



**ENAN
PUR** 2023
Belém 22 a 26 de maio



Fundos de Investimento Imobiliário e Loteamentos: Novas Fronteiras da Financeirização nas Cidades do Agronegócio¹

Giselle Mendonça Abreu
Universidade da Califórnia, Berkeley

Sessão Temática 01: Crise e reestruturação do espaço urbano e regional no Brasil

Resumo. Nos últimos cinco anos, os Fundos de Investimento de Imobiliário (FIIs) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) cresceram exponencialmente. Além da expansão, houve também uma diversificação dos segmentos investidos, com destaque para os loteamentos como novo foco dos investimentos, realizados sobretudo através da securitização da dívida a ser paga por um lote. Tal processo permitiu, ao mesmo tempo, a extensão da financeirização da produção do espaço urbano para além das grandes metrópoles. Neste artigo, apresento uma breve trajetória dos FIIs e CRIs no Brasil, introduzo reflexões acerca das especificidades dos loteamentos como “tese de investimento” e apresento, como estudo de caso, uma análise sobre os investimentos de FIIs em loteamentos situados em duas “cidades do agronegócio” no Mato Grosso. A análise baseia-se em pesquisa documental e entrevistas com profissionais de fundos imobiliários, securitizadoras e representantes de empreendedores imobiliários, e é apoiada por trabalho de campo nas cidades de Nova Mutum e Sorriso – MT.

Palavras-chave: Financeirização; Loteamentos; Fundos de Investimento Imobiliário; Certificados de Recebíveis Imobiliários; Cidades do Agronegócio

Real Estate Investment Trusts and Subdivisions: New Frontiers of Financialization in Agribusiness Cities

Abstract. In the last five years, Real Estate Investment Trusts (REITs) and Real Estate Receivables Certificates (RERCs) have grown exponentially. Beyond the expansion, there was also a diversification of the segments invested, with a new focus of investments on subdivisions, carried out mainly through the securitization of the debt to the paid for a lot. Such a process allowed, at the same time, the extension of the financialization of the production of urban space beyond large metropolises. In this article, I present a brief trajectory of REITs and RERCs in Brazil, I introduce reflections on the specificities of subdivisions as an “investment thesis”, and I present, as a case study, an analysis of REITs’ investments in subdivisions located in two “agribusiness cities” in Mato Grosso. The analysis is based on documentary research and interviews with professionals from real estate funds, securitization companies, and representatives of real estate developers, and it is supported by fieldwork in Nova Mutum and Sorriso – MT.

Keywords: Financialization; Subdivisions; Real Estate Investment Trusts; Real Estate Receivables Certificates; Agribusiness Cities

Fondos de Inversión Inmobiliaria y Subdivisiones: Nuevas Fronteras de la Financiarización en Ciudades del Agronegocio

Resumen. En los últimos cinco años, los Fondos de Inversión Inmobiliaria (FIIs) y los Certificados de Créditos Inmobiliarios (CRIs) han crecido exponencialmente. Además de la expansión, también hubo una diversificación de los segmentos invertidos, con énfasis en las subdivisiones como nuevo foco de inversiones, realizadas principalmente a

¹ Este trabalho contou com apoio de bolsa de pesquisa da Fundação do International Journal of Urban and Regional Research (IJURR Foundation).

través de la titularización de la deuda a pagar por lotes. Tal proceso permitió, al mismo tiempo, la extensión de la financiarización de la producción del espacio urbano más allá de las grandes metrópolis. En este artículo, presento una breve trayectoria de los FIs y CRIs en Brasil, introduzco reflexiones sobre las especificidades de las subdivisiones como una “tesis de inversión” y presento, como estudio de caso, un análisis de las inversiones de los FIs en subdivisiones ubicadas en dos “ciudades del agronegocio” en Mato Grosso. El análisis se basa en investigaciones documentales y entrevistas con profesionales de fondos inmobiliarios, securitizadoras y representantes de promotores inmobiliarios, y se apoya en trabajo de campo en las ciudades de Nova Mutum y Sorriso – MT.

Palabras clave: Financiarización; Subdivisiones; Fondos de Inversión Inmobiliaria; Certificados de Créditos Inmobiliarios; Ciudades del Agronegocio

Introdução

Em 2021, reportagens em meios especializados anunciavam um novo destaque no mundo dos Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs): o segmento de loteamentos. “Os FIIs que devem entrar nos holofotes dos investidores em 2021 são os do segmento de multipropriedade e loteamento”, dizia uma notícia no portal E-Investidor, do jornal *O Estado de S. Paulo* (APUD, 2021). “O mercado aponta a terceira onda dos FIIs, com produtos que fujam ao óbvio” como os “loteamentos residenciais”, dizia outra reportagem, agora no jornal *Valor Econômico* (LISKAUSKAS, 2021). O novo interesse do mercado de capitais em investir no segmento de loteamentos residenciais decorre, dentre outros motivos, da expectativa de alto retorno (“*high yield*”) que esse tipo de investimento, em tese, poderia trazer ao “transformar hectares em metros quadrados”. Trata-se de um movimento muito recente: o investimento dos fundos imobiliários em loteamentos, sobretudo através de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), acelerou e se tornou mais recorrente apenas nos últimos cinco anos.

O campo das pesquisas sobre a financeirização do espaço urbano é extenso, incluindo uma enorme variedade de objetos de investigação (KLINK; SOUZA, 2017; SHIMBO; RUFINO, 2019). No âmbito nacional, há um grande acúmulo de estudos que se debruçaram sobre grandes projetos urbanos e parcerias público-privadas, com foco nos instrumentos financeirizados de captação de recursos para políticas urbanas, como os CEPACs (FIX, 2000; PEREIRA, 2015; STROHER, 2019); há também extensa produção sobre o mercado imobiliário comercial, sobretudo atentando à atuação de grandes incorporadoras de capital aberto (FIX, 2007; MIOTO; PENHA FILHO, 2019; SANFELICI, 2017); e, mais recentemente, há uma crescente literatura examinando a financeirização da infraestrutura urbana (RUFINO, 2021; STROHER et al., 2022). Este artigo busca contribuir para esse amplo campo de pesquisa ao aprofundar o processo de financeirização de um segmento da produção do espaço urbano pouco investigado até aqui — o loteamento urbano — através da securitização da dívida imobiliária. É crítico que possamos ampliar nosso entendimento sobre este segmento, uma vez que cidades pequenas e médias brasileiras se expandem principalmente através da abertura de loteamentos, e não necessariamente através da verticalização, como é mais comum nas metrópoles. O artigo também contribui com um foco maior na financeirização em si, ou seja, na análise dos instrumentos, das ideologias e narrativas que os legitimam e dos elementos que os compõem, mais do que nos efeitos e consequências socioespaciais da financeirização, que usualmente constituem o foco das pesquisas sobre a financeirização do espaço urbano (KLINK; SOUZA, 2017, p. 396).

O interesse em investir em loteamentos impulsiona uma nova espacialidade do capital financeiro, com a distribuição de investimentos em empreendimentos imobiliários localizados em cidades de pequeno e médio porte em diversas regiões do país — e não mais concentrados nas grandes metrópoles (ABREU, 2019a; MELAZZO; ABREU, 2019). Como comentou um analista do mercado de fundos imobiliários, com o novo interesse em loteamentos, o mercado financeiro passou a “irrigar” principalmente o mercado imobiliário do Centro-Oeste (entrevista com analista financeiro, 22/09/2022). Mais especificamente, o foco de parte desses novos investimentos tem sido as cidades associadas ao agronegócio, como Nova Mutum, Sorriso e Rondonópolis, no Mato Grosso. Essas cidades vem crescendo a taxas mais altas do que a média do país nas últimas duas

décadas, impulsionadas pela expansão da produção de *commodities* como soja, milho e algodão. Diferente das grandes metrópoles, onde o processo de adensamento acaba acomodando parte significativa do crescimento populacional, o crescimento dessas cidades se dá principalmente através da abertura de novos loteamentos que estendem, horizontalmente, o tecido urbano da cidade.

Neste artigo, apresento dois argumentos interrelacionados a respeito da relação entre mercado financeiro e imobiliário no contexto específico das “cidades do agronegócio” (ELIAS, 2011). De um lado, a identificação das formas de imbricamento do capital financeiro na produção das cidades do agronegócio relativiza a ideia de que essas cidades são movidas apenas pelo agronegócio — seja à serviço do agronegócio do ponto de vista funcional, seja a partir da disponibilidade de capital oriundo dessas atividades. Há interesse e investimento também do mercado de capital financeiro na produção dessas cidades. Por outro lado, a narrativa das “cidades do agronegócio” é importante para dar sustentação aos investimentos dos FIIs — o que contradiz a afirmação de que o processo de securitização, ao agrupar diferentes imóveis, acaba por eliminar suas particularidades tipológicas e geográficas. Ao contrário, o que observamos é que as características específicas de algumas cidades — como o fato de serem a “capital da soja” ou caracterizações semelhantes — são colocadas em evidência.

O artigo estrutura-se em três seções, além desta introdução e das considerações finais. Na primeira seção, apresento uma trajetória resumida dos FIIs e dos CRIs no Brasil, desde sua constituição legal até o momento atual. Em especial, destaco os momentos de expansão e diversificação dos CRIs para situar o momento de inserção de loteamentos. Na segunda seção do artigo, introduzo com maior profundidade as especificidades do segmento de loteamento como lastro para investimentos através de CRIs, focando também nas particularidades dos loteamentos situados nas cidades do agronegócio. Por fim, na terceira seção examino o caso empírico dos loteamentos nas cidades do agronegócio investidos por FIIs para evidenciar os argumentos expostos acima, com foco nos municípios de Nova Mutum e Sorriso, no estado do Mato Grosso.

Para a primeira seção, recorro sobretudo a uma revisão da bibliografia sobre o tema. Já a segunda e a terceira seção do artigo baseiam-se na análise de documentos, incluindo informes mensais e relatórios gerenciais de fundos imobiliários selecionados (disponíveis na plataforma Fundos Net, da Bovespa) e os anuários sobre FIIs e CRIs da empresa de consultoria financeira Uqbar; vídeos divulgados em canais especializados do YouTube; e seis entrevistas semiestruturadas realizadas em 2022. Para este estudo, foram entrevistados três representantes de empreendedores imobiliários baseados em Sorriso, Nova Mutum e Rondonópolis – MT, um representante de uma empresa securitizadora, um representante de um fundo de investimento imobiliário com atuação na região e um analista de investimento em fundos imobiliários. Além disso, a análise é apoiada por oito semanas de trabalho de campo nos municípios de Sorriso e Nova Mutum em 2019 e 2022, que permitem contextualizar os dados obtidos pela análise documental e entrevistas. Por fim, é importante destacar que a análise apresentada neste artigo é parte de uma pesquisa em andamento e, portanto, introduz reflexões e resultados ainda preliminares.

1. Trajetória dos FIIs e CRIs no Brasil

Os Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) são compostos por um conjunto de recursos investidos em diversos tipos de ativos relacionados ao mercado imobiliário, desde imóveis como edifícios residenciais, shoppings e armazéns, a títulos de dívida imobiliária ou até mesmo a aquisição de cotas em outros FIIs. Os recursos são captados através da venda de cotas do fundo no mercado de capitais. O instrumento foi criado, institucionalmente, através da Lei Federal 8.668, de 25 de junho de 1993, no contexto de reformas que buscavam fortalecer o mercado financeiro no Brasil. Além disso, os FIIs eram apresentados como uma estratégia de ampliação das possibilidades de financiamento do setor imobiliário, em um momento em que este e o setor da construção civil sofriam com os impactos da recessão econômica.

Desde o início, conforme destacam Sanfelici e Halbert (2019), havia uma indefinição do escopo do instrumento com relação ao impacto — esperado ou desejado — no desenvolvimento urbano. Os autores relatam que, tanto na lei que regulamentava o instrumento como nos esboços e justificativas que circularam antes da aprovação do texto final, não havia qualquer indicação sobre segmentos específicos do mercado (e.g., infraestrutura, residencial, comercial), tipologias de imóveis (e.g., galpões, edifícios verticais, casas unifamiliares) ou grupos sociais a serem priorizados. Essa observação reforça a leitura de que o instrumento se constituía prioritariamente como estratégia de diversificação das possibilidades de transformação de terra e do ambiente construído em ativo financeiro — e não na transformação do desenvolvimento urbano das cidades brasileiras.

Os FIs, no entanto, demoraram a decolar. Foi apenas a partir dos anos 2000 — ou seja, quase uma década depois de sua criação — que os FIs começaram a crescer mais rapidamente, tanto em quantidade como no montante de ativos. Há duas explicações principais para esse movimento: mudanças com relação ao regime fiscal e à conjuntura econômica. Desde o início, os FIs já possuíam um regime fiscal diferenciado; no entanto, a isenção não se aplicava aos dividendos distribuídos aos cotistas, ou “*shareholders*”. Essa regra mudou em 2004, quando a isenção de imposto de renda foi estendida aos dividendos e, assim, os FIs tornaram-se mais atrativos para os investidores. A conjuntura econômica também contribuiu, com a redução da taxa de juros a partir de meados dos anos 2000. As altas taxas de juros do período anterior tornavam investimentos em renda fixa e títulos do Tesouro mais atrativos e seguros do que os FIs.

Especialmente a partir de 2017, com a brusca queda da taxa de juros, os FIs se multiplicaram e passaram a captar montantes muito significativos. Foram R\$9,1 bilhões de emissões de FIs neste ano, passando ao valor de R\$49,1 bilhões em 2021. Parte da disseminação exponencial dos FIs nos últimos cinco anos também se deveu à intensa difusão da ideia de investimento neles a partir dos bancos de varejo (SANFELICI; HALBERT, 2019). Assim, os investidores do tipo pessoa física tornaram-se fundamentais para um setor que, antes, era mais dependente de investidores institucionais. Como apontam Sanfelici e Halbert (2019), parte da estratégia de convencimento utilizada pelos bancos de varejo para atrair mais investidores era justamente reforçar o vínculo dos fundos com o mercado imobiliário, atuando sobre a tradicional narrativa de que “brasileiros gostam de investir em propriedade de imóveis”.

Os FIs não investem, no entanto, apenas na propriedade de imóveis. Costuma-se dividir os FIs em “fundos de tijolo” e “fundos de papel”. Os “fundos de tijolo” são aqueles que investem, efetivamente, na propriedade de imóvel e que têm como renda, portanto, a locação, venda ou arrendamento do espaço do shopping, armazém, edifício comercial ou qualquer que seja a edificação. Já os “fundos de papel” correspondem àqueles que investem a maior parte de seus recursos em títulos e papéis do mercado imobiliário e que, assim, têm uma renda proveniente dos rendimentos distribuídos pelos ativos. Os FIs com maioria de investimentos em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), por exemplo, são “fundos de papel”. Atualmente, os FIs são os principais investidores em CRIs e, portanto, esses dois tipos de instrumentos estão profundamente vinculados um ao outro (NAKAMA; RUFINO, 2022).

O CRI é um título que se refere a um crédito imobiliário decorrente de financiamentos ou contratos de aluguéis de longo prazo. O instrumento foi criado e regulamentado pela Lei Federal 9.514, de 20 de novembro de 1997, que instituiu o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI). O CRI é a principal forma de vinculação dos FIs aos loteamentos, objeto de estudo deste artigo. No caso dos loteamentos, uma empresa loteadora que ofereceu financiamento aos interessados em adquirir um lote pode vender sua carteira de recebíveis (nesse caso, as parcelas futuras do financiamento que ofereceu aos compradores de lotes), transformando-a em um CRI que pode ser negociado no mercado. Os recebíveis imobiliários são vinculados a um CRI através do processo de securitização (MELAZZO et al., 2021).

O processo de emissão de créditos imobiliários e elaboração de um CRI envolve uma complexa cadeia de etapas, agentes e obrigações jurídicas (ABREU, 2019b, p. 60). Um dos elementos centrais dessa engrenagem é o termo de securitização, que define o valor da dívida, os indexadores, a taxa de juros, dentre outros parâmetros da promessa de pagamento (PEREIRA, 2015, p. 101–2). O CRI pode estar lastreado em um único crédito imobiliário ou em um conjunto de créditos de uma carteira de recebíveis. Por “empacotar” uma série de créditos, o termo de securitização é visto como um instrumento que “agrupa diferentes imóveis, reduzindo-os a uma formatação definida exclusivamente pelos aspectos da dívida originada pelos financiamentos imobiliários”, o que acabaria por “[eliminar] as particulares características tipológico-construtivas dos imóveis, seus usos e, no caso da mercadoria habitação seu uso concreto como espaço da reprodução familiar” (ABREU; MELAZZO; FERREIRA, 2020, p. 5).

Desde que o instrumento foi criado, em 1997, os CRIs expandiram-se significativamente. Segundos dados da consultoria especializada em securitização Uqbar, em 2001 foram 14 CRIs emitidos e um montante de R\$223 milhões; em 2011, foram 195 CRIs e R\$13,6 bilhões emitidos; e em 2021, foram 479 CRIs e R\$40,5 bilhões emitidos. Se, no início, os contratos de locação de longo prazo eram mais representativos, atualmente os CRIs são compostos quase exclusivamente por dívidas de financiamento imobiliário (UQBAR, 2022a).

A origem do financiamento imobiliário, segundo Melazzo e Abreu (2019), é determinante da lógica econômica e espacial dos empreendimentos. Em sua análise da securitização em Ribeirão Preto, os autores apontam que, no pacote de emissões emitidos pelo banco Bradesco, os imóveis investidos localizam-se sobretudo em eixos de transformação e valorização imobiliária da cidade, responsáveis por ampliar processos de diferenciação socioespacial; já no pacote de emissões lastreados em financiamentos habitacionais da Caixa Econômica Federal, com o FGTS como principal comprador dos títulos, os imóveis aparecem de forma mais dispersa no território, revelando a captura de segmentos de renda diferenciados.

Por fim, além da grande expansão dos CRIs, é importante notar que houve também um processo de diversificação dos segmentos investidos recentemente. As novas “fronteiras” dos CRIs, conforme anunciam notícias em canais especializados e confirmam os entrevistados para esta pesquisa, são os segmentos de multipropriedade e loteamento. Se o avanço inicial dos CRIs referia-se principalmente a empreendimentos de alto padrão, geograficamente concentrados nas grandes metrópoles do país (PEREIRA, 2015; SANFELICI, 2013), a nova onda de investimentos em segmentos mais diversificados como multipropriedade e loteamento sugerem uma tendência ao espraiamento da financeirização da produção do espaço urbano, uma vez que tais segmentos são mais representativos em cidades pequenas e médias. Em 2021, cerca de 15% dos CRIs emitidos eram no segmento imobiliário de loteamentos — atrás apenas dos segmentos residencial (25%) e varejo (20%) (UQBAR, 2022a). Trata-se, portanto, de um segmento que, embora seja uma nova “tese de investimento” (expressão utilizada por atores do mercado de capitais), já encontra um espaço consolidado dentre os investimentos transformados em CRIs. É ao segmento dos loteamentos que, com mais atenção, a próxima seção se volta.

2. Um novo produto nos “holofotes dos investidores”

2.1 Especificidades dos loteamentos como “tese de investimento”

O loteamento é um segmento com diversas especificidades que impactam suas possibilidades de financiamento. Aqui, destaco questões que surgiram com maior frequência nas entrevistas com profissionais do setor imobiliário e do mercado financeiro. Primeiro, destaco duas questões relacionadas à disponibilidade de fontes de financiamento: a impossibilidade de acessar recursos do FGTS e a resistência (inicial) do mercado de capitais ao segmento. Segundo, apresento duas questões mais relacionadas a características do modelo do loteamento enquanto negócio imobiliário: a sua temporalidade específica e a pulverização de atores incorporadores.

A primeira questão a se considerar é que o loteamento, diferente de outros produtos do mercado imobiliário residencial, “não está no ‘Mapa 4’” (entrevista com representante de fundo imobiliário, 23/11/2022). O Mapa 4 refere-se a uma base de dados do Banco Central que reúne informações sobre a destinação de recursos captados pelo FGTS e poupança a financiamentos imobiliários. Ao afirmar que “o loteamento não está no Mapa 4”, o que se quer dizer é que uma pessoa interessada em adquirir um lote não consegue acessar recursos de financiamento bancário subsidiado pela poupança para este fim — ao contrário de alguém que queira comprar uma “casa própria” através do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SPBE) ou do Programa Minha Casa Minha Vida. Além disso, um comprador de apartamento ou casa, além desses sistemas, também pode com mais facilidade acessar um financiamento bancário, o que não acontece com um comprador de lote. Isso significa que, tradicionalmente, o que ocorre no setor é que o próprio loteador financia a obra e a compra do lote, oferecendo compras a prazo aos adquirentes em parcelas que podem se estender por dezenas (ou centenas) de meses.

A criação dos instrumentos do FII e do CRI para captação de recursos no mercado de capitais através da securitização de créditos imobiliários se adequaria, em tese, ao formato de financiamento necessitado por compradores de lote. No entanto, não foi de imediato que esses instrumentos passaram a ser utilizados mais intensamente no segmento de loteamentos. Como explica um especialista em securitização, “havia pouco entendimento do que era o loteamento”, ou seja, “o desconhecimento dos investidores” é que tornava o investimento nos loteamentos através de CRIs ainda escasso há uma década (entrevista com diretor de empresa securitizadora, 04/11/2022). Algumas das especificidades do modelo do loteamento, detalhadas a seguir, estavam no cerne da desconfiança. Além disso, havia um outro motivador da suspeita do “mercado” em relação ao segmento: a ocorrência, por volta dos anos 2010, da falência de uma empresa de grande porte no setor, dando uma série de “*defaults*” no mercado, o que alimentou a percepção de que se tratava de um setor de grande risco. Com o tempo e maior difusão de fundos que alimentavam a “tese de investimento” baseada em loteamentos, passou-se a ter maior aceitação desse tipo de lastro para os investimentos no mercado de capitais.

A temporalidade do loteamento é uma de suas características fundamentais para compreender a entrada do mercado de capitais como financiador através dos FIIs e CRIs. Em um loteamento, investe-se muito no início da operação e, como o próprio loteador costuma oferecer a opção de financiamento aos compradores, seu retorno se estende por um longo período. Ele pode demorar anos até conseguir receber de volta o montante investido para, então, começar a obter lucro. Conforme explica o diretor da Hectare Capital, gestora do FII Hectare CE:

“O que é a ‘dor’ desse empresário, qual é a dificuldade dele? É o descasamento do fluxo de caixa. Por quê? Porque ele tem que construir, ou seja, gastar o dinheiro dele em dois anos (que é o prazo de fazer a obra) e ele só vai receber o recurso do que ele vende no prazo de 20, 30 anos, porque ele precisa financiar o cliente dele — o cliente dele não consegue acesso a crédito. (...) Então, dando crédito para esses empresários que sempre tiveram pouco acesso, a gente consegue solucionar o problema dele e, por solucionar o problema dele, cobrar uma taxa de juros alta” (“Gestores do HCTR11 avaliam os diferenciais do fundo, IGP-M e demais Fundos Imobiliários da Hectare”, 2021).

A temporalidade dos pagamentos nem sempre se configurou desta forma. Antes dos anos 2010, era comum que a venda de um lote fosse parcelada por 24 meses. Desde então, os valores aumentaram e, da mesma forma, foram ampliadas as parcelas. Agora, é comum estender o prazo de venda do lote por 120, 180, ou até mais de 200 meses. A extensão dos prazos para pagamento fez com que loteadores buscassem mais ativamente a alternativa da securitização, de forma que pudessem antecipar o recebimento das parcelas e, assim, garantir uma “recomposição desse capital” (entrevista com diretor de empresa securitizadora, 04/11/2022). Com tal “recomposição”, seria então possível ao empresário redirecionar o capital para novos investimentos em um intervalo de tempo mais curto. Por outro lado, é importante também atentar para o fato de que o prazo maior das parcelas a serem pagas não só resulta do aumento de preços, como também o viabiliza. “O alongamento do prazo era para conseguir acomodar o preço que os loteadores

queriam colocar” (*Ibid.*). Ou seja, podemos dizer que os CRIs, ao viabilizarem a ampliação das parcelas a serem pagas pelo comprador, também contribui para a inflação dos valores cobrados pelo lote.

Por fim, outra característica do segmento de loteamentos ressaltada com ênfase pelos entrevistados é a pulverização de atores envolvidos no desenvolvimento de empreendimentos. Se a relação entre grandes incorporadoras e mercado de capitais através dos FIs e CRIs marcou uma fase da financeirização do espaço urbano no Brasil (SANFELICI, 2013), para compreender o segmento de loteamentos é preciso voltar-se aos pequenos incorporadores. Pois, enquanto outros segmentos do mercado imobiliário (e.g., incorporação de edifícios residenciais ou comerciais verticais, shoppings, armazéns logísticos) possuem grandes “*players*”, como são chamados no jargão do “mercado”, não há nenhuma empresa que possua uma fatia significativa do mercado de loteamentos. Em geral, as empresas que criam loteamentos são locais ou regionais e possuem um número limitado de empreendimentos; com frequência, as empresas surgem a partir de famílias que possuem a propriedade da terra onde será feito o loteamento (ou, então, as famílias entram como parceiras societárias no projeto). A figura do “empreendedor regional imobiliário” — e como é percebido por investidores no mercado de capitais — é, portanto, central para compreender o processo específico de financeirização de loteamentos.

Por um lado, atores do mercado de securitização reconhecem a importância do empreendedor regional imobiliário e não dão indícios de que o ideal seria caminhar para uma consolidação do mercado. Ao contrário, enfatizam a importância da continuidade destes atores locais e regionais neste segmento. A figura do empreendedor regional imobiliário é valorizada pelos seus conhecimentos específicos das dinâmicas locais que são fundamentais para o “sucesso” do empreendimento, especialmente com relação às demandas dos clientes locais e ao processo de aprovação do loteamento (considerando especialmente “complexo” e com muitas particularidades locais pelos entrevistados). Por outro lado, o empreendedor regional também representa empecilhos ao mercado de capitais. Primeiro, porque há pouco conhecimento sobre o processo de securitização e, como esses empreendedores dificilmente fazem mais de um empreendimento, não há tempo para se adquirir “*expertise*” sobre esse tipo de operação financeira. Do ponto de vista dos fundos e das securitizadoras, isso significa que é necessário um esforço maior de recrutamento, explicação e capacitação desses atores pulverizados. Em segundo lugar, há o entrave da governança. Os empreendedores regionais, segundo um representante de FII relata, “não têm a governança mínima que um fundo imobiliário espera para investir”. Ele continua:

“Essa governança mínima, só quem tem são as empresas de capital aberto na Bolsa, empresas de capital do Estado... e é por isso que o mercado se restringe a isso, ninguém quer olhar para um cara que é pouco diligente. Se a gente for parar para pensar (até de exemplos pessoais que nós temos desses pequenos incorporadores), a contabilidade — que, para o fundo, é uma das coisas mais importantes — é o cunhado, é o genro que faz... muito mais voltado para a Receita Federal do que você ter uma contabilidade na vírgula da forma que um fundo precisa. Falar em auditoria... eu não vou nem falar de auditoria ‘Big Four’ [quatro maiores empresas do setor], a maioria dos casos não tem nem auditoria. O cara mede o resultado do empreendimento pela disponibilidade de caixa. Tem caixa que está indo bem, acelera a obra; não tem caixa, está indo mal, não acelera a obra” (entrevista com representante de fundo imobiliário, 23/11/2022).

Dessa forma, os fundos interessados em investir em loteamentos acabam impondo uma série de métricas e formas de governança particulares a esses atores regionais, de forma a tornar o investimento mais “palatável” ou “adequado” ao mercado de capitais. Os fundos passam a fazer certas exigências, como “gerar uma taxa baixa de inadimplência”, e também passam a se envolver “na operação, administração da carteira, monitoramentos, auditorias” (entrevista com representante de empreendedor imobiliário em Sorriso, 24/11/2022). De fato, os próprios fundos acabam por ampliar sua equipe para prestar esses serviços de apoio e monitoramento das atividades dos empreendedores regionais, como é o caso da TG Core. Em entrevista a um canal especializado, o representante da TG Core colocou que, se o problema para acessar o “capital da Faria Lima” era governança, “governança a gente implementa” (“Fundo Imobiliário em Regiões de

Expansão Agrícola”, 2021). Hoje, a TG Core é ainda uma exceção do mercado, mas pode apontar o surgimento de um tipo específico de fundo que, além de gerir os ativos, também oferece serviços de controladoria, auditoria, plataformas digitais para acompanhamento das métricas, dentre outros, aos empreendedores regionais imobiliários.

2.2 Especificidades dos loteamentos como investimento em cidades do agronegócio

Conforme exposto na seção anterior, o segmento de loteamentos possui uma série de peculiaridades sob a perspectiva do financiamento através do mercado de capitais. Os loteamentos em cidades do Centro-Oeste onde a economia do agronegócio é dominante possuem ainda outras especificidades a serem acrescidas à lista. Destaco aqui duas delas, que foram colocadas em maior evidência nas entrevistas conduzidas para a pesquisa. Primeiro, há uma percepção de que essas cidades são excepcionais em função de sua pujança econômica. Segundo, as negociações comerciais, nessas cidades, muitas vezes se balizam por métricas e referenciais temporais vinculados às atividades da produção agrícola — que são, usualmente, incompatíveis com as métricas do mercado de capitais.

As “cidades do agronegócio” são frequentemente enaltecidas por sua intensa dinamização econômica por profissionais vinculados ao mercado de capitais. Enquanto o restante do país atravessava momentos de crise econômica, “quando você ia para essas regiões que tem um vínculo grande com o agronegócio, para eles parecia que estava em festa” (entrevista com diretor de empresa securitizadora, 04/11/2022). Essa percepção de uma economia “à parte” do restante do país se explica por dois motivos. Primeiro, porque houve uma expressiva valorização das commodities agrícolas, como soja e milho, na última década. Segundo, porque o aumento do dólar que geralmente acompanha um momento de crise é lucrativo para aqueles que negociam seu produto em dólar, como é o caso das *commodities* — “esse cara ganha muito mais dinheiro”, enfatizou um dos entrevistados (entrevista com representante de fundo imobiliário, 23/11/2022). É claro que os primeiros — e principais — beneficiários são aqueles diretamente envolvidos com a atividade de produção ou comercialização de soja, milho ou algodão. No entanto, a leitura de agentes do mercado de capitais é de que “tem mais geração de emprego, tem maior PIB per capita, tem um maior crescimento urbano” (*Ibid.*), isto é, de que há um efeito de dinamização da economia local como um todo e um processo de aumento populacional e expansão urbana.

Não à toa, o fato de serem “cidades do agronegócio” aparece com destaque nas breves descrições dos empreendimentos que compõem as carteiras de investimentos dos FIs. Em relatório gerencial de agosto de 2022 do FI Habitat II, por exemplo, é dado destaque à localização dos loteamentos nessas cidades, vistas como um “porto seguro” para investimentos. Enquanto as demais cidades são apenas mencionadas pelo nome, sem caracterização específica, aos municípios do agronegócio é dado destaque. Colocam, por exemplo, que “um dos empreendimentos está localizado em Sorriso (MT), município considerado o maior produtor agrícola do país e maior produtor de soja global”, também caracterizado, em outro trecho, como “município pujante considerado o maior produtor de soja do país”. Com relação à outro empreendimento, destacam que “está localizado no município de Nova Mutum (MT), segundo maior produtor de grãos do estado”. Ou seja, é importante para as gestoras dos FIs apontar que essas cidades estão vinculadas à produção de *commodities* agrícolas.

É interessante observar também que, ao mesmo tempo em que a pujança econômica dessas cidades é enaltecida para evidenciar a segurança dos investimentos, ela também faz com que esses territórios sejam, a princípio, menos dependentes de captação de recursos no mercado de capitais. Como comentou o diretor de uma securitizadora, “a gente vê que nessas regiões eram *players* muito, muito fortes (...) eles tentam entrar na operação sem ter a necessidade financeira. Muitos desses nem tem a necessidade de fazer operação [de captação financeira], eles têm recursos” (entrevista com diretor de empresa securitizadora, 04/11/2022). No entanto, ainda que loteadores possam ter recursos próprios para realizar o empreendimento nessas regiões, é possível observar um crescimento da captação através dos CRIs como estratégia de aceleração

dos investimentos em loteamentos nas cidades do agronegócio. Como o próprio diretor da securitizadora entrevistado explica, “sem os recursos do CRI, até que eu venda, monte a carteira, monte recursos... esse desenvolvimento pode chegar a 20, 30 anos. Então, uma região que eu poderia estar colocando supermercado, shoppings, lojas, desenvolver o comércio, uma região de moradias, eu poderia adensar ali em 10 anos com recursos vindos de fora, eu vou demorar 30 anos para fazer se eu for esperar por recursos próprios. O CRI agiliza a parte de desenvolvimento da cidade” (*Ibid.*).

Por outro lado, as entrevistas também revelam que há particularidades do contexto econômico das “cidades do agronegócio” que não se enquadram tão facilmente nos parâmetros esperados pelo mercado de capitais. A incompatibilidade da temporalidade dos pagamentos é uma delas. Em uma operação de CRIs, é fundamental que os pagamentos estejam estruturados mensalmente. No entanto, muitos clientes de empreendimentos em “cidades do agronegócio” estão vinculados à sazonalidade dos pagamentos relacionados à produção agrícola e, assim, preferem realizar pagamentos semestrais, assim que a safra é comercializada. As negociações de compra e venda também são tratadas ou indexadas, com frequência, em “moedas” distintas do mercado de capitais, como sacas de soja ou carros de luxo, como uma Hillux, ou até um trator. Isso, para representantes do mercado de capitais, é um “problema”: “para a gente [empresa securitizadora], era uma métrica impossível trazer para o mercado de capitais aqui... imagina que eu vou convencer uma investidora a correr o risco da soja, sabe?” (*Ibid.*). É interessante notar que essas métricas não são exclusivas dos compradores de mais alta renda, como os próprios produtores rurais, mas também adentram o mercado de negociações imobiliárias de classe média na região. Não é incomum cruzar com placas anunciando venda de terreno em loteamentos voltados à classe média em que veículos são aceitos para negociação; ou, então, profissionais de escalão mais baixo (e.g., operadores da fazenda, motoristas de caminhão) que ganham comissões em sacas de soja e, assim, utilizam essa moeda para dar entrada na compra de um terreno ou casa.

3. Estudo de caso: investimentos em loteamentos em Nova Mutum e Sorriso

Conforme outros autores vem argumentando, a securitização da dívida imobiliária tem promovido uma dispersão dos investimentos do mercado financeiros no território, saindo das metrópoles em direção a cidades pequenas e médias (ABREU, 2019a; MELAZZO; ABREU, 2019). Nesta seção, seleciono duas cidades como estudo de caso, Nova Mutum e Sorriso, no estado do Mato Grosso, para um aprofundamento nos fundos imobiliários e empreendimentos investidos. Ambas são exemplares da categoria das “cidades do agronegócio”, ou seja, daqueles “espaços urbanos (...) nos quais se dá a gestão local ou regional do agronegócio globalizado, que desempenham muitas novas funções urbanas, diretamente inerentes a esse” (ELIAS, 2011, p. 161–2) — onde se assume, portanto, a hegemonia do capital do agronegócio. Nesta subseção, apresento um breve levantamento e caracterização dos FIs que investem em empreendimentos localizados nesses dois municípios e, sem seguida, analiso mais especificamente os empreendimentos investidos pelos fundos.

Antes de avançar, cabe aqui uma breve nota metodológica, considerando a dificuldade na obtenção sistemática de dados sobre o tema. Como não há uma base de dados única onde se poderia buscar pelo município onde se localizam os empreendimentos associados aos fundos, não é possível afirmar que se trata de um levantamento exaustivo. Ainda assim, acreditamos que as etapas percorridas permitem afirmar que se trata de um levantamento robusto. Primeiro, realizei um levantamento de fundos que investem no segmento de loteamentos através de notícias em meios de comunicação especializados. Em seguida, triangulei esses dados com rankings de FIs elaborados por consultorias especializadas e, também, perguntando diretamente a profissionais do setor sobre quais seriam os fundos que investiam na “tese” do loteamento. O levantamento resultou na identificação de doze FIs¹. Para todos eles, foram analisados os relatórios gerenciais², onde são identificados todos os empreendimentos que compõem o lastro dos investimentos de

um FII. Assim, foi possível mapear aqueles fundos que possuíam investimentos nos municípios de Sorriso e Nova Mutum, analisados a seguir.

3.1 Os Fundos de Investimento Imobiliário com lastro em Nova Mutum e Sorriso

Foram identificados quatro Fundos de Investimento Imobiliário ligados a loteamentos em Nova Mutum e Sorriso – MT: Habitat II, TG Ativo Real, Hectare CE e Devant Recebíveis (Quadro 1). É importante destacar que tais fundos não são marginais, mas sim fundos de peso no mercado: no ranking de cotas de FII, o Hectare CE e o Devant Recebíveis ocupam a segunda e sexta posição, com R\$1,9 milhões e R\$1,2 milhões em cotas emitidos em 2021, respectivamente (UQBAR, 2022b). Além disso, como se tratam de títulos que podem ser comprados e vendidos em qualquer momento, o que apresento aqui é uma fotografia de um momento específico no tempo: agosto de 2022. É possível que, antes ou depois disso, outros fundos viessem a investir nessas cidades (ou que esses fundos deixem de investir, por outro lado).

Quadro 1. FIIs com investimentos vinculados a empreendimentos em Sorriso e Nova Mutum – MT: empreendimentos, ativo e cotistas (fonte: elaborado pela autora).

FII	Habitat II (HABT11)	TG Ativo Real (TGAR11)	Hectare CE (HCTR11)	Devant Recebíveis (DEVA11)
Empreendimentos investidos pelos FIIs em Nova Mutum ou Sorriso – MT	- CRI Por do Sol II (Sorriso) - CRI Parque dos Poderes (Sorriso) - CRI Serra Dourada Residencial (Sorriso) - CRI Montserrat Polo Residencial (Nova Mutum)	- Residencial Braviello (Sorriso)	- CRI Quatto Atlantis (Sorriso)	- CRI Quatto (Sorriso)
Ativo em 12/2017	–	R\$ 45.142.570,80	–	–
Ativo em 12/2018	–	R\$ 260.244.959,78	R\$ 10.098.013,32	–
Ativo em 12/2019	R\$ 238.800.675,25	R\$ 580.964.004,59	R\$ 122.079.728,76	–
Ativo em 12/2020	R\$ 565.785.072,44	R\$ 1.005.333.224,63	R\$ 791.731.183,26	R\$ 220.459.039,76
Ativo em 12/2021	R\$ 739.932.290,77	R\$ 2.091.419.207,65	R\$ 2.394.148.362,64	R\$ 1.356.186.915,44
Total de cotistas em 12/2021	45.155	80.194	158.097	76.289
Total de cotistas PF em 12/2021	44.962	79.736	157.661	76.009

Obs. Dados dos empreendimentos retirados dos relatórios gerenciais dos FIIs referentes ao mês de agosto de 2022; dados dos ativos e cotistas retirados dos informes mensais dos FIIs referentes ao mês de dezembro de cada ano.

O quadro acima revela o quão recente é este processo e, ao mesmo tempo, como o volume de investimentos cresceu de forma expressiva em pouco tempo. O fundo mais antigo deste levantamento, o TG Ativo Real, surgiu em 2017 — os demais surgiram em 2018, 2019 e 2020. Entre 2020 e 2021, o ativo desses fundos chegou a duplicar, triplicar ou até sextuplicar (como é o caso do Devant Recebíveis). Em 2021, o TG Ativo Real e o Hectare CE fechavam o ano com ativos acima de 2 bilhões de reais. Em seu último anuário publicado, a consultoria Uqbar, especializada no mercado de securitização, chegou a afirmar que 2021 “foi um ano incrível” (UQBAR, 2022a).

Um empreendedor imobiliário em Rondonópolis, no Mato Grosso, confirmou esse processo: “nos últimos dois anos e meio, teve uma corrida dos fundos [de investimento imobiliário] para o agronegócio. É impressionante a quantidade de dinheiro que nos oferecem (...). Eu já recebi, só nesse ano, mais de cinco pessoas de São Paulo oferecendo dinheiro. (...) Se eu pegar no telefone

agora e pedir R\$5–10 milhões, em uma semana o dinheiro está na nossa conta” (entrevista com incorporador imobiliário, 26/10/2022). A história é a mesma em Sorriso, onde representantes de empreendedores imobiliários envolvidos com FIs também relatam que foram, em um primeiro momento, abordados por investidores com a “solução” dos CRIs e que, depois da primeira experiência, foram atrás da securitizadora e do fundo para realizar uma segunda operação com outro empreendimento (entrevista com incorporador imobiliário, 24/11/2022). Houve, portanto, primeiro um movimento de aproximação dos investidores do mercado de capitais em direção às cidades do interior do país, em busca de oportunidades de investimento para geração de dividendos; em seguida, com alguns casos já consolidados, empreendedores locais passaram, eles próprios, a buscar apoio de financiamento no mercado de capitais.

Ainda analisando o Quadro 1, também é interessante notar que, como é o padrão dos CRIs de forma geral, o motor desses fundos são os investidores pessoa física. Nos quatro fundos analisados, os cotistas pessoa física representam quase a totalidade dos investidores. Ou seja, o que está fazendo esta roda girar são pessoas que compram cotas dos fundos através dos bancos de varejo, como a XP Investimentos, e não grandes investidores institucionais ou corporativos.

É importante destacar também uma diferença nas formas de investimento dos fundos nesses empreendimentos específicos. A predominância é da participação via securitização da dívida da compra dos lotes através dos CRIs, mas também há casos em que os fundos entram com participações societárias nos empreendimentos. Dentre os investimentos levantados em Sorriso e Nova Mutum, apenas um se estrutura como participação societária — ou “equity”, como é mais comumente conhecida essa forma de investimento no jargão do setor: o Residencial Braviello, do FII TG Ativo Real. O fundo já chegou a ter 70% de seus ativos em CRIs (“Fundo Imobiliário em Regiões de Expansão Agrícola”, 2021), mas hoje são apenas 8,6% (Quadro 2). Nesse sentido, o FII TG Ativo Real de fato se destaca dos demais, que possuem entre 75–92% de seus ativos em Certificados de Recebíveis Imobiliários e se configuram, de forma mais característica, como “fundos de papel”.

Quadro 2. FIs com investimentos vinculados a empreendimentos em Sorriso e Nova Mutum – MT: distribuição dos investimentos por tipo de ativo, segmento e localização geográfica (fonte: elaborado pela autora).

FII	Habitat II (HABT11)	TG Ativo Real (TGAR11)	Hectare CE (HCTR11)	Devant Recebíveis (DEVA11)
Distribuição por tipo de ativo				
CRI	87,1%	8,6%	74,9%	91,6%
Equity (loteamento)	–	47,6%	–	–
Equity (outros)	–	21,3%	–	–
Outros (e.g., FII, Caixa)	12,9%	22,6%	25,1%	8,4%
Distribuição por segmento				
Loteamento	44,0%	57,1%	12,2%	17,0%
Multipropriedade	24,0%	(indefinido)	15,2%	26,0%
Incorporação	19,0%	(indefinido)	0,5%	12,0%
Corporativo	7,0%	(indefinido)	46,8%	33,0%
Outros (e.g., Energia, Shopping, Parque Temático, Logístico etc.)	6,0%	(indefinido)	25,4%	11,0%
Distribuição geográfica				
Centro-Oeste	30,0%	58,4%	(indefinido)	17,0%
Sudeste	24,5%	14,3%	(indefinido)	25,0%
Sul	23,0%	9,1%	(indefinido)	31,0%

Nordeste	19,1%	10,4%	(indefinido)	8,0%
Norte	3,3%	7,8%	(indefinido)	4,0%

Obs. Dados dos empreendimentos retirados dos relatórios gerenciais dos FIIIs referentes ao mês de agosto de 2022.

Por fim, vale notar que são fundos onde a “tese de investimento” em loteamento é forte e os ativos se distribuem por um território muito além do Sudeste. Ou seja, os investimentos nos loteamentos em Nova Mutum e Sorriso não se configuram como exceção dentro de seus portfólios de investimentos, mas como exemplos representativos do tipo de investimento que esse fundo realiza. Em especial, destacam-se os fundos Habitat II e TG Ativo Real, com 44,0% e 57,1% dos investimentos vinculados a loteamentos; nos outros dois fundos levantados, a participação dos loteamentos não é a principal, porém é acima da média dos investimentos em loteamentos para FIIIs em geral. Com relação à distribuição geográfica, mais uma vez o Habitat II e o TG Ativo Real se destacam, com 30,0% e 58,4% dos investimentos em empreendimentos localizados na região Centro-Oeste. Esses dados reforçam a observação já feita de que a ampliação da securitização da dívida imobiliária tem permitido uma expansão dos processos de financeirização da produção do espaço urbano em direção a outros territórios do país, fugindo dos investimentos no Sudeste e nas grandes metrópoles que, até poucos anos atrás, dominavam o mercado de FIIIs.

3.2 Os empreendimentos investidos pelos FIIIs

Os investimentos específicos em empreendimentos em Sorriso e Nova Mutum correspondem a uma pequena fração do total da carteira de cada um desses FIIIs. Porém, se configuram como estudos de caso interessantes porque são representativos da “tese de investimento” que vem sendo propagandeada por esses fundos, isto é, a ideia de investir em loteamentos em cidades no Centro-Oeste, especialmente aquelas ligadas ao agronegócio.

Em primeiro lugar, é preciso destacar o caso do Residencial Braviello dos demais, pois é o único em que o FII entrou com participação societária e não através da aquisição de CRIs. Trata-se de um condomínio fechado de casas prontas, em um terreno relativamente pequeno situado em uma área com bairros voltados ao público de alta renda em Sorriso (Figura 1). O empreendimento surge de uma parceria entre a TG Core Asset Management (a gestora do FII TG Ativo Real) e a Masterplan Urbanismo (empresa de estruturação de operações imobiliárias). Para a TG Core Asset, o aspecto positivo de ter um investimento em “equity” é “estar do mesmo lado da mesa” — ao contrário de um CRI, onde o empreendedor imobiliário “vai me ver [a gestora do FII] como alguém do outro lado da mesa que está arrancando parte do que é dele todos os meses” (entrevista com representante de fundo imobiliário, 23/11/2022). Na divulgação do condomínio, a escolha pelo município de Sorriso é justificada por sua posição econômica no setor do agronegócio: Sorriso é apresentado como “maior produtor de soja do Brasil”, “maior produtor de milho do Brasil”, “sétimo maior exportador do Brasil”, dentre outros títulos.

Já os CRIs levantados referem-se a dois tipos de empreendimentos: condomínios fechados com casas prontas (Atlantis Almaclara) e loteamentos abertos (todos os demais), com terrenos que variam de 200 a 700 m². Alguns dos loteamentos são existentes e tem lotes que, em geral, foram já quase todos vendidos e há casas em processo de construção — como o Santa Clara e o Monte Líbano. Já outros são loteamentos em fase de construção — como o Parque dos Poderes. Ou seja, o processo de securitização da dívida imobiliária de loteamentos pode ser realizado em diferentes momentos do desenvolvimento do projeto. Porém, em geral, os investidores têm preferência por empreendimentos já aprovados e em fase de construção, como apontam os entrevistados, uma vez que a aprovação costuma oferecer grande risco à operação.

Os loteamentos e condomínios de Sorriso e Nova Mutum que servem de lastro para os CRIs, apesar de serem seis empreendimentos diferentes, pertencem a apenas duas empresas sediadas em Sorriso: a Pôr do Sol Urbanizações e a Quatto Empreendimentos. Ambas são incorporadoras fundadas por membros de uma mesma família (Alves de Freitas), que atuam na região como

proprietários de terra e no ramo do agronegócio há décadas. A concentração da propriedade da terra nas “cidades do agronegócio” é uma de suas características determinantes, com importante impacto no funcionamento do mercado imobiliário local e na constituição dos grupos de poder político e econômico (FIORAVANTI, 2019; VOLOCHKO, 2016). Soma-se, agora, a penetração do capital financeiro através dos grandes proprietários de terra locais.



Figura 1. Localização de empreendimentos vinculados a Fundos de Investimento Imobiliário em Sorriso e Nova Mutum – MT (fonte: elaborada pela autora; foto aérea: Google Earth, 2022).

Não à toa, os empreendimentos concentram-se no vetor Sul de desenvolvimento da cidade de Sorriso (Figura 1), uma região que era, em grande parte, propriedade da família Alves de Freitas. O primeiro empreendimento da Pôr do Sol Urbanizações foi o Rota do Sol, que conectou o tecido urbano mais consolidado da cidade a esse novo eixo de expansão. Ao longo dos anos, foram lançando novos loteamentos ao redor do Rota do Sol — como o Santa Clara, o Monte Líbano e, mais recentemente, o Parque dos Poderes. Este último, além de um loteamento residencial, também sediará uma nova centralidade institucional da Prefeitura na grande rotatória que organiza o loteamento — reforçando o redesenho do desenvolvimento urbano de Sorriso em direção ao Sul, com apoio do poder público municipal e acelerado pelo capital financeiro.

Por fim, é importante notar que os loteamentos e condomínios são todos voltados para um público de classe média ou de alta renda, dependendo do empreendimento. Não há loteamentos “populares”. Os terrenos do loteamento Santa Clara, voltado para uma classe média mais tradicional, eram vendidos por R\$52.500 na época do lançamento, em 2013 (entrevista com representante da Pôr do Sol Urbanizações, 18/03/2022); hoje, já no mercado secundário, os lotes de 288 m² não saem por menos de R\$135.000,00 (número obtido em trabalho de campo). Já no loteamento Parque dos Poderes, ainda em construção, o valor à vista de um terreno de 300 m² era R\$150.000,00 — no entanto, a forma de pagamento oferecida por corretores imobiliários da empresa era através de uma entrada de R\$7.500,00 e 256 parcelas a partir de R\$1.055,00, totalizando R\$277.523,00 ao final do processo (comunicação pessoal com representante da Pôr do Sol Urbanizações, 15/12/2022). A forma de financiamento do Parque dos Poderes exemplifica o processo já descrito anteriormente de simultânea extensão dos prazos (aqui, de mais de 21 anos) e aumento expressivo do valor dos imóveis. Com a securitização, o incorporador obtém maior vantagem financeira no modelo do parcelamento, pois receberá o valor adiantado do FII, do que com o pagamento à vista — que, inclusive, corretores imobiliários nem costumam oferecer como opção *a priori*, apenas se questionados.

Considerações finais

Neste artigo, reúno observações, dados e análises de uma pesquisa ainda em andamento. Com a intenção de oferecer elementos para reflexão e debate, recupero aqui alguns pontos que considero importantes destacar. Não se tratam de conclusões, mas apontamentos provisórios que necessitam ser aprofundados.

Primeiro, é preciso reconhecer que o loteamento, enquanto produto imobiliário a ser transformado em ativo financeiro, apresenta diversas especificidades que o diferenciam de outros produtos mais tradicionais, como edifícios comerciais, complexos residenciais, shoppings ou armazéns. Esse segmento não tinha acesso a formas de financiamento bancários tradicionais, ancorados na poupança. Por isso, os CRIs, que apenas começam a se disseminar, prometem crescer muito como alternativa de “*funding*” para o segmento. Para isso, será preciso atentar às formas de equacionamento da temporalidade específica dos loteamentos — muito mais alongada do que de edifícios comerciais, por exemplo — e da pulverização de “empreendedores imobiliários regionais” em sua relação com o investimento do mercado de capitais.

Segundo, há alguns apontamentos a serem feitos mais especificamente sobre os possíveis efeitos da securitização da dívida imobiliária associada aos loteamentos na produção do espaço urbano. Podemos dizer que a atuação dos fundos imobiliários e, particularmente, a utilização dos CRIs como estratégia de financiamento para loteamentos permite uma aceleração do processo de expansão do tecido urbano, na medida em que o fluxo de caixa é adiantado ao loteador que, com o dinheiro, pode realizar novos investimentos em outros loteamentos antes de esperar o ciclo dos pagamentos parcelados para recompor seu capital. Além disso, os CRIs também facilitam a inflação dos valores dos terrenos, uma vez que o loteador pode, com mais tranquilidade, expandir significativamente o número de parcelas que cabem no bolso do cliente, uma vez que receberá o valor antecipado e não precisará aguardar anos, ou décadas, para receber o dinheiro.

Por fim, há dois argumentos relacionados ao contexto específico das “cidades do agronegócio” que já foram adiantados na introdução e retomo aqui. Por um lado, é importante reconhecer a extensão geográfica dos processos de financeirização do espaço urbano para além das grandes metrópoles. No caso das “cidades do agronegócio”, fica evidente que não é só a força do capital do agronegócio que movimenta a cidade, mas também do setor financeiro. Essa observação relativiza a caracterização dessas cidades como “do agronegócio”. Por outro lado, também é curioso observar que, embora o processo de securitização seja usualmente interpretado como uma “homogeneização” dos ativos em que as características dos empreendimentos são dissolvidas nos termos de securitização, no caso dos empreendimentos localizados nas “cidades do agronegócio” a localização do empreendimento é ressaltada, dando destaque ao fato de serem cidades com intensa atividade econômica ligada ao agronegócio. A pesquisa aponta, assim, múltiplos entrelaçamentos entre mercado imobiliário, financeiro e do agronegócio que estão, atualmente, promovendo profundas transformações e reestruturações do espaço urbano e regional no Brasil.

Referências Bibliográficas

ABREU, M. A. DE. O mercado habitacional confiscado pelas finanças: uma análise a partir dos Certificados de Recebíveis Imobiliários. Em: SHIMBO, L. Z.; RUFINO, B. (Eds.). **Financeirização e estudos urbanos na América Latina**. Série Acadêmica. Rio de Janeiro: Letra Capital Editora, 2019a. p. 233–259.

ABREU, M. A. DE. **Produção imobiliária e os espaços da financeirização: entre o abstrato da riqueza financeira e o concreto da cidade produzida**. Tese (Doutorado em Geografia)—Presidente Prudente: Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, 2019b.

ABREU, M. A. DE; MELAZZO, E. S.; FERREIRA, J. V. DE S. Produzindo casas de papel: As engrenagens da securitização de ativos imobiliários residenciais no Brasil. **Confins**, n. 47, 22 set. 2020.

APUD, M. FII de multipropriedade e loteamento devem se destacar em 2021. **O Estado de S. Paulo**, 5 fev. 2021.

ELIAS, D. Agronegócio e novas regionalizações no Brasil. **Revista Brasileira de Estudos Urbanos e Regionais**, v. 13, n. 2, p. 153, 30 nov. 2011.

FIORAVANTI, L. M. Concentração fundiária e dinâmica imobiliária em uma cidade que já surgiu como negócio: um estudo a partir de Primavera do Leste, MT. **Geosul**, v. 34, n. 71, p. 448–472, 7 maio 2019.

FIX, M. A “fórmula mágica” da parceria público-privada: operações urbanas em São Paulo. **Cadernos de Urbanismo**, n. ano 1, n.3, p. 23–27, 2000.

FIX, M. **São Paulo cidade global: fundamentos financeiros de uma miragem**. 1a. ed ed. São Paulo, SP: Boitempo Editorial : Anpur, 2007.

Fundo Imobiliário em Regiões de Expansão Agrícola. YouTube, Canal Liberta Investimentos, , 5 jun. 2021. Disponível em: <<https://www.youtube.com/watch?v=43d8BYTZF9Q>>. Acesso em: 20 out. 2022

Gestores do HCTR11 avaliam os diferenciais do fundo, IGP-M e demais Fundos Imobiliários da Hectare. YouTube, Canal Clube FII, , 1 fev. 2021. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=_3LAdo4DbIw>. Acesso em: 20 out. 2022

KLINK, J.; SOUZA, M. B. DE. Financeirização: conceitos, experiências e a relevância para o campo do planejamento urbano brasileiro. **Cadernos Metrópole**, v. 19, n. 39, p. 379–406, ago. 2017.

LISKAUSKAS, S. Diversificação de FII inclui loteamentos e cemitérios. **Valor Econômico**, 15 abr. 2021.

MELAZZO, E. S. et al. Securitization of housing and financialization of the city in Brazil. **Mercator**, v. 20, out. 2021.

MELAZZO, E. S.; ABREU, M. A. DE. A expansão da securitização imobiliária: uma prospecção a partir da cidade de Ribeirão Preto/SP. **GEOUSP Espaço e Tempo (Online)**, v. 23, n. 1, p. 022–039, 14 mar. 2019.

MIOTO, L.; PENHA FILHO, C. A. Crise econômica e o setor imobiliário no Brasil: um olhar a partir da dinâmica das maiores empresas de capital aberto (Cyrela, PDG, Gafisa e MRV). Em: SHIMBO, L.; RUFINO, B. (Eds.). **Financeirização e estudos urbanos na América Latina**. Série Acadêmica. Rio de Janeiro: Letra Capital Editora, 2019. p. 29–59.

NAKAMA, V. K.; RUFINO, B. Os fundos de investimento como movimento do complexo financeiro-imobiliário no Brasil. **Revista Brasileira de Estudos Urbanos e Regionais**, v. 24, n. 1, 28 nov. 2022.

PEREIRA, A. L. DOS S. **Intervenções em centros urbanos e conflitos distributivos: modelos regulatórios, circuitos de valorização e estratégias discursivas**. São Paulo (SP): Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2015.

RUFINO, B. Privatização e financeirização de infraestruturas no Brasil: agentes e estratégias rentistas no pós-crise mundial de 2008. **urbe. Revista Brasileira de Gestão Urbana**, v. 13, p. e20200410, 2021.

SANFELICI, D. Financeirização e a produção do espaço urbano no Brasil: uma contribuição ao debate. **EURE (Santiago)**, v. 39, n. 118, p. 27–46, set. 2013.

SANFELICI, D. DE M. La industria financiera y los fondos inmobiliarios en Brasil: lógicas de inversión y dinámicas territoriales. **Economía Sociedad y Territorio**, p. 367–397, 1 maio 2017.

SANFELICI, D.; HALBERT, L. Financial market actors as urban policy-makers: the case of real estate investment trusts in Brazil. **Urban Geography**, v. 40, n. 1, p. 83–103, 2 jan. 2019.

SHIMBO, L.; RUFINO, B. Financeirização e estudos urbanos na América Latina: teoria, processos e desafios para construção de uma agenda de pesquisa. Em: SHIMBO, L.; RUFINO, B. (Eds.). **Financeirização e estudos urbanos na América Latina**. Série Acadêmica. Rio de Janeiro: Letra Capital Editora, 2019. p. 7–25.

STROHER, L. Operações urbanas consorciadas: financeirização urbana sem investidores financeiros? Em: SHIMBO, L.; RUFINO, B. (Eds.). **Financeirização e estudos urbanos na América Latina**. Série Acadêmica. Rio de Janeiro: Letra Capital Editora, 2019. p. 113–146.

STROHER, L. E. et al. Infraestruturas de papel: novos instrumentos de financeirização do espaço. **Scripta Nova. Revista Electrónica de Geografía y Ciencias Sociales**, v. 26, n. 2, 1 jul. 2022.

UQBAR. **Anuário Uqbar CRI 2022**. [s.l.] Uqbar, 2022a. Disponível em: <<https://lp.uqbar.com.br/anuarios2022/cri.php>>. Acesso em: 12 dez. 2022.

UQBAR. **Anuário Uqbar FII 2022**. [s.l.] Uqbar, 2022b. Disponível em: <<https://lp.uqbar.com.br/anuarios2022/fii.php>>. Acesso em: 12 dez. 2022.

VOLOCHKO, D. Terra, poder e capital em Nova Mutum-MT: elementos para o debate da produção do espaço nas “cidades do agronegócio”. **GEOgraphia**, v. 17, n. 35, p. 40–67, 15 fev. 2016.

¹ Foram levantados os seguintes fundos de investimento imobiliário: Banestes Recebíveis (BCRI11), Devant Recebíveis (DEVA11), Habitat II (HABT11), Hectare CE (HCTR11), Iridium Recebíveis (IRDM11), Mérito Desenvolvimento Imobiliário (MFII11), REC Recebíveis Imobiliários (RECR11), TG Ativo Real (TGAR11), Tordesilhas (TORD11), Urca Prime Renda (URPR11), Valora Hedge Fund (VGHF11) e Versalhes RI (VSLH11). Os códigos referem-se ao registro na Bolsa de Valores B3.

² Os relatórios gerenciais analisados são referentes ao mês de agosto de 2022. Os documentos encontram-se disponíveis no website Fundos Net (fnet.bmfbovespa.com.br), organizado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pela Bolsa de Valores B3.