

7

Inversores financieros y corporativos en el mercado inmobiliario comercial brasileño: una tipología para el análisis

Daniel Sanfelici*
Maira Magnani**

Los mercados inmobiliarios comerciales siguen siendo poco tratados por la literatura que se ocupa de las transformaciones del ambiente urbano construido. Según Wijburg y Aalbers (2017) es necesario considerar estos mercados no sólo porque muestran fuertes vínculos con los flujos financieros nacionales e internacionales, sino también por la tensión entre fijeza y liquidez que surge desde el momento en que el sector inmobiliario —especialmente el comercial— se convierte en objeto de inversión por parte de grandes inversores financieros, también conocidos como *corporate landlords*, como los fondos de pensión y los fondos de inversión inmobiliaria (Gotham, 2006). Como demuestran una serie de estudios, al interactuar con el mercado comercial, estos actores terminan homogeneizando el espacio, en la medida en que transforman la clase de activos que más necesita fijarse espacialmente en una clase de activo “genérica”. Así pues, además de la necesidad de incorporar los mercados inmobiliarios comerciales en los análisis destinados a comprender la producción del espacio urbano, es menester considerar la participación de diferentes tipos de inversores financieros en la conducción de inversiones inmobiliarias, reconociendo que las prácticas y racionalidades de esos inversores, aplicadas a la producción y gestión del stock inmobiliario, transforman la geografía del ambiente urbano construido (Theurillat y Crevoisier, 2013; Theurillat et al., 2014).

* Universidade Federal Fluminense (UFF), Niterói (RJ-Brasil). Correo electrónico: danielsanfelici@gmail.com

** Universidade Federal Fluminense (UFF), Niterói (RJ-Brasil). Correo electrónico: mairamagnani@uol.com.br

Diferentes estudios realizados a nivel internacional han demostrado que la actuación de los inversores financieros en el mercado inmobiliario mundial es fruto de un proceso amplio de reconfiguración de las estrategias de inversión de estos agentes, quienes vieron un rápido crecimiento de sus reservas en las décadas de los ochenta y noventa y fueron obligados a seleccionar nuevas categorías de activos para componer sus carteras. Esta entrada de nuevos actores en el mercado de alquiler fue impulsada por la creación de nuevos vehículos de inversión y por el proceso de titulización de activos (Leyshon y Thrift, 2007), que posibilitó un cambio en la forma en que se organizan los mercados globales de deuda inmobiliaria y, en última instancia, permitió la participación de inversores financieros y corporativos en el mercado inmobiliario comercial global (Lizieri y Pain, 2014).

Reconociendo la importancia que el mercado inmobiliario comercial ha asumido en el desarrollo de las ciudades, así como las implicaciones de las decisiones de los agentes implicados en este mercado sobre el “modo como se desarrolla y evoluciona el ambiente urbano construido” (Theurillat *et al.*, 2010),¹ el presente artículo se cuestiona el papel que desempeñan los inversores financieros y corporativos en el mercado inmobiliario brasileño y, más específicamente, cuáles prácticas de gestión movilizan esos actores a la hora de decidir sus inversiones inmobiliarias. Se admite que las motivaciones y racionalidades que orientan la toma de decisión ayudan a dilucidar las elecciones relativas a la ubicación y el perfil de los inmuebles invertidos, iluminando así las repercusiones de estas inversiones en el desarrollo urbano.

En este trabajo buscamos discernir tres grupos de actores financieros que entraron en escena en las últimas décadas y se han convertido en grandes inversores en el mercado de alquiler brasileño, sustituyendo en parte a los actores más tradicionales como las empresas familiares y los inversores individuales: fondos de pensión, fondos de inversión inmobiliaria (FII) y empresas de explotación inmobiliaria cotizadas en la bolsa (también conocidas como *property companies* o *property firms*). Para examinar las prácticas de inversión y la toma de decisión de estos actores, construimos una tipología de análisis que permita no sólo encontrar aspectos en común, sino también revelar diferencias relevantes entre los tres grupos de actores. Aunque diferenciarlos en función de sus estrategias de inversión, condicionadas, como veremos, por diferentes motivos, es un gran paso en la interpretación de estos agentes urbanos, la investigación aquí desarrollada no considera, por ahora, los impactos urbanos relacionados con estas diferentes estrategias. Este es un tema de investigación aún en marcha por parte de los autores.

1. Traducción nuestra.

El artículo se divide en tres secciones complementarias. En la primera, se retoman algunos puntos planteados por la literatura internacional que examina las consecuencias de la entrada de nuevos agentes en el mercado inmobiliario comercial. En la segunda, describimos los tipos de inversionistas analizados y la metodología de investigación. Finalmente, en el tercer apartado y en las consideraciones finales, concluimos que el esfuerzo por diferenciar las prácticas de inversión de estos agentes mediante el análisis del cuadro tipológico revela las ventajas teóricas de incorporar a los estudios de lo urbano un análisis más atento a los aspectos relacionados a la toma de decisión de los agentes y, por lo tanto, una visión más detenida sobre cuáles son las racionalidades que movilizan los actores a la hora de invertir en inmuebles.

INVERSIONISTAS FINANCIEROS Y CORPORATIVOS EN EL MERCADO INMOBILIARIO: BREVE REVISIÓN DE LA LITERATURA

El crecimiento del volumen de recursos administrados por inversores institucionales, como los fondos de pensión y las compañías de seguros, se ha acelerado en las últimas décadas (Clark, 2000a). Paralelamente, las alternativas de inversión que ofrece la industria financiera están creciendo, a fin de servir no sólo a este grupo de inversores institucionales, sino también a los pequeños ahorradores que buscan mayores tasas de rendimiento. A su vez, los fondos de inversión se configuran como canales cada vez más utilizados, permitiendo la aplicación y canalización de diferentes clases de activos financieros, como el inmobiliario comercial (Sanfelici, 2018).

Esta tendencia a la concentración de recursos en vehículos de inversión colectiva ha inducido a los gestores de esos fondos de inversión a buscar alternativas en relación a los canales más tradicionales (acciones y títulos privados). En este contexto, el mercado inmobiliario se convirtió en un importante destino de inversiones no sólo entre los que Clark y Monk (2017) llaman “propietarios de activos” (*asset owners*), como los fondos de pensión, sino también los intermediarios financieros que ejecutan la gestión de activos en nombre de terceros (*asset managers*). De acuerdo con el registro en la literatura internacional en el ámbito de la geografía económica y estudios urbanos, su entrada en el mercado inmobiliario comercial introdujo importantes cambios en el funcionamiento de este mercado y en las morfologías producidas. A fin de situar esta investigación en el ámbito de ese debate sobre propietarios institucionales y financieros, vale la pena examinar brevemente la forma en que la literatura abordó el problema.

El primer grupo de investigación se centró en el proceso de toma de decisiones en la inversión inmobiliaria por parte de *corporate landlords*. En general, las investigaciones apuntan a cambios significativos en las racionalidades que guían las decisiones de asignación de recursos en relación con los inversores más tradicionales del mercado inmobiliario. Charney (2001) analizó las empresas inmobiliarias cotizadas (*property companies*) en Canadá, revelando la preferencia de esas empresas por concentrar las inversiones en unas pocas ciudades más grandes, especialmente Toronto y Calgary. El autor explica esta tendencia por las redes de negocios consolidadas por estas empresas en ciertas ciudades durante décadas de actividad, dificultando la movilidad del capital a regiones menos exploradas. Las conclusiones del estudio son similares a las obtenidas por Henneberry y Mouzakis (2014), aunque los autores empleen otra perspectiva de análisis. La investigación identificó un sesgo heurístico de familiaridad en el comportamiento de toma de decisiones de los inversores financieros ubicados en Londres, lo que los lleva a preferir invertir en la misma ciudad incluso a costa de una tasa de rendimiento más baja que en los mercados regionales. Para los autores, la participación de los inversores en redes de relación interpersonal territorializadas en Londres produce una percepción de mayor riesgo en inversiones en mercados regionales fuera de la capital, reduciendo el flujo de inversiones hacia esas regiones.

Theurillat *et al.* (2010) analizan las inversiones inmobiliarias de los fondos de pensión en Suiza verificando una transición gradual de una estrategia más tradicional de permanencia a largo plazo de inmuebles en cartera (*buy and hold*), hacia una estrategia más activa de gestión de la cartera de inversiones (*buy and manage*), prestando mayor atención al ciclo de vida (económico, no físico) del inmueble. Además, Theurillat y Crevoisier (2013) añaden que hay dos posibles lógicas/circuitos desde los cuales los inversores financieros pueden anclar su capital en los bienes inmuebles. El primero, el canal directo, se produce a través de la compra de inmuebles, lo que requiere el conocimiento no sólo de las características financieras del producto inmobiliario, sino también de las características “no financieras”, vinculadas a las cualidades de la propiedad. El segundo canal, a su vez, permite a los inversores adquirir activos con lastre inmobiliario sin poseerlos físicamente, transformando un activo real en un activo financiero.

Finalmente, Van Loon y Aalbers (2017) ven un cambio gradual en las estrategias de los fondos de pensión holandeses en el mercado inmobiliario a partir de la adopción de principios de gestión más financiarizados. Los autores identifican cuatro etapas de la gestión de la cartera inmobiliaria de los fondos de pensiones: 1) la

gestión del fondo, que se refiere a la estrategia global de asignación de la cartera de acuerdo con metas establecidos (por lo tanto, no se restringe al inmobiliario); 2) la gestión de la cartera inmobiliaria, que implica la elección de los segmentos inmobiliarios para invertir (residencial, comercial, logística, etc.); 3) gestión de los activos, que se refiere a cuáles activos (inmuebles o vehículos financieros respaldados en inmuebles) se incluirán en la cartera y, finalmente, 4) la gestión de la propiedad, que se refiere a la administración de los bienes inmobiliarios en cartera (contratos de alquiler, mejoras, servicios de mantenimiento y administración de condominios, etc.). Según los autores, las cuatro dimensiones fueron afectadas por la financiarización. En primer lugar, se observa una pérdida de importancia de objetivos políticos y sociales en la asignación de los recursos, en favor de una visión más centrada en el binomio riesgo-rendimiento. En segundo lugar, también se verificó una mayor variabilidad en las clases de activos inmobiliarios invertidos, incluyendo inversiones en países extranjeros. En tercer lugar, con respecto a la gestión de activos propiamente dicha, se introdujeron medidas cuantitativas, comunes en el mercado financiero, que permiten estimar el valor futuro del inmueble y el flujo de ingresos generados por el alquiler. Finalmente, la propiedad adquirida pasó a tratarse como cualquier activo financiero, sin vínculo emocional o consideraciones de otra naturaleza, salvo el desempeño del activo.

El segundo grupo de investigaciones identificado, se refiere a los estudios que analizaron el impacto de las expectativas y racionalidades financieras en escala local. Los trabajos de Theurillat y Crevoisier (2013) y Guironnet *et al.* (2016), por ejemplo, demostraron cómo las expectativas de inversión de la comunidad financiera configuran las cualidades urbanas de los proyectos de renovación urbana, respectivamente, en Suiza y Francia. En el caso francés de un proyecto de renovación urbana en el municipio de Saint-Ouen, en el Gran París, esas expectativas condicionaron en gran medida la tipología de los inmuebles comerciales, incluyendo aspectos como el tamaño mínimo de las oficinas corporativas, las especificaciones de construcción de acuerdo con padrones internacionales, la ubicación en relación con el transporte público, etc., todo ello con el fin de adaptar los emprendimientos a las necesidades de las grandes empresas ocupantes (*blue-chip*), preferidas por los fondos de inversión. En el caso suizo, Theurillat y Crevoisier (2013) destacan cómo la presencia de inversores financieros modifica el proceso de negociación para la consecución de proyectos urbanos. Los autores subrayan la necesidad de que los actores locales trabajen para anclar el capital financiero en el territorio, lo que supone negociaciones con actores de expectativas y racionalidades diferentes.

En resumen, la bibliografía revisada sobre la participación de los inversores institucionales e intermediarios financieros en el mercado inmobiliario comercial señala: 1) la difusión de racionalidades y convenciones de inversión co-producidas por los actores financieros en contextos territoriales particulares, con impactos en la localización de las inversiones y sobre los principios de gestión de la cartera de activos inmobiliarios y 2) la influencia de los actores financieros y sus expectativas sobre los proyectos de desarrollo en la escala local. En las dos secciones siguientes, dirigimos nuestra atención a la realidad de los tres grupos de actores identificados y su actuación en el mercado inmobiliario en Brasil.

METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

Como ya se ha mencionado, la literatura de los estudios urbanos que analizó la financiarización de la producción urbana, ha retratado la adopción de prácticas de gobernanza alineadas con el mercado financiero por parte de un grupo heterogéneo de actores. Esas prácticas incluyen diversos aspectos, como la utilización de técnicas de cálculo estandarizadas para fundamentar las decisiones de adquisición y venta de activos, la redefinición de las estrategias de negocios bajo la influencia de los accionistas o cotizantes, la preferencia por mercados mayores y más transparentes, la divulgación periódica de resultados, entre otros. La difusión de esta racionalidad financiera creó un lenguaje común al que recurren cada vez más inversores institucionales y diversos intermediarios financieros, muchos de los cuales están asesorados por los servicios prestados por consultoras inmobiliarias internacionales, que favorecen una estandarización de instrumentos de evaluación y convergencia en las prácticas de gestión (Sanfelici, 2018; Shimbo *et al.*, 2021).

Reconociendo esta convergencia de prácticas, sin embargo, este artículo pretende destacar la persistencia de diferencias en las prácticas de gestión que tienen importantes implicaciones sobre la conducción y el tipo de inversión favorecido por cada actor, así como las repercusiones económicas y territoriales de estas elecciones de inversión (aún en investigación). Para sacar a la luz estas diferencias, es necesario un examen más detenido sobre una serie de características que quedan ocultas cuando enfatizamos la convergencia de todos los participantes del mercado bajo la designación de “inversores financieros”.

Para ello, construimos una tipología con el objetivo de discernir las convergencias y diferencias en las prácticas de tres grupos de actores con un volumen significativo de recursos invertidos en el mercado inmobiliario comercial brasileño: los

fondos de pensión; los fondos de inversión inmobiliaria (FII); y las *property companies*. En Brasil los fondos de pensión son entidades de previsión complementaria cerradas, sin fines lucrativos, patrocinados por empresas privadas o públicas. Estas entidades crecieron en Brasil a partir de una serie de reformas instituidas en la década de los ochenta, que posibilitaron la consolidación de la jubilación complementaria por régimen de capitalización (Magnani *et al.*, 2020), y desde la década de los noventa se convirtieron en importantes inversores en el mercado de edificios corporativos (Magnani *et al.*, en prensa).

Los fondos inmobiliarios, a su vez, son vehículos colectivos de inversión cuya finalidad es recoger recursos de inversores dispersos para aplicarlos en el mercado inmobiliario —principalmente, pero no exclusivamente, comercial— y distribuir dividendos a los cotizantes. Más allá de que en Brasil los fondos inmobiliarios están regulados por una ley aprobada en 1993, sólo experimentaron un crecimiento significativo a partir de 2009, cuando varias condiciones convergieron para favorecer la creación y distribución de fondos nuevos para inversores individuales e institucionales (véase más en Sanfelici, 2017; Sanfelici y Halbert, 2019). Por último, las *property firms* son sociedades anónimas que cotizan en la bolsa de valores cuyo objetivo es invertir en el mercado inmobiliario de alquiler, distribuyendo también dividendos a los accionistas. Las *property firms* existen desde la década de los ochenta, sin embargo, en Brasil crecieron a partir de la década del año 2000, algunas de ellas han surgido como brazos de desarrolladores inmobiliarios que se habían dedicado, hasta entonces, a la actuación en el mercado inmobiliario residencial.

Reconociendo que existen ciertas sinergias y divergencias entre la inversión inmobiliaria conducida por esos tres actores financieros diferentes, desarrollamos una tipología que los diferencia en los siguientes aspectos: 1) volumen invertido en el mercado inmobiliario; 2) características del pasivo; 3) preferencias y canales de inversión en el mercado inmobiliario; 4) prevalencia de gestión inmobiliaria activa (*buy and manage*); 5) grado de discrecionalidad ejercido por los gestores, y 6) ubicación y segmento de inversión preferencial.

Como metodología, analizamos publicaciones, material periodístico y redes sociales de periódicos y revistas especializadas (como *Valor Económico*) y de asociaciones, gestores y grupos relacionados con los agentes aquí investigados (asociaciones de fondos de pensión; foros y grupos de inversión; sitios web, páginas institucionales de fondos de pensión, FII, *property companies*, etc.). Para ilustrar el patrón de inversión territorial de los actores financieros analizados, también utilizamos datos de los informes anuales de 2016 de los tres fondos de pensión más grandes de Brasil

(Previ, Funcef y Petros); los informes anuales de 2016 de las empresas de explotación inmobiliaria disponibilizados por la bolsa de valores B3; e informes consolidados realizados por una plataforma que reúne información sobre las inversiones de los FI, llamada “fiis.com.br”.²

De manera complementaria, utilizamos la propuesta de *close dialogue* desarrollada por Gordon Clark (1998b, 2018), que consiste en realizar entrevistas semiestructuradas con actores relevantes a fin de revelar los fundamentos y las racionalidades detrás de la toma de decisiones y las prácticas de negocios cotidianas de los agentes implicados. Nuestro foco de observación se centró en cuatro actores principales que participan en el proceso de selección y gestión de las inversiones inmobiliarias de grandes inversores financieros (en un total de 23 entrevistados): 1) gestores de la cartera inmobiliaria de los fondos de pensión; 2) partes interesadas (*stakeholders*) que participan en redes de formulación de política pública (*policy-making*); 3) gestores de fondos inmobiliarios, y 4) gerentes-ejecutivos de las *property companies*.

Como buscamos mostrar más adelante, la metodología utilizada en este estudio permite ir más allá de las interpretaciones que buscan dilucidar las preferencias espaciales de los actores financieros a la hora de conducir las inversiones. En este sentido, añadimos, teniendo como punto de partida las ideas de autores como Strauss (2008, 2009) y Clark (2000a), la importancia de realizar un estudio que trate de comprender la toma de decisión de los actores financieros, porque “aunque los padrones espaciales sean interesantes en sí mismos, poco esclarecen sobre órdenes e implicaciones de la diversidad” (Strauss, 2008: 144).³

TIPOLOGÍA DE LOS INVERSIONISTAS FINANCIEROS EN EL MERCADO INMOBILIARIO COMERCIAL

Antes de pasar al análisis de la tipología propuesta, es válido sintetizar algunos resultados encontrados en el cuadro 1, permitiendo así una visualización más fácil para el lector.

El volumen invertido en el mercado inmobiliario por los tres actores financieros analizados alcanzó cerca de 242 000 millones de reales en 2019 (cerca de 40.3 mil millones de dólares estadounidenses). Ese valor agrega inversiones realizadas por

2. Los datos de la cartera inmobiliaria están siendo actualizados como parte de la continuación del proyecto.

3. Traducción nuestra.

Cuadro 1
Análisis de la tipología

	<i>Fondos de pensión</i>	<i>Fondos de inversión inmobiliaria (FII)</i>	<i>Property companies</i>
Volumen invertido en el mercado inmobiliario (BRL x en millones).	31 732 (cinco mayores fondos de pensión: 22 563) (Abrapp, 2019).	133 870 (Uqbar, 2019).	76 899 (BMF, Bovespa, 2019).
Características del pasivo.	Participación (planos de beneficio) y baja liquidez.	Participación (cuotas) y alta liquidez.	Participación (acciones) y deuda (títulos privados). Media y alta liquidez.
Preferencias y canales de inversión en el mercado inmobiliario.	Preferencia por el canal directo (94% del total invertido). El canal directo, desde 2018, es prohibido por legislación.	Canal directo (con posibilidad de indirecto).	Canal directo (con posibilidad de indirecto).
Prevalencia de gestión activa (<i>buy-and-manage</i>)	Limitada.	Relevante.	Relevante.
Grado de discrecionalidad de los gestores.	Limitado.	Limitado, pero creciente.	Relevante.
Localización y segmento inmobiliario preferencial.	São Paulo y Río de Janeiro; oficinas corporativas y <i>shoppings centers</i> .	São Paulo y Río de Janeiro; oficinas corporativas y, recientemente, inmuebles logísticos.	São Paulo y Río de Janeiro; oficinas corporativas y <i>shoppings centers</i> .

Fuente: Elaboración propia.

la vía directa (compra de inmuebles) e indirecta (compra de vehículos financieros respaldados en inmuebles) y no se limita al segmento comercial, a pesar de estar mayoritariamente concentrados en ese sector. El volumen invertido por los tres actores nos permite reconocer la potencialidad de inversión que un grupo selecto de actores puede reunir. Entendemos que reconocer esta potencialidad ayuda a explicar por qué ciertas cualidades urbanas y patrones territoriales de distribución de la infraestructura urbana, que se encuentran en las grandes metrópolis, convergen cada vez más con las expectativas y racionalidades financieras accionadas por esos grupos de actores financieros.

En relación con las características del pasivo de cada uno de los actores, encontramos algunas consideraciones interesantes, que están estrechamente relacionadas con la forma en que estos gestores realizan la gestión de sus inversiones. Los fondos de pensión, por tratarse de ahorros destinados a los planes de beneficios ofertados, poseen una estructura de pasivo formada mayoritariamente por cuotas de participación. A diferencia de los demás actores analizados aquí, los fondos de pensión tienen una mayor previsibilidad del flujo de pagos del pasivo de los planes que administran: hay una forma más fácil de predecir incrementos de las reservas (por la contratación de nuevos empleados por parte de la empresa patrocinadora, por la creación de nuevos planes de beneficios, etc.) y los momentos de disminución (por el pago de jubilaciones y pensiones o por el cierre de contratos). Este pasivo es a largo plazo porque prevé, por la naturaleza de los planes de beneficios, la formación de ahorro que será recuperada por el ahorrador en el momento de su jubilación. Además, en lo que respecta a la liquidez, los participantes de los planes de fondos de pensión tienen poco incentivo para abandonar su plan de jubilación, ya que la empresa patrocinadora dejaría de contribuir, influenciando así, en la acumulación de ahorros. Esta característica hace que la liberación anticipada de reservas de los beneficiarios de los fondos de pensión sea limitada, afectando positivamente un proceso de inversión centrado en los activos a largo plazo y la inversión urbana.

Aunque la estructura del pasivo sea estable y a largo plazo —generando una mayor predisposición a esperar el retorno de una inversión urbana (Baccher *et al.*, 2017; Hagerman y Hebb, 2009)— nuestro análisis mostró que los fondos de pensiones tienen diferentes estrategias de inversión inmobiliaria cuando utilizan recursos de planes maduros (próximos al pago de las pensiones de los beneficiarios) y de planes nuevos. Al utilizar los recursos de las reservas maduras, los fondos de pensiones tienen una estrategia más centrada en la generación de rentas pasivas, invirtiendo principalmente en activos bien ubicados, de alto nivel constructivo y ya desarrollados. En contrapartida, cuando se utilizan las reservas de los planes que aún se encuentran en la fase de acumulación de beneficios, estos inversores, como se muestra en el análisis, son más propensos a invertir en el desarrollo inmobiliario.

Los fondos inmobiliarios también tienen una estructura de pasivo basada en la participación (*equity*), compuesta por las cuotas de participación en el vehículo de inversión. A diferencia de los *Real Estate Investment Trusts* (REIT) en Estados Unidos (EU), los FII brasileños no tienen la posibilidad de emitir deuda. Según uno de los entrevistados, esta restricción legal contribuye a reducir el riesgo de estas estructuras

de inversión, lo que resulta beneficioso para un mercado en crecimiento y consolidación, como el brasileño, sobre todo al tratarse de vehículos que apelan para inversores individuales acostumbrados con aplicaciones más conservadoras. Al mismo tiempo, el entrevistado reiteró que la prohibición hace del FII un actor financiero con menos flexibilidad para aprovechar las oportunidades del mercado comercial. Por último, cabe señalar que los fondos inmobiliarios son obligados a repartir, con una periodicidad mínima semestral, 95% de sus ingresos a los cotizantes, de conformidad con la legislación que regula estos vehículos. Este énfasis en la asignación de los ingresos a los cotizantes es reforzado aún más por la liquidez de las cuotas de FII en el mercado secundario⁴ en un mercado todavía dominado por personas físicas, que tienden a ser más sensibles a la rentabilidad mensual de los fondos.

Las *property companies*, a su vez, son la única clase de actor económico analizado aquí que tiene la prerrogativa de emitir deuda, por ser cotizadas como empresas de capital abierto. Esto da lugar a una estructura de pasivo que abarca participación (proveniente de las acciones emitidas y cotizadas en bolsa) y deuda (proveniente de la emisión de CRI⁵ y títulos privados). Como toda empresa que cotiza en la bolsa, las *property firms* tienen incentivos para distribuir dividendos a los accionistas y así mantener el valor de sus acciones a un alto nivel, atrayendo así a nuevos accionistas. Por otro lado, el recurso a instrumentos de deuda, que proporcionan una mayor estabilidad y previsión del flujo del pasivo, permite a las empresas planificar inversiones a más largo plazo y con más riesgo.

Las diferencias verificadas en relación con las características del pasivo de los tres grupos de actores analizados tienen implicaciones para sus elecciones de inversión. Los fondos de pensión tienden a preferir emprendimientos para la generación de renta recurrente a largo plazo, como *shoppings centers* y torres de oficinas de alto nivel, dado que su horizonte de inversión es más extendido en función de la estabilidad del pasivo. Además, estrategias como la adquisición de inmuebles en la baja del ciclo o la participación en proyectos de desarrollo inmobiliario se producen solo en fases de acumulación de beneficios, es decir, cuando la relación activos y pasivos permite una mayor relación de riesgo y rendimiento.

4. Mercado secundario es una parte del mercado de capitales dedicada a la compra y venta de valores (como participaciones en FII) lanzados previamente en una primera oferta pública o privada (mercado primario).
5. Referente a la emisión de CRI, las *property companies* necesitan de intermediarios financieros llamados “securitizadoras” para emitir CRI sobre sus propiedades. Esos intermediarios son contratados por las empresas y tienen la función de coordinar la emisión y venta de los CRI.

Los fondos inmobiliarios comparten algunas características con los fondos de pensión en lo que respecta al pasivo: tampoco pueden emitir deuda, por lo que los recursos para invertir deben provenir de nuevas emisiones de cuotas. Esta última es una alternativa a la que pueden recurrir los fondos inmobiliarios para aprovechar las oportunidades de inversión, pero que depende de las expectativas de inversores potenciales en cuanto al desempeño de las cuotas. Por otra parte, el perfil de los inversores en fondos inmobiliarios, en su mayoría personas físicas que buscan un ingreso recurrente equivalente al alquiler, sumada a la obligación legal de distribuir 95% de los ingresos a los cotizantes, han estimulado a los fondos a distribuir rendimientos mensuales, en detrimento de acumular recursos para mejoras de los inmuebles que controlan. Esta característica del pasivo de los fondos inmobiliarios favorece la búsqueda de emprendimientos inmobiliarios que puedan generar renta recurrente desde el inicio.

Por último, el recurso a opciones de financiación más amplias en el lado del pasivo da a las *property companies* más flexibilidad para invertir, así como un horizonte de inversión de medio o incluso a largo plazo. Verificamos, por ejemplo, que estas empresas de capital abierto invierten en: 1) el desarrollo de propiedades, incluso en regiones brasileñas con economías consideradas menos maduras y 2) el mantenimiento de las propiedades adquiridas con el fin de extraer mayores ganancias financieras. Algunas de ellas incluso han invertido en lo que se denomina *retrofit*, un proceso de modernización y reforma de emprendimientos inmobiliarios que se consideran anticuados e incluso fuera de las normas de seguridad y mantenimiento. Estas reformas, según el presidente de una de las mayores *property companies* brasileñas, son un “nicho de mercado” que las empresas de explotación inmobiliaria brasileñas han adoptado, diferenciándolas de otros actores del mercado.

En cuanto a los canales preferidos para realizar las inversiones, los fondos de pensión han manifestado preferencia por invertir predominantemente en el canal directo (94% de las inversiones). Esta preferencia se observa no sólo a través del porcentaje del monto invertido en el mercado inmobiliario, sino que también es una preferencia de los gestores que fueron entrevistados en este trabajo. Para justificar, los gestores entrevistados destacan que invertir directamente en inmuebles permite un proceso más cuidadoso con la propiedad adquirida, permitiendo así el mantenimiento de las metas actuariales y un proceso de gobernanza sostenible a largo plazo, un proceso coherente con la formación de la estructura del pasivo, como se muestra anteriormente. La reciente Resolución 4.661/2018 del Conselho Monetário Nacional,⁶

6. Entidad responsable de la formulación de políticas relacionadas con el sistema financiero nacional.

todavía, prohibió la inversión directa en bienes inmuebles por parte de los fondos de pensión⁷ y cambió a 20% (del total del patrimonio del fondo) el límite máximo de asignación en el segmento inmobiliario. Esta restricción legal impacta significativamente en la forma en que los fondos de pensión conducirán sus inversiones en el mercado inmobiliario comercial (véase más en Magnani *et al.*, en prensa).

Los fondos de inversión inmobiliaria, a su vez, pueden invertir recursos de inversores individuales e institucionales en diferentes emprendimientos inmobiliarios, ya sea para su incorporación o para obtener renta —de alquileres— para los inversores. No hay límites de aplicación establecidos por ley y los canales de inversión posibilitados para este actor son diversos. También se observa que, al igual que los fondos de pensión, los FII invierten en su mayoría de forma directa (las inversiones directas corresponden a 92.6% del patrimonio líquido de los FII) (Uqbar, 2020).

Las *property companies*, al ser compañías registradas de capital abierto cuya finalidad es la explotación inmobiliaria, invierten a través del canal directo en actividades de desarrollo o para obtener ingresos inmobiliarios a través de alquileres para sus accionistas e inversores. Una cierta parte de sus ingresos también proviene por la realización de retrofit en emprendimientos inmobiliarios y luego una venta o alquiler consecutivo. Además, las *property companies* tienen la posibilidad de emitir títulos privados, crear FII o emitir CRI.⁸ Así pues, en comparación, las *property companies* tienen una mayor potencialidad para invertir en el desarrollo o en mejoras de las propiedades inmobiliarias, ya que pueden emitir papeles financieros de crédito. Como era de esperar, y también lo destacaron los entrevistados, estas búsquedas más arriesgadas, muchas de ellas financiadas mediante la emisión de deuda, pueden ser contraproducentes, generando grandes deudas para las *property companies*.

En general, los actores financieros han adoptado una estrategia más activa de gestión de la cartera de inversión (*buy and manage*), que implica una mayor atención al ciclo de vida económico del inmueble. Estar atento al ciclo de vida económico del activo no significa necesariamente una gestión que priorice una visión a corto plazo del mismo, sino una gestión que reconozca, dada la necesidad de liquidez y caracterís-

7. Los fondos de pensión tienen, a partir de 2018, 10 años para disponer de la cartera de bienes inmuebles adquiridos por la vía directa. Esto se puede hacer por la venta de los inmuebles o por la estructuración de fondos de inversión inmobiliaria.

8. El Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI) es un instrumento de captación de fondos que opera para financiar operaciones en el mercado inmobiliario. Está respaldado por créditos inmobiliarios, tales como: financiaciones residenciales, comerciales o de construcción, contratos de alquiler a largo plazo, etc. (Véase más en: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociao/renda-fixa/certificados-de-recebiveis-imobiliarios.htm).

ticas esenciales de la estructuración de sus pasivos, momentos oportunos para la venta o compra de la propiedad (o vehículo financiero) inmobiliaria. A nuestro entender, todavía, es necesario añadir que los actores financieros analizados en este estudio poseen desafíos particulares para lograr lo que la literatura llama de “gestión activa”, lo que está estrictamente relacionado con el nivel de autonomía de sus gestores.

La gestión activa de los fondos de pensión es limitada en tres sentidos: el primero, se refiere al ciclo de madurez de los planes de beneficio; el segundo, se refiere a la adopción de prácticas de gestión y evaluación con periodos predefinidos, y el tercero, a la necesidad de autorizaciones ante los directorios. En cuanto al primer punto, los entrevistados reiteran que muchas de las decisiones de inversión o desinversión en inmuebles surge de la necesidad de cumplir con los pagos de jubilación de un plan de beneficio. En este sentido, los gestores tienden a vender la cartera de inmuebles de los planes más maduros, es decir, los planes que están más cerca de hacer el pago de los beneficiarios que se van a jubilar. Esto se debe a la necesidad de pagar los beneficios y no necesariamente ocurre en el momento en que el inmueble se encuentra en un período de desvalorización. Los planes menos maduros, a su vez, son reconocidos por los gestores como oportunos para la inversión en inmuebles. En este sentido los gestores señalan, sin embargo, que es necesaria una acumulación primaria de reserva, lo que permite la inversión en inmuebles.

El segundo aspecto que limita un proceso de gestión activa de los fondos de pensión, se refiere a la adopción de prácticas internas de evaluación de los activos inmobiliarios. Una gestora señala, en una entrevista concedida, que el fondo de pensión en el que trabaja adopta una política de evaluación de los activos inmobiliarios anualmente y en periodos predefinidos. En otras palabras, la evaluación del ciclo de vida del activo inmobiliario se hace, pero en un periodo preestablecido y que puede estar desajustado con un buen momento de venta del activo. El tercer y último aspecto, a su vez, se refiere a la necesidad de que los gestores de la cartera inmobiliaria (ya sean internos a los fondos o personal contratado) utilicen las autorizaciones de compra y venta con el directorio del fondo. Esto está relacionado con la limitada discreción del gestor y el largo proceso de toma de decisiones que se desarrolla en los fondos de pensiones. En este sentido, un gestor de fondo de inversión inmobiliaria que se ocupa de la gestión de los FII invertidos por fondos de pensión reiteró, en una entrevista, que la necesidad de autorización retrasa ciertas inversiones que deben hacerse de manera más “dinámica”, con el riesgo de perder grandes oportunidades financieras. Incluso cuando se delega la gestión de los activos inmobiliarios a gestores financieros externos, el control que ejerce el fondo de pensión contra-

tante es elevado —tanto en la decisión de las inversiones, como en las pequeñas decisiones de reubicación.

Por otra parte, las *property companies* poseen estrategias de gestión activa diferente de las observadas anteriormente, lo que sucede, entre otras razones: 1) por el elevado grado de discrecionalidad que los gestores de las *property companies* disponen frente a sus accionistas y 2) por la “calidad” de sus inversores, generalmente personas jurídicas y inversores profesionales. El presidente de una de las mayores empresas de explotación inmobiliaria, cuando se le preguntó sobre la venta de inmuebles que componen la cartera de la compañía que dirige, comentó que la estrategia de gestión de los inmuebles es extraer al máximo el valor de la propiedad inmobiliaria que puede generar. A diferencia de los fondos inmobiliarios, que ya esperan entrar en emprendimientos valorizados y que generan retornos positivos, las *property companies*, como muestra este estudio aún en curso, actúan en el sentido de posicionar y valorizar esos inmuebles en el mercado. Esto depende de la predisposición que tengan los inversores finales a esperar buenos resultados y también del alto grado de confianza que estos inversores otorguen a los gestores de estas empresas.

Los fondos de inversión inmobiliaria, a su vez, presentan un grado de gestión activa variable, influido por la estructura del fondo y el grado de participación de sus inversores. En relación al primer punto, la discrecionalidad del gestor dependerá de la formación del fondo de inversión. Si el FII se ha constituido para invertir en un activo específico, la discrecionalidad del gestor se reduce, ya que éste debe limitar su horizonte a invertir sólo en los activos estipulados en la constitución del fondo. Lo contrario ocurre cuando no existe una delimitación del activo de inversión del FII, dando así un mandato libre al gestor. Por su parte, la participación y las características de los inversores, también interfieren en el grado de discrecionalidad de los gestores. Por tener una estructura de inversores formada mayoritariamente por inversionistas individuales (Sanfelici y Halbert, 2019), los gestores de los fondos de inversión inmobiliaria están sujetos a una discrecionalidad que es elevada, gracias a la baja participación de los accionistas, pero que conduce a inversiones muchas veces de baja calidad, es decir, con activos inmobiliarios con altas tasas de vacancia. Además, los inversores individuales están interesados en ingresos estables y recurrentes, lo que interfiere sustancialmente en el grado de libertad que tienen los gestores de los FII a la hora de elegir determinadas inversiones inmobiliarias. En este sentido, las selecciones de inversión en inmuebles ya construidos, de alta calidad constructiva, con contratos duraderos con inquilinos estables y, por último, bien ubicados, son

el resultado de la necesidad que tienen los gestores de estos vehículos de generar ingresos estables y a corto plazo.

Por último, cabe mencionar que el cambio en la estructura de los inversores —incluyendo la entrada de inversores profesionales, como los fondos de pensiones—, así como un mayor interés de los accionistas por participar en la toma de decisiones relativas a sus inversiones, ha tenido un efecto en el grado de gestión activa de los fondos de inversión inmobiliaria. Gestores entrevistados advierten que los inversionistas como personas físicas, a pesar de carecer de información y conocimiento sobre el mercado financiero, han presentado una mayor participación en las comisiones y asambleas propuestas por los gestores de los fondos. Además, los gestores afirman que el hecho de tener más cotizantes/inversores profesionales, como fondos de pensión, contribuye para la gestión del fondo inmobiliario y provocan la entrada en estrategias de extracción de rentas inmobiliarias más arriesgadas y a largo plazo (un cambio, sin embargo, muy prematuro).

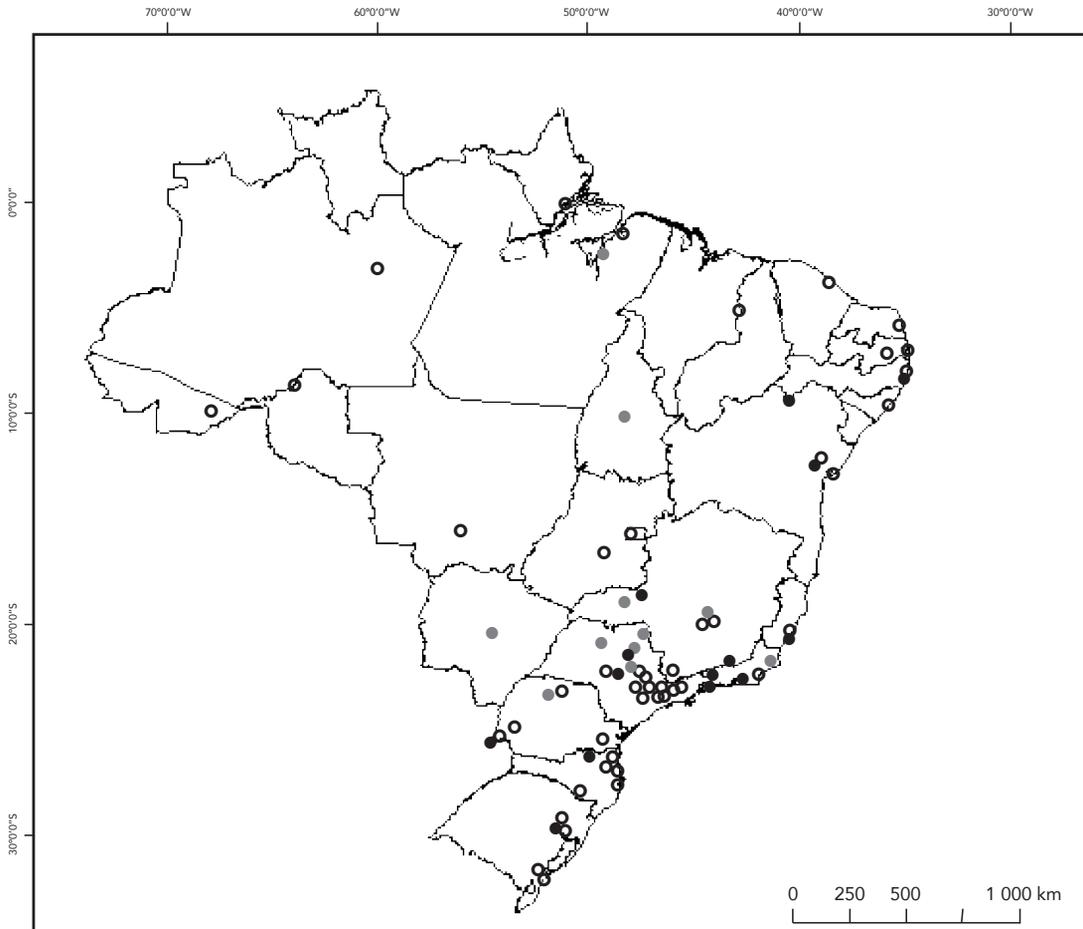
Por último, como demostró Sanfelici (2018) en un análisis anterior, y el análisis de Magnani *et al.* (en prensa), específicamente mirando a los fondos de pensiones, las inversiones de los tres actores financieros se concentran en los estados de São Paulo y Río de Janeiro. Ello se debe, entre otras causas, a la elevada concentración de la industria financiera y de los inversores financieros en las principales metrópolis, incentivada por las economías de aglomeración (Henneberry y Mouzakis, 2013; Lizieri y Pain; 2014; Sanfelici, 2018). Esta concentración territorial resulta en la centralización del poder de decisión de los actores financieros y también en la convergencia de sus racionalidades de inversión.

Del mismo modo, el segmento preferencial de los actores financieros investigados aquí es similar: oficinas corporativas de clase A —alto nivel constructivo y que atrae a mejores inquilinos— y centros comerciales, éstos, comúnmente más dispersos en el territorio. Señalamos que en el último año el sector de la logística ha experimentado un fuerte crecimiento de la inversión por parte de los FIIS, lo que está relacionado con la pandemia de COVID 19 y el aumento de las actividades de comercio electrónico. El siguiente mapa muestra la ubicación de los emprendimientos, en 2016, de los tres tipos de inversores analizados, siendo “FP” (fondos de pensión) y “PC” (*property companies*).

ANÁLISIS E IMPLICACIONES TEÓRICO-METODOLÓGICAS

En el debate sobre la financiarización del mercado inmobiliario, cada vez más se ha prestado atención a los denominados *corporate landlords*, que han asumido un pa-

Mapa 1
Inversiones inmobiliarias de fondos de pensión, *property companies*
y fondos de inversión inmobiliaria en Brasil



Leyenda: clasificación ○ FII ● PC ● FP

Fuentes: Informes anuales Previ, Funcef e Petros (2016); BMF Bovespa (2018) y <http://fiis.com.br/> fiis.com.br

pel protagonista en el desarrollo, la adquisición y la gestión de activos inmobiliarios en las grandes ciudades. Estos actores emplean modelos de gobernanza, técnicas de cálculo y rutinas de organización más afines con el mundo financiero, priorizando resultados basados en la mejora de la ecuación riesgo-rendimiento. Sin embargo, poco se ha analizado aún sobre las diferencias en las prácticas de inversión de los distintos tipos de inversores clasificados como *corporate landlords*, así como los condicionantes institucionales de estas prácticas. Este trabajo presenta un esfuerzo

por construir una tipología de los inversores en el mercado inmobiliario comercial brasileño, a partir de una investigación aún incipiente sobre los tres grupos de actores analizados.

A partir de los datos ya recolectados y analizados se verificó que, aunque todos esos actores accionen, en mayor o menor grado, lógicas de decisión típicamente financieras, variables relacionadas con el ambiente institucional y regulatorio y con las formas organizativas de cada grupo interfieren en las estrategias de inversión empleadas. Así, encontramos que las *property firms* tienen una mayor flexibilidad para realizar inversiones a mediano y largo plazos y una mayor propensión a asumir riesgos relacionados con el desarrollo inmobiliario, ya sea del tipo *greenfield* (nuevos proyectos) o *brownfield* (renovación de propiedades obsoletas). Esto se explica por el margen que tienen estos actores, como sociedades anónimas, para emitir deuda para financiar sus emprendimientos, así como por la mayor autonomía de la que gozan los gestores de estas empresas con respecto a los inversores finales, generalmente más calificados. Los fondos de pensiones, en cambio, son organizaciones más limitadas en sus posibilidades de inversión, tanto por no emitir deuda, como por la estructura de decisión más compleja. Estas características hacen que los fondos de pensiones sean inversores a largo plazo y poco propensos al riesgo, salvo en las primeras fases de acumulación de recursos en los planes de jubilación.

Por último, concluimos que los fondos de inversión inmobiliaria presentan estrategias de inversión más variadas. Por un lado, las normas que restringen la emisión de deuda para apalancar las inversiones, así como la estructura de accionistas compuesta mayoritariamente por personas físicas interesadas en el reparto regular de dividendos, lleva a una parte de los fondos inmobiliarios a centrarse en la adquisición de edificios ya desarrollados con el fin de arrendarlos a grandes empresas consolidadas. Por lo tanto, pocos FII asumen el riesgo de desarrollar nuevos proyectos inmobiliarios, ya que dicha estrategia requeriría una mayor paciencia por parte de los accionistas para esperar retornos a largo plazo. Por otro lado, esta realidad puede cambiar con la entrada de los fondos de pensiones como inversores en los FII, una tendencia que ha ganado fuerza en los últimos años debido a los cambios normativos.

Cabe señalar, por lo tanto, que una mejor comprensión de la diversidad de prácticas de inversión de los inversores financieros en el mercado inmobiliario comercial puede aportar contribuciones valiosas al debate sobre la financiarización de la producción urbana. Este enfoque analítico nos permite reconocer que, a pesar de compartir ciertas premisas de inversión, los distintos tipos de inversores financieros

adoptan estrategias que generan impactos diferentes en el mercado inmobiliario y, en consecuencia, en el ordenamiento urbano. Aunque la conexión entre el mercado inmobiliario comercial y los procesos de desigualdades urbanas, que se dan en las principales metrópolis latinas no parece directa, la ubicación del parque inmobiliario comercial induce diferentes impactos. Por un lado, la localización del stock inmobiliario comercial induce el desplazamiento de la población trabajadora en el espacio urbano, influenciando en las demandas y usos de infraestructuras de transportes. Al mismo tiempo, esta ubicación privilegiada de los inmuebles comerciales instiga la demanda de espacios de vivienda cercanos a estos nuevos ejes comerciales, provocando una alta presión sobre los precios de la vivienda urbana en los barrios más “económicamente viables” para los inversores financieros, y obligando así a la población trabajadora a buscar opciones de vivienda lejos de su trabajo y con menor oferta de servicios públicos. Finalmente, pero sin agotar las posibilidades, este proceso de reconfiguración de los barrios a partir de la atracción de capital de los inversores financieros modifica la formación de la metrópoli y su uso y ocupación por parte de la población. Sostenemos que estos procesos urbanos, tan presentes en América Latina, deben ser interpretados no sólo como resultado de políticas públicas que han estimulado la acción de grupos de inversionistas privados en el área urbana, sino también por los diferentes propósitos, racionalidades y acciones de cada uno de estos inversionistas. Por lo tanto, reconocer estos modos de acción ayuda a solventar las trayectorias de desigualdad que aquejan a la población urbana latinoamericana.

No obstante, hay muchas cuestiones de investigación que aún deben ser exploradas. Además de los impactos urbanos de estas inversiones, brevemente mencionados, sería de interés interrogar hasta qué punto las políticas públicas implementadas a diferentes escalas espaciales podrían mitigar los impactos generados por estos inversores financieros en el espacio urbano —o incluso incentivar el direccionamiento de recursos hacia proyectos de mayor interés social, especialmente en el caso de los fondos de pensiones. En segundo lugar, sería igualmente importante analizar cómo estos grupos de inversores interactúan entre sí y con otras partes interesadas en el ámbito de los proyectos de gran escala, con potencial para transformar los usos del suelo urbano de forma más amplia. Por último, sería pertinente investigar la actuación diferenciada de estos actores como formuladores de políticas públicas, a través de su participación en foros de discusión normativa, tanto en lo que respecta a la legislación urbanística, como a las normas que regulan aspectos de gobernanza y tributación de estas organizaciones.

BIBLIOGRAFÍA

- Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (2019), *Consolidado estatístico*, São Paulo <[http:// www.abrapp.org.br/Consolidados/Consolidado%20Estat%C3%ADstico_10_2019.pdf](http://www.abrapp.org.br/Consolidados/Consolidado%20Estat%C3%ADstico_10_2019.pdf)>, marzo de 2020.
- Bacheer, J.; A. Dixon & A. Monk (2016), *The New Frontier Investors: How Pension Funds, Sovereign Funds, and Endowments are Changing the Business of Investment Management and Long-Term Investing*, Londres: Palgrave Macmillan.
- BMF Bovespa. http://www.b3.com.br/pt_br/, mayo de 2020.
- Brasil. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 4.661 de 25 de maio de 2018. [Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar.]. Diário Oficial da União de 29 de maio de 2018: Seção 1, p. 22-24.
- Charney, I. (2001), “Three dimensions of capital switching within the real estate sector: a Canadian case study”, *International Journal of Urban and Regional Research*, Hoboken, Nova Jersey, 25 (4):740-758.
- Clark, G. (1998), “Pension Fund Capitalism: A casual analysis”, *Geografiska Annaler, Series B, Human Geography*, 80(3):139–157.
- Clark, G. (2000a), *Pension fund capitalism*. Oxford, Inglaterra, Oxford: University Press.
- (2018), “Fatos estilizados e diálogo próximo: metodologia em Geografia Econômica”, *GEOgraphia*, Niterói, 20, (44): 1-16.
- Y A. Monk (2017), *Institutional Investors in Global Markets*. Londres, Inglaterra: Oxford University Press.
- David, L. y L. Halbert (2013), “Finance Capital, Actor-Network Theory and the Struggle Over Calculative Agencies in the Business Property Markets of Mexico City Metropolitan Region”, *Regional Studies*, 48(3): 516-529.
- Guironnet, A.; K. Attuyer y L. Halbert (2016), “Building cities on financial assets: the financialisation of property markets and its implications for city governments in the Paris city-region”, *Urban Studies*, Newbury Park, 53(7): 1442-1464.
- Gotham, K. (2006), “The secondary circuit of capital reconsidered: Globalization and the U.S. real estate sector”, *American Journal of Sociology*, 112(1): 231–275.
- Hagerman, L. y T. Hebb (2009), “Balancing risk and return in urban investing”, en: G. Clark; A. Dixon y A. Monk (eds.) *Managing Financial Risks: from global to local*. Oxford University Press: Oxford, Inglaterra.
- Hebb, T. y R. Sharma (2014), “New Finance for America’s Cities”, *Regional Studies*, 48(3): 485-500.

- Henneberry J. y F. Mouzakis (2013), “Familiarity and the Determination of Yields for Regional Office Property Investments in the UK”, *Regional Studies*, 48(3): 530-546.
- Leyshon, A. y N. Thrift (2007), “The capitalization of almost everything: The future of finance and capitalism”, *Theory, Culture & Society*, Newbury Park, 24(7-8): 97-115.
- Lizieri, C. y K. Pain (2014), “International Office Investment in Global Cities: The Production of Financial Space and Systemic Risk”, *Regional Studies*, 48(3): 439-455.
- Magnani, M.; M. Jardim y S. Jard da Silva (2020), “Os fundos de pensão como agentes do capital: estado da arte da literatura recente”, *Revista Brasileira de Informação Bibliográfica em Ciências Sociais*, São Paulo, Brasil, 93.
- Magnani, M.; D. Sanfelici y G. Muniz Filho (en prensa), “Os investimentos dos fundos de pensão brasileiros no mercado imobiliário comercial: uma análise do portfólio imobiliário e seu padrão territorial”, *Revista Brasileira de Estudos Urbanos e Regionais*, São Paulo, Brasil.
- Pineda, R. A. (2011), “Los fondos de inversión inmobiliaria y la producción privada de vivienda en Santiago de Chile: ¿un nuevo paso hacia la financiarización de la ciudad?”, *EURE*, 37(112): 5-22.
- Sanfelici, D. (2018), “Investidores financeiros no mercado imobiliário comercial: racionalidades decisórias e repercussões urbanas”, en: A. Serpa, ; A. F. A. Carlos (eds), *Geografia urbana: desafios teóricos contemporâneos*, Salvador, Brasil, EDUFBA.
- Sanfelici, D.; y L. Halbert (2019), “Financial market actors as urban policy-makers: the case of real estate investment trusts in Brazil”. *Urban Geography*, 40(1): 83-103.
- Shimbo, L.; D. Sanfelici, y B. Martinez-Gonzales, (2021), “Consultorias imobiliárias internacionais e racionalidade financeira na avaliação e gestão de imóveis em São Paulo”, *EURE*, 47(140), 221-242. <https://dx.doi.org/10.7764/eure.47.140.11>
- Strauss, K. (2008), “Re-engaging with rationality in economic geography: behavioural approaches and the importance of context decision-making”, *Journal of Economic Geography*, (8): 137-156.
- Strauss, K. (2009), “Cognition, context and multi method approaches to economic decision making”, *Environment and Planning*, Newbury Park, 41: 302-217.
- Theurillat, T.; y O. Crevoisier (2013), “Sustainability and the Anchoring of Capital: Negotiations Surrounding Two Major Urban Projects in Switzerland”, *Regional Studies*, 48(3): 501-515.
- Theurillat, T.; J. Corpotaux y O. Crevoisier (2010), “Property Sector Financialization: The Case of Swiss Pension Funds (1992–2005)”, *European Planning Studies*, Newbury Park, 18(2): 189-212.
- Uqbar (2020), Anuário Uqbar 2020: Fundos de Investimento Imobiliário, 13° ed., <<https://www.uqbar.com.br/2020/02/27/anuario-fundo-de-investimento-imobiliario-2020/>>, abril de 2020.

Van Loon, J. y M. Aalbers (2017), “How real estate became ‘just another asset class’: the financialization of the investment strategies of Dutch institutional investors”, *European Planning Studies*, Newbury Park, California, 25(2): 221-240.

Wijburg, G.; y Aalbers, M. (2017), “The internationalization of commercial real estate markets in France and Germany”, *Competition & Change*, Newbury Park, 21(4): 301–320.