiano a um rol variável de serviços auxiliares altamente especializados são todos fatores que concorrem para reforçar as economias de aglomeração no setor (LIZIERI, 2009; WOCJIK, 2017). Por isso, na maior parte dos países, a ponta mais inovadora das finanças tende a se concentrar em um ou em poucos centros urbanos (Londres, no Reino Unido, Frankfurt, na Alemanha, Tóquio, no Japão, e Nova York, nos Estados Unidos, são todos exemplos notórios). Esta tendência pode ser observada em dados que registram a concentração dos principais segmentos da indústria financeira no Brasil. Na Tabela 1, abaixo, pode-se ver o grau aproximado de concentração territorial de algumas das principais atividades da cadeia de valor das finanças estruturadas<sup>5</sup>. Verifica-se que as atividades em questão estão fundamentalmente concentradas em São Paulo e, em menor grau, no Rio de Janeiro, restando fração bastante diminuta para o restante do Brasil. Esta concentração não está circunscrita apenas aos intermediários financeiros (bancos de investimento, gestoras de recursos, corretoras de valores, etc), mas frequentemente se estende aos investidores finais — é o caso, por exemplo, dos principais fundos de pensão brasileiros e das companhias de capital aberto que investem no setor imobiliário.

Tabela 1 - Distribuição territorial das atividades de finanças estruturadas no Brasil

	<b>São Paulo</b>	<b>Rio de Janeiro</b>	<b>Resto do Brasil</b>
<b>Administradores</b>	62%	27%	11%
<b>Advogados</b>	59%	24%	17%

<sup>5</sup> Operações estruturadas são investimentos que combinam mais de um ativo financeiro em um produto, como, por exemplo, os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), entre outros. São atividades, portanto, que resultam da securitização de créditos de toda sorte. Não se incluem os fundos de investimento imobiliário como operação estruturada. Para efeito de visualização da concentração da indústria financeira, contudo, estes dados são representativos.

	<b>São Paulo</b>	<b>Rio de Janeiro</b>	<b>Resto do Brasil</b>
<b>Avaliadores de risco</b>	69%	23%	8%
<b>Corretoras</b>	80%	10%	10%
<b>Gestores de ativos</b>	70%	16%	14%

Fonte: adaptado de UQBAR (2015).

O elevado grau de concentração territorial destas atividades acarreta uma importante centralização do poder decisório na alocação de recursos nas mãos de um “mundo pequeno” de atores econômicos que interagem cotidianamente em redes de negócios territorializadas. Estas redes adquirem maior coesão à medida que a prática cotidiana promove maior convergência entre organizações e entre indivíduos em termos de rotinas e condutas de gestão, visões de mundo, técnicas, racionalidades decisórias, convenções, etc. — em suma, instituições (informais) que promovem maior proximidade cognitiva entre os atores, favorecendo assim o processo de coordenação (STORPER, 1997).

Em entrevistas realizadas com diferentes atores participantes das redes empresariais que criaram e difundiram novos produtos imobiliários-financeiros<sup>6</sup> no Brasil nos anos recentes, a proximidade territorial e cognitiva entre estes atores mostrou-se uma variável importante em pelo menos dois momentos: em primeiro lugar, porque deu maior coesão e unidade de propósito às estratégias e iniciativas dos intermediários financeiros e segmentos associados no sentido de influenciar a formulação e aprimoramento do marco regulatório e do regime tributário incidente sobre os produtos imobiliário-financeiros que lhes eram de interesse direto. Em pesquisa sobre o crescimento dos fundos imobiliários no Brasil, verificou-se a constituição de uma arena informal de diálogo constante entre entidades privadas e públicas ligadas ao mercado financeiro — no caso das primeiras, principalmente as firmas de gestão de ativos, corretoras de valores mobiliários e os escritórios de advocacia; no que se refere às segundas, principalmente a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia sediada no Rio de Janeiro responsável pela regulamentação do mercado de capitais no Brasil (SANFELICI, 2017). De maneira mais ampla, o debate acerca da regulamentação e das “melhores práticas” no âmbito do mercado imobiliário tem contado cada vez mais com a presença de investidores institucionais, como os fundos de pensão, de intermediários finan-

<sup>6</sup> Inclui-se, aqui, os fundos imobiliários, mas também os produtos originados a partir da securitização de créditos imobiliários, como os Certificados de Recebíveis Imobiliários e as Letras de Crédito Imobiliário.



ceiros e de entidades de representação empresarial como a Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais (ANBIMA) e a Associação Brasileira de Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP).

A segunda dimensão em que a proximidade territorial e cognitiva revela-se importante diz respeito à circulação de convenções e rotinas que orientam o direcionamento dos recursos coletados e geridos por intermediários financeiros (principalmente gestoras de recursos), investidores institucionais (no caso de fundos de pensão com gestão direta) e empresas imobiliárias de capital aberto (*property companies*). Theurillat et al (2015) sustentam que, no capitalismo atual, dois circuitos de investimento imobiliário se justapõem: um dito “real” e um “financeirizado”. Não há necessariamente a substituição de um por outro, mas houve um crescimento significativo do circuito financeirizado em um número ascendente de países, à medida que se desenvolveram técnicas de securitização de ativos imobiliários. O que diferenciaria os dois circuitos, segundo os autores, seria a maneira de conceber e executar o investimento imobiliário, os critérios que presidem as avaliações dos ativos imobiliários e as técnicas/instrumentos mobilizados por cada um — todos aspectos importantes para investigar os efeitos destes investidores na produção do espaço das cidades.

## **2. Temporalidades abreviadas, espacialidades concentradoras**

Diversos autores provenientes das tradições heterodoxas da economia, bem como geógrafos, sociólogos e antropólogos, avançaram, nos anos recentes, na compreensão da ação econômica como um processo essencialmente coletivo e enraizado (*embedded*), em contraponto às tradições metodológicas individualistas na economia. Significa isto dizer que as decisões aparentemente individuais de cada ator econômico são, na verdade, orientadas por critérios e racionalidades que nascem da convergência de expectativas e crenças de todos atores em interação cotidiana. André Orléan (1999) assentou as bases de uma economia das convenções ao analisar a coordenação dos atores no mercado financeiro sob o signo da racionalidade autorreferencial. O predomínio desta última nas avaliações dos investidores financeiros significa que os preços dos ativos financeiros, longe de refletirem necessariamente os fundamentos da atividade econômica subjacente, expressam as expectativas cruzadas dos investidores sobre a conduta de seus pares. Decorre disto que os preços dos ativos financeiros podem se descolar por larga margem de patamares que seriam consoantes com uma análise dos fundamentos subjacentes, dando origem a bolhas financeiras. As convenções de avaliação que resultam deste processo complexo de coordenação, ademais, têm um caráter performativo, no sentido de que “aquilo que os agentes pensam, a

maneira como representam o mundo, tem um efeito sobre os preços e, portanto, sobre as relações econômicas que os agentes tecem entre eles” (ORLÉAN, 1999, p. 85). Michael Storper (1997) complementa e enriquece as formulações da escola das convenções ao destacar a dimensão territorial das convenções, sublinhando a importância da proximidade espacial para a construção de racionalidades coletivas de ação (ver também REIS, 2009; WEBER, 2015).

A proeminência assumida por investidores e intermediários financeiros no âmbito da atividade imobiliária comercial no Brasil trouxe à tona, portanto, lógicas de investimento e convenções de avaliação cujas repercussões sobre a cidade precisam ser melhor elucidadas. São concepções de risco e retorno, distintas daquelas dominantes no setor imobiliário tradicional, que produzem um impacto nos territórios e na organização das cidades. Parece pertinente condensá-las, no que se refere a esses impactos, sob o duplo signo das *temporalidades abreviadas* e das *espacialidades concentradoras*.

No que tange às primeiras, a pesquisa encontrou uma clara tendência à prevalência de critérios de curto prazo sobre horizontes de tempo mais alargados nas práticas de administração de portfólio. Tanto gestores de fundos imobiliários, quanto a diretoria dos departamentos imobiliários dos principais fundos de pensão brasileiros, revelaram-se propensos a enxergar os imóveis comerciais como ativos posicionados em uma curva de valorização cuja trajetória atinge, inevitavelmente, um pico antes de começar a declinar sob o efeito da obsolescência física e da mudança das direções de crescimento das cidades<sup>7</sup>. As decisões de alocação de portfólio destes atores são fortemente direcionadas para circunscrever a posse dos imóveis à vertente ascendente da curva de valorização, coincidente com os primeiros 10 anos de vida do ativo (ou, alternativamente, aos anos subsequentes a uma ampla renovação do imóvel). Embora muitos gestores de ativos admitam a possibilidade de reter um imóvel por um prazo mais prolongado, muitos olham com estranhamento a ideia de permanecer com a propriedade de um imóvel por mais tempo do que o considerado necessário. No cerne deste modo de conceber a propriedade imobiliária está uma procura por extrair maior rentabilidade do ativo, evitando a diminuição das margens líquidas causadas pelo aumento dos custos de manutenção. É interessante notar que mesmo entre os fundos de pensão, que em tese obedecem horizontes temporais mais alargados em função da natureza do seus passivos (planos de aposentadoria), têm convergido com os demais intermediários e gestores financeiros na adoção de práticas mais ativas de gestão de portfólio. Um

---

<sup>7</sup> É importante assinalar que, embora haja uma tendência geral nesse sentido, a variedade de práticas de administração ainda é grande no seio mesmo de organizações do mesmo tipo. Daí decorre uma distinção muito presente no discurso dos profissionais da área entre “gestão ativa” e “gestão passiva”, a primeira representando um empenho mais agressivo no sentido de extrair o máximo de rendimento da carteira de imóveis.

gerente do departamento imobiliário de um grande fundo de pensão estatal brasileiro, entrevistado para a pesquisa, descreve uma mudança, no âmbito destas entidades, na forma de conceber o investimento imobiliário:

Do início, quando eu entrei pro sistema, em algumas fundações a visão do imobiliário era uma visão de patrimônio, então era uma visão totalmente distorcida, porque na verdade o investimento imobiliário, o “mote” [deste investimento] é [...] trazer pra carteira de investimentos como um todo uma diversificação, agregar valor, uma correlação negativa com outros ativos, pra que você tenha aí uma possibilidade de se ter melhores resultados na carteira de investimentos como um todo. Então ele tem que ser tratado como investimento, ele não pode ter essa característica patrimonialista de área de patrimônio, em muitas fundações era na área de administração [que ficava] a área imobiliária (Entrevista realizada em 2017)

Em seguida, o entrevistado complementa:

você tem que fazer gestão, você não pode botar um imóvel na carteira e esquecer que você tem imóvel, que essa é a visão antiga, patrimonialista, você comprava um imóvel, [não] saía nunca mais, era o imóvel da patrocinadora, ficava ali o imóvel 50, 60 anos, fazia só a manutenção e acabou. Não é isso, você tem que ter a visão de entrar, sair, de rodar sua carteira, de fazer a idade média da sua carteira, isso tudo são indicadores importantes pra você ter uma renda boa e uma valorização daquele ativo, são os dois vetores que vão te dar a rentabilidade total do ativo imobiliário (idem).

É importante assinalar que, à medida que cresceu a disposição dos atores econômicos de extrair maior rentabilidade do imóvel por intermédio de uma gestão mais sensível ao ciclo de vida do ativo, técnicas mais sofisticadas de cálculo do valor dos ativos ganharam espaço na comunidade de negócios. Uma destas técnicas envolve a avaliação dos preços dos imóveis mediante a presentificação dos rendimentos futuros — a metodologia do *discounted cash flow*. Não é o caso aqui de discorrer sobre estes dispositivos (ver a esse respeito CROSBY & HENNEBERRY, 2013; CHIAPELLO, 2015). Convém sublinhar, contudo, que a utilização destas técnicas assenta-se na tentativa dos investidores de potencializar a rentabilidade dos ativos imobiliários através de um prognóstico mais acurado da curva de valorização do imóvel, prognóstico este que respalda decisões relativas à compra, posse (gestão) e (re)venda dos imóveis. Do ponto de vista da dinâmica urbana, a adesão a estas técnicas de cálculo acarreta uma procura por imóveis que estão localizados em áreas de maior potencial de apreciação futura, o que faz destes investidores financeiros importantes interessados em projetos de revitalização urbana e intervenções urbanísticas.

Estas práticas emergentes de investimento também imprimem marcas territoriais ao favorecer a seletividade em termos de localização dos imóveis investidos — daí a ideia de espacialidades concentradoras. Esta seletividade opera em duas escalas espaciais: no plano

do território nacional, há uma forte concentração nas duas metrópoles nacionais, São Paulo e Rio de Janeiro. Em alguns casos, Brasília também aparece com alguma proeminência. Ressalte-se que o grau de concentração territorial varia também conforme a tipologia de imóvel que se seleciona: edifícios de escritório e condomínios logísticos são mais fortemente concentrados nos estados de São Paulo e Rio de Janeiro; shoppings centers são mais bem distribuídos territorialmente, mas ainda com forte concentração nestas metrópoles. Também há variação conforme a instituição que se seleciona: algumas dispersam mais o investimento do que outras. Na escala local, o investimento imobiliário também tende a se concentrar em fragmentos do território urbano de alto valor do solo ou com maior potencial de valorização futura. Estamos falando, no caso de São Paulo, do quadrante sudoeste, onde se localiza o eixo de negócios da cidade; no caso do Rio de Janeiro, na região central, que ainda abriga a maior parte das sedes de bancos e empresas industriais da cidade.

A seletividade dos investimentos verificada é maior do que o que seria justificável apenas pelo produto interno bruto das principais metrópoles<sup>8</sup>. Isso reflete imperativos variados, mas quatro forças principais são dignas de nota:

- 1) A lógica de curto prazo que crescentemente preside as decisões de investimento de fundos imobiliários e fundos de pensão encoraja a busca por mercados maiores e com maior liquidez, e isto deve-se a (pelo menos) três razões: a) os mercados maiores aumentam a probabilidade e diminuem o tempo de procura de um comprador em caso de necessidade de revenda de um imóvel; b) os mercados maiores também aumentam a probabilidade e diminuem o tempo para encontrar novo locatário, em caso de rescisão de um contrato de locação; c) em razão da maior frequência das transações que caracteriza os os mercados maiores, os investidores dispõem de um universo mais rico de dados comparativos (relativos a preços de venda e de locação) que permitem estimar com maior precisão os preços dos imóveis, dando amparo às decisões de gestão de portfólio;
- 2) Uma segunda força em prol da concentração é um reflexo do anseio dos investidores financeiros por minimizar riscos de locação. O inquilino típico de investidores institucionais e fundos imobiliários são empresas de grande porte, com maior estabilidade de fluxo de caixa. Esta condição minimizaria, segundo gestores entrevistados, os riscos de inadimplência, dando maior previsibilidade aos rendimentos futuros. No entanto, o

---

<sup>8</sup> Para casos semelhantes em outros países, ver LIZIERI, 2009; THEURILLAT et al, 2010; CATTANEO PINEDA, 2011; HALBERT, 2013.

imóvel tipicamente ocupado por estas empresas são edifícios corporativos de alto padrão, classificados com o selo AAA de qualidade construtiva por agências de classificação. Esta tipologia de imóvel está fortemente concentrada na capital paulista e, em menor grau, no Rio de Janeiro, o que reforça a concentração dos portfólios nestas capitais. Poderíamos chamar esta seletividade territorial de *passiva*, haja vista que é reflexo da escolha do perfil dos imóveis.

- 3) Uma terceira força de concentração territorial tem origem em estratégias de maximização da rentabilidade empregadas por gestores e investidores institucionais. Um dos custos correntes mais importantes na gestão de um conjunto de imóveis refere-se à elaboração, supervisão e revisão dos contratos de locação e à manutenção dos imóveis (seja diretamente ou indiretamente através de contratos com empresas de administração de condomínios). Por esta razão, visando à redução de custos, os investidores tendem a concentrar o portfólio em um número menor de imóveis e, visto que a gestão envolve contato cotidiano com inúmeros profissionais, a concentrar o portfólio na cidade onde é exercida a gestão.
- 4) Por fim, é preciso frisar que a prospecção de novos imóveis para aquisição vale-se muito das redes territorializadas de interação entretidas por profissionais inseridos em uma divisão do trabalho, como referido acima. Embora existam serviços profissionais de assessoria imobiliária, em muitos casos a descoberta de um imóvel potencialmente vantajoso para aquisição por um fundo imobiliário, por exemplo, emerge de contatos informais com incorporadores imobiliários, engenheiros, dirigentes de fundos de pensão e de seguradoras, etc. Em outras palavras, o contato face-a-face é uma fonte importante de informação e de construção de laços de confiança que inclinam os gestores a selecionar imóveis dentro do seu círculo de familiaridade (STORPER; VENABLES, 2005; ver também HENNEBERRY; MOUZAKIS, 2014).

Em conjunção, essas forças engendram forte centralização do investimento nas capitais paulista e fluminense, onde se concentra a própria indústria financeira que gerencia os imóveis, os principais fundos de pensão e a sede das empresas de exploração imobiliária. Um aparente paradoxo a ser destacado é que a financeirização da produção imobiliária (neste caso comercial) não resultou em uma dispersão do investimento imobiliário, como seria de se supor segundo as narrativas mais lineares da globalização, que sugerem que o capital tende a fluir para as regiões onde há maior escassez. Ao contrário, mesmo quando gerido por agentes oriundos das finanças, que empregam práticas diferentes de gestão e que

tendem a privilegiar estratégias de diversificação (geográfica e setorial) de portfólio, os investimentos tendem a exibir forte concentração nas duas maiores metrópoles do Brasil.

Tabela 2 – Princípios de ação e implicações socioespaciais das práticas de investimento imobiliário de atores financeiros

<b>Princípios de ação/decisão</b>	<b>Possíveis implicações socioespaciais</b>
<b>Limitar a posse do imóvel aos primeiros anos de seu ciclo de vida</b>	<i>Busca por imóveis mais novos, incentivando dinâmicas de obsolescência precoce de áreas da cidade</i>
<b>Preferência por mercados de maior liquidez</b>	<i>Concentração do investimento nas maiores metrópoles (São Paulo e Rio de Janeiro);</i>
<b>Procura por menores custos de prospecção e de administração da carteira imobiliária</b>	<i>Prioridade a projetos imobiliários maiores, localizados nas áreas de negócios das duas cidades (Quadrante Sudoeste em SP, Centro ou Barra da Tijuca no Rio)</i>
<b>Gestão ativa dos imóveis em carteira</b>	<i>Mudança no perfil dos locatários, com a saída de empresas em atividades de menor valor agregado, em proveito de empresas maiores</i>
<b>Busca de ganhos de capital nas transações imobiliárias</b>	<i>Impulso aos ciclos de valorização exacerbada dos ativos imobiliários</i>

Fonte: elaboração própria.

A tabela 2 sintetiza as principais conclusões das nossas pesquisas realizada sobre o mercado imobiliário comercial. À guisa de conclusão, pretende-se brevemente discorrer sobre o alcance analítico do conceito de financeirização.

### **3. Pensar as cidades à luz das forças de financeirização: até onde o conceito pode ir?**

O amadurecimento recente do debate sobre financeirização das cidades ensejou um refinamento conceitual notável, proporcionando utensílios analíticos para investigar empiricamente as dinâmicas emergentes que vem transformando os espaços das cidades. Como todo conceito que ganha notoriedade, existe, porém, o risco de que o de financeirização veja sua potencialidade analítica diluída por efeito da profusão de usos pouco rigorosos, referidos a fenômenos que pouco ou nada têm a ver com financeirização. Esse risco foi evocado recentemente pelo artigo provocativo de Brett Christophers (2015), que arrolou algumas inconsistências e fragilidades no uso disseminado do conceito de financeirização na literatura da geografia econômica e dos estudos urbanos. Não é difícil enxergar esta dilatação excessiva do conceito na área de Geografia brasileira: em muitos estudos, a emissão de um título financeiro por um grupo empresarial do setor de incorporação/construtor é suficiente para que se impute todas as consequências de suas decisões e ações ao processo de “financeirização”. Ora, sem uma análise de como interagem investidores financeiros e os gestores da empresa, a fim de aferir se os primeiros efetivamente exercem influência ou

mesmo impõem novas diretrizes e novos modelos de governança aos segundos, recorrer ao conceito de financeirização é, neste exemplo, deduzir aquilo que deveria ser objeto de demonstração. Outra situação, ainda mais problemática, é de estender a noção de financeirização a toda a produção urbana, sem atentar para o fato de que, no Brasil, o mercado de capital tem uma escala pequena e a interação entre estes mercados e mercado imobiliário deixa de fora boa parte das cidades de menor porte e mesmo das regiões metropolitanas.

Apesar disso, entende-se que seria um equívoco “jogar fora o bebê com a água do banho”: boa parte da literatura (interdisciplinar) que surgiu nos últimos anos conseguiu lançar luz sobre dinâmicas novas de produção das cidades, suscitadas pela emergência e difusão de racionalidades de investimento mais agressivas, visando extrair rentabilidades mais elevadas do estoque imobiliário das cidades. Compreender os limites, mas também o alcance, do conceito de financeirização permite iluminar dinâmicas urbanas relevantes. Algumas pesquisas recentes apontaram, por exemplo, para um fortalecimento da segregação socioespacial na escala urbana como resultado da presença mais forte dos investidores financeiros. No que se refere ao mercado imobiliário comercial, verificou-se neste artigo que a presença de novos atores ligados às finanças, e suas interações cotidianas com uma miríade de outros atores que compõem a indústria financeira, promoveu novas racionalidades de investimento que operam no sentido de uma maior seletividade territorial nas escalas urbana e regional. São forças que resultam, potencialmente, em maior elevação dos preços do solo em perímetros reduzidos das cidades. Para melhor elucidar as implicações sobre a produção urbana, é importante, contudo, que se esclareça como estes princípios financeiros interagem com ações do poder público através de projetos e intervenções urbanísticas e com ações de organizações da sociedade civil no sentido de alterar ou barrar estas intervenções.

## Bibliografia

- BATHELT, Harald; GLÜCKLER, Johannes. Toward a relational economic geography. *Journal of economic geography*, 3(2), 117-144, 2003.
- \_\_\_\_\_. *The relational economy: geographies of knowing and learning*. Oxford: Oxford University Press, 2011.
- CATTANEO PINEDA, Rodrigo A. Los fondos de inversión inmobiliaria y la producción privada de vivienda en Santiago de Chile. *EURE (Santiago)*, 37(112), 5-22, 2011.
- CHIAPELLO, Eve. Financialisation of valuation. *Human Studies*, 38(1), 13-35, 2015.
- CHRISTOPHERS, Brett. The limits to financialization. *Dialogues in human geography*, 5(2), 183-200, 2015.
- CINTRA, Marcos A. M.. A dinâmica do novo regime monetário-financeiro americano: uma hipótese de interpretação. *Revista Estudos Avançados*, (39), 103-141, 2000.

- CROSBY, Neil; HENNEBERRY, John. Financialisation, the valuation of investment property and the urban built environment in the UK. *Urban Studies*, 53(7), 1424-1441, 2016.
- HALBERT, Ludovic. Les acteurs des marchés financiers font-ils la ville? Vers un agenda de recherche. *EspacesTemps.net*, 9, 2013.
- HENNEBERRY, John; MOUZAKIS, F.. Familiarity and the determination of yields for regional office property investments in the UK. *Regional Studies*, 48(3), 530-546, 2014.
- HELLEINER, Eric. *States and the reemergence of global finance*. New York: Cornell University Press, 1996.
- LIZIERI, Colin. *Towers of capital*. Oxford: Blackwell, 2009.
- MONTAGNE, Sabine; ORTIZ, Horacio. Sociologie de l'agence financière: enjeux et perspectives Introduction. *Sociétés contemporaines*, (4), 7-33, 2013.
- ORLÉAN, André. *Le pouvoir de la finance*. Paris: Odile Jacob, 1999.
- REIS, José. *Ensaio de economia impura*. Lisboa: Almedina, 2009.
- SANFELICI, Daniel. La industria financiera y los fondos inmobiliarios en Brasil: lógicas de inversión y dinámicas territoriales. *Economía, Sociedad y Territorio*, 17(54), 2017.
- STORPER, Michael. *The regional world*. Nova York: Guilford Press, 1997.
- STORPER, Michael; VENABLES, Anthony J. O burburinho: a força econômica da cidade. In: DINIZ, Clélio C.; LEMOS, Mauro B. *Economia e território*. Belo Horizonte: Editora UFMG, 2005.
- THEURILLAT, Thierry; CORPATAUX, Jose; CREVOISIER, Olivier. Property sector financialization: the case of Swiss pension funds (1992–2005). *European Planning Studies*, 18(2), 189-212, 2010.
- THEURILLAT, Thierry; RÉRAT, Patrick; CREVOISIER, Olivier. The real estate markets: Players, institutions and territories. *Urban Studies*, 52(8), 1414-1433, 2015.
- UQBAR. *Quem é quem em finanças estruturadas no Brasil*. Rio de Janeiro : Uqbar Publicações
- WEBER, Rachel. *From boom to bubble*. Chicago : The University of Chicago Press, 2015.
- WOJCIK, Dariusz. O fim do capitalismo dos bancos de investimento? Uma geografia econômica do emprego e do poder financeiro. *GEOUSP: Espaço e Tempo (Online)*, 21(2), 341-369, 2017.