

O CIRCUITO FINANCEIRO-IMOBILIÁRIO EM PRESIDENTE PRUDENTE: NOVOS CONDICIONAMENTOS NA PRODUÇÃO DO ESPAÇO URBANO, O ESTUDO DE CASO A PARTIR DE INSTRUMENTOS DE SECURITIZAÇÃO IMOBILIÁRIA

João Vitor de Souza Ferreira

orcid.org/0000-0002-0185-2147

Universidade Estadual Paulistas, Campus de Presidente Prudente/São Paulo - BR

E-mail: jvitorsferreira2@hotmail.com

DOI: 10.35416/geoatos.v8i15.7009

Resumo

Este trabalho tem como objetivo a análise dos processos e dinâmicas dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) na cidade de Presidente Prudente, buscando compreender suas dinâmicas gerais e seus processos de espacialização intraurbana. Utilizando como fonte principal os dados primários das emissões produzidas pela Caixa Econômica Federal. O recorte territorial circunscrito à cidade permitirá valorizar a articulação de escalas presentes nos processos de financeirização do imobiliário, na medida em que os CRIs, como instrumentos do sistema financeiro, afeitos sempre às escalas globais da valorização do capital, serão analisados, também, a partir das características dos mercados e das dinâmicas imobiliárias da cidade. Esta, por sua vez, será considerada a partir de dados e informações sobre as características das ofertas imobiliárias em diferentes áreas/bairros, principalmente em relação à terra urbana, a localização de suas ofertas e preços, buscando compreender suas dinâmicas imobiliárias. A articulação entre escalas geográficas dos processos, o foco sobre a terra urbana direciona o trabalho. Ao identificarmos a presença de instrumentos de securitização em cidades médias, percebemos o crescimento desses instrumentos e a dispersão dos mesmos pelo território, além verificarmos a importância da ação estatal na viabilização do mercado de títulos secundários.

Palavras-chave: Financeirização; Securitização Imobiliária; Mercado Imobiliário

THE REAL ESTATE FINANCIAL CIRCUIT IN PRESIDENTE PRUDENTE: NEW CONSTRAINTS IN THE PRODUCTION OF URBAN SPACE, THE CASE STUDY FROM REAL ESTATE SECURITIZATION INSTRUMENTS

Abstract

This paper aims to analyze the processes and dynamics of Real Estate Receivables Certificates (CRIs) in the city of Presidente Prudente, seeking to understand its general dynamics and its processes of intraurban spatialization. Using as primary source the primary data of emissions produced by Caixa Econômica Federal. The territorial cut circumscribed to the city will make it possible to value the articulation of scales present in the processes of financialization of real estate, as the CRIs, as instruments of the financial system, always affected by the global scales of capital appreciation, will also be analyzed from the characteristics of the markets and the real estate dynamics of the city. This, in turn, will be considered from data and information on the characteristics of real estate offers in different areas / neighborhoods, especially in

relation to urban land, the location of their offers and prices, seeking to understand their real estate dynamics. The articulation between geographic scales of processes, the focus on urban land directs the work. By identifying the presence of securitization instruments in medium-sized cities, we noticed the growth of these instruments and their dispersion throughout the territory, in addition to verifying the importance of state action in enabling the secondary bond market.

Key words: Financialization; Real Estate Securitization; Real Estate Market

EN EL CIRCUITO FINANCIERO-IMOBILIÁRIO EN PRESIDENTE PRUDENTE: NOVOS CONDICIONAMENTOS NA PRODUÇÃO DO ESPAÇO URBANO, O ESTUDO DE CASO A PARTIR DE INSTRUMENTOS DE SECURITIZAÇÃO IMOBILIÁRIA

Resumen

Este documento tiene como objetivo analizar los procesos y la dinámica de los Certificados de Créditos Inmobiliarios (CRI) en la ciudad de Presidente Prudente, buscando comprender su dinámica general y sus procesos de espacialización intraurbana. Utilizando como fuente primaria los datos primarios de emisiones producidos por Caixa Econômica Federal. La frontera territorial circunscrita a la ciudad permitirá valorar la articulación de escalas presentes en los procesos de financiarización de bienes inmuebles, ya que los CRI, como instrumentos del sistema financiero, siempre afectados por las escalas globales de apreciación del capital, también se analizarán a partir de las características de los mercados y la dinámica inmobiliaria de la ciudad. Esto, a su vez, se considerará a partir de datos e información sobre las características de las ofertas inmobiliarias en diferentes áreas / vecindarios, especialmente en relación con los terrenos urbanos, la ubicación de sus ofertas y precios, buscando comprender su dinámica inmobiliaria. La articulación entre escalas geográficas de procesos, el enfoque en suelo urbano dirige el trabajo. Al identificar la presencia de instrumentos de titulación en ciudades medianas, notamos el crecimiento de estos instrumentos y su dispersión en todo el territorio, además de verificar la importancia de la acción estatal para habilitar el mercado secundario de bonos.

Palabras-clave: Financiarización; Titulación de bienes inmuebles; Mercado inmobiliario

Introdução

Neste trabalho buscamos analisar um instrumento de securitização e financeirização, os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), e como eles se distribuem espacialmente. Para isso, utilizamos dados de emissões de CRIs da Caixa Econômica Federal (CEF), por meio do qual foi possível, além de analisar a distribuição espacial, iniciar a problematização das particularidades do caso brasileiro de financeirização.

Os CRIs surgem na década de 1970 nos Estados Unidos como uma forma dos bancos anteciparem seus lucros sobre as hipotecas. Entretanto, só chega ao Brasil no final dos anos 1990, com a criação do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), em 1997, pelo então presidente Fernando Henrique Cardoso, Lei nº 9.514/1997.

Já no ano seguinte, 1998, surge a primeira companhia de securitização, a CIBRASEC. Apesar disso, os CRIs só se popularizam mais tarde, com a segunda emissão de CRIs da CEF, viabilizada por investimentos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), o que veio a ocorrer a partir do ano de 2008.

Esses CRIs são organizados em séries, cada uma contendo um conjunto de dívidas lastreadas que foram securitizadas. Devido aos lastros dos CRIs serem imóveis que foram objeto de financiamento por parte de bancos (seja para aquisição, seja para construção), quando emitidos os prospectos definitivos da emissão, que são como o “contrato” de emissão de CRIs, apresentam os dados de localização desses imóveis, os quais tiveram as dívidas securitizadas, possibilitando então seu mapeamento. Além das informações utilizadas também constam nos documentos algumas informações dos mutuários, tais como o CPF do mutuário, datas de assinatura e vencimento do contrato que não utilizamos para a análise. O CRI é um instrumento que securitiza uma dívida, oriunda de um financiamento imobiliário e o emite como ativo comercializável.

Utilizamos a definição de securitização de Melazzo e Abreu (2019):

Securitização é a denominação genérica para uma prática do mundo das finanças que consiste em transformar certos tipos de mercadorias em papéis. As mercadorias em questão e os rendimentos que potencialmente possam gerar passam a se constituir como lastro ou base dos papéis emitidos e a remuneração destes últimos fica assegurada pelo fluxo de rendimentos (ou fluxo de caixa) que a mercadoria gera durante um certo período de tempo futuro. (MELAZZO; ABREU, 2019, p. 25).

A definição aponta que a securitização deve ser analisada e considerada de acordo com a mercadoria que lhe confere lastro (que, no caso dos CRIs, são os imóveis), em suas condições próprias de produção e consumo, os rendimentos que dela possam advir ao longo de certo período de tempo (o que implica, ao mesmo tempo, em um fluxo de caixa futuro e em sua antecipação ao presente) e a criação do mercado específico em que tais rendimentos antecipados possam ser comercializados. Além disso, seu surgimento implicou

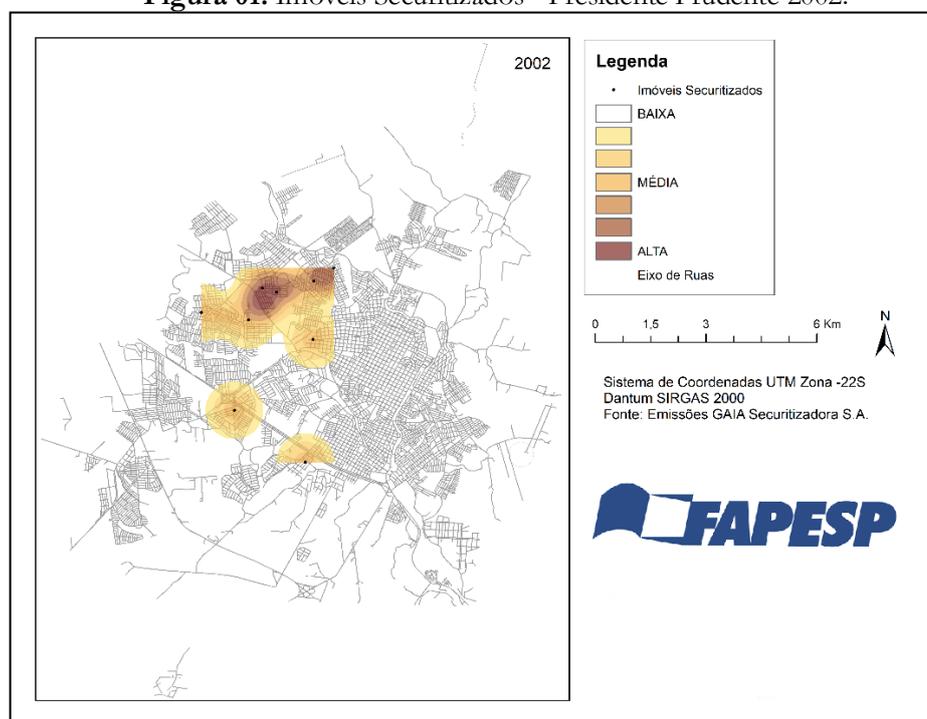
no aparecimento de novos agentes envolvidos na emissão de um produto tão único como o Certificado de Recebível Imobiliário (CRI).

A produção cartográfica e a análise empírica da securitização

A análise foi circunscrita à cidade de Presidente Prudente, a cidade foi escolhida por já ter sido analisada em estudos recentes dos grupos de pesquisa CEMESPP e GASPERR, que subsidiaram a pesquisa com os mapas de preço da terra da cidade, atualizados e utilizados para compará-los com as localizações dos imóveis securitizados.

Os mapas foram divididos a fim de não criar distorções na análise, pois os processos envolvidos na emissão de 2002 são muito diferentes dos envolvidos nos outros anos analisados.¹ Utilizamos, para os mapas, a ferramenta de Kernell, que elabora manchas de densidade, calculando a relação de proximidade entre os pontos e o número de pontos existentes na área. Essa ferramenta foi utilizada para melhor visualizar a concentração de imóveis securitizados dentro da malha urbana. As figuras 1 e 2 identificam os imóveis securitizados na cidade de Presidente Prudente para os anos analisados.

Figura 01. Imóveis Securitizados - Presidente Prudente 2002.

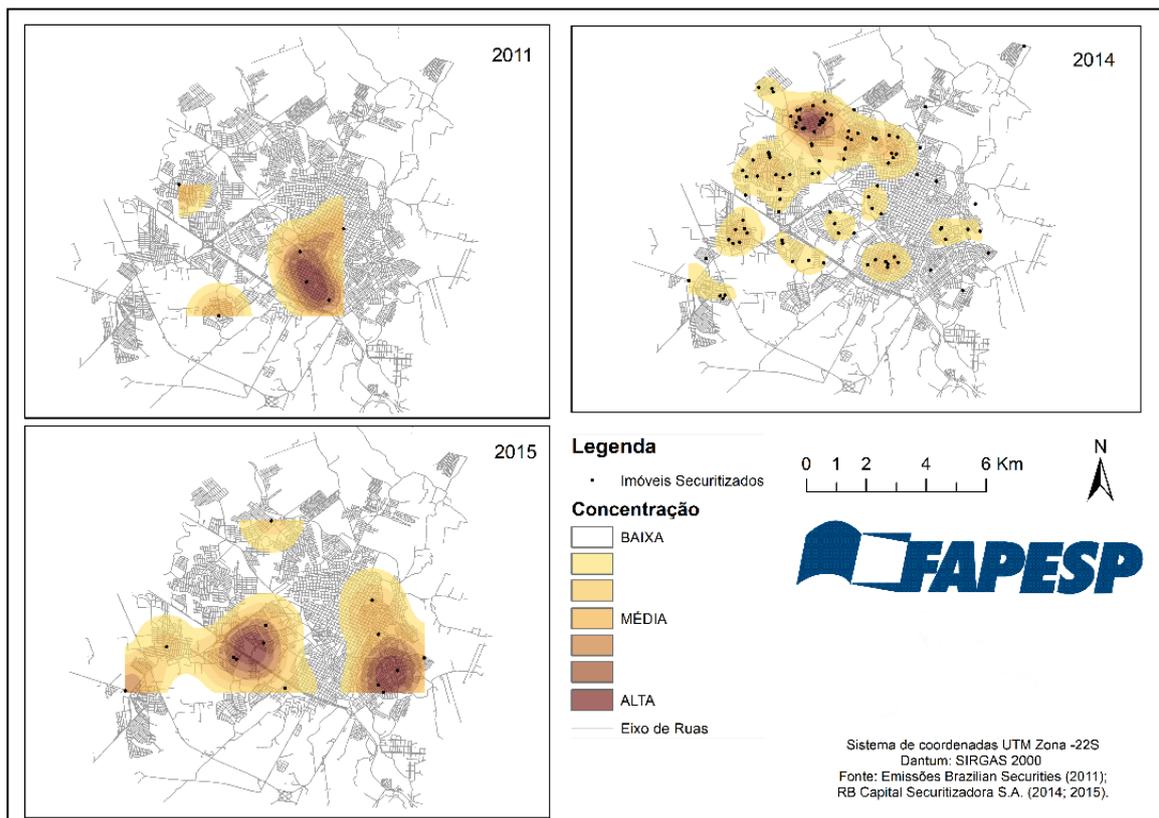


Elaboração: O próprio autor

¹ Os mapas utilizam a base cartográfica de 2010, isso se deve ao fato de não ter sido possível encontrar uma base mais condizente com a análise.

Em uma análise da figura 01 verifica-se, para Presidente Prudente, uma concentração relativa para o ano de 2002. Pode ser observada a concentração na zona noroeste da cidade, aglomerando a maior parte dos imóveis securitizados na cidade e dois pontos ao sul da cidade.

Figura 02. Imóveis Securitizados - Presidente Prudente 2011, 2014, 2015



Elaboração: O próprio autor

Em uma primeira aproximação com os Mapas da cidade de Presidente Prudente nos anos da análise é possível perceber uma concentração dos CRIs na parte central da cidade no ano de 2011. Já em 2014 percebe-se o espalhamento desses CRIs por quase toda a cidade, mas se concentrando, principalmente, na zona norte. Já no ano de 2015, percebe-se a desconcentração desses CRIs e a mudança do eixo para o centro-leste.

Ocorre o processo de aumento no número das emissões na cidade do ano de 2011 para 2014, saltando de 6 para 198 imóveis securitizados. Já no ano de 2015 ocorre o processo de redução do número de CRIs emitidos, que caem para 18.

Tabela 01. Valores das emissões de CRIs para Presidente Prudente nos anos de 2002, 2011, 2014 e 2015

Ano	2002	2011	2014	2015
Valor total da emissão na cidade	220.270,45	236.542,22	17.288.746,57	2.099.284,69
Média dos empréstimos securitizados	24.474,45	39.423,70	93.377,54	116.626,93

Fonte: Brazilian Securities (2011); R.B. Securitizadora S.A. (2014); RB. Securitizadora

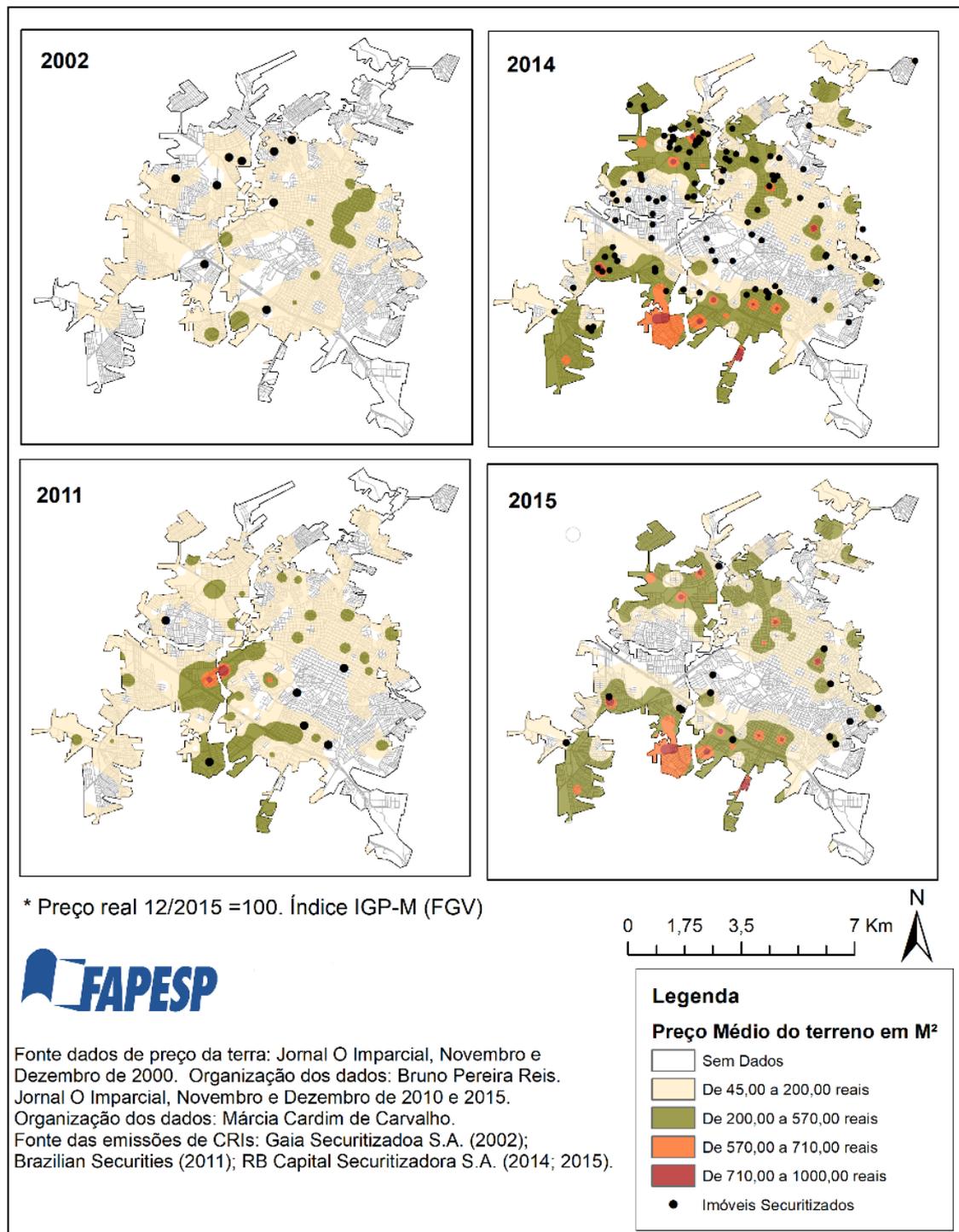
Apesar do crescimento no valor total da emissão na cidade, os valores médios dos empréstimos securitizados se mantêm relativamente baixos. Quando comparamos a localização dos CRIs analisados com outros trabalhos realizados junto ao grupo de pesquisa CEMESPP (CARVALHO, 2019; COIMBRA, 2019 e REIS, 2015, por exemplo) pudemos comparar os mapas de preço da terra com os CRIs e identificar como os mesmos se comportam frente ao mercado imobiliário local e se acompanham as lógicas de preço do mesmo.

A metodologia dos mapas de preço busca compreender como se comporta o mercado imobiliário analisado, para entender as dinâmicas valorização e reprodução dos preços, a metodologia já foi discutida e analisada em diversos trabalhos (ABREU, 2017, 2019; AMORIM, 2015; BARCELLA, 2018).

Após o cálculo dos preços, os mesmos são atualizados utilizando o índice geral de Preços calculado pelo Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas (IGP-M - FGV) correspondente ao mês de dezembro de 2015, o último ano da série. Como resultado é possível comparar os preços tendo como referência o valor da moeda em dezembro de 2015 e obtém-se uma sequência dos preços dos terrenos.

Para elaborarmos a figura 03, sobrepomos os mapas de preço da terra de Presidente Prudente para 2000, 2010 e 2015 e as emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) para os anos de 2002, 2011, 2014 e 2015. Comparamos as emissões com os mapas de preço mais próximos, sendo assim, a emissão de 2002 foi comparada ao mapa de 2000, a emissão de 2011 comparada ao ano de 2010 e as emissões de 2014 e 2015 foram comparados ao ano de 2015.

Figura 03. Localização dos imóveis securitizados face aos mapas de preço médio da terra urbana para os anos de 2000, 2010 e 2015 em Presidente Prudente

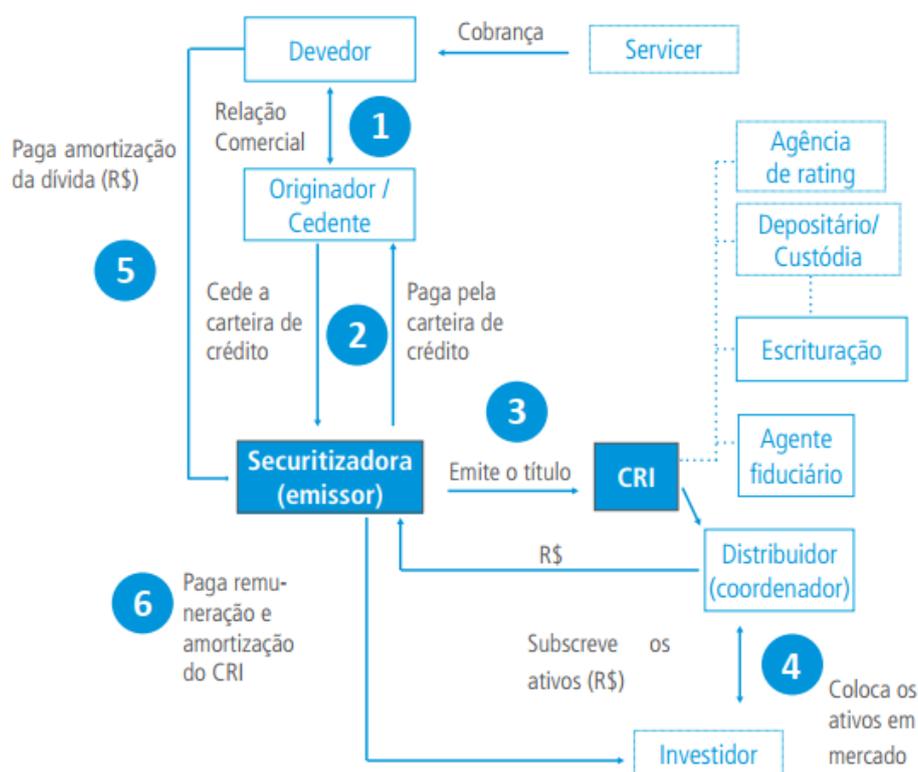


Elaboração: O próprio autor

Por meio do produto cartográfico podemos identificar que nas quatro emissões analisadas os imóveis securitizados na cidade de Presidente Prudente se apresentam, em sua maioria, nas áreas de preços médios de terrenos mais elevados, identificados no mapa pelas áreas mais escuras do mesmo. Percebe-se ainda que a localização dos imóveis securitizados na cidade de Presidente Prudente vai sendo alterada, acompanhando as mudanças ocorridas nas dinâmicas imobiliárias da cidade.

Neste trabalho buscamos analisar um dos instrumentos de securitização, os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) e como eles se distribuem espacialmente. Desenvolvemos tal análise por meio dos mapas já apresentados, pelos quais foi possível, além de analisar a distribuição espacial, iniciar a problematização das particularidades do caso brasileiro de financeirização.

Figura 04. Etapas da emissão de um CRI



Fonte: AMBIMA (2015)

A emissão de um CRI envolve uma série de processos: Na etapa 1 é possível observar a cessão do crédito original pelo banco. Na segunda, após uma filtragem ou seleção dessas dívidas, as que forem selecionadas² pelo banco são cedidas à empresa securitizadora, que vai emitir o CRI.

Na terceira, a empresa securitizadora emite essas dívidas apoiada em vários outros agentes, entre eles a agência de Rating³, que verifica a qualidade das dívidas, além da seguradora e do agente fiduciário responsável pela escrituração que realizam todo o processo jurídico necessário à emissão.

Após todo esse processo, na etapa 4, os CRIs são entregues ao coordenador, que distribui as emissões ao mercado e aos investidores. Com o decorrer da amortização pelo devedor, a securitizadora recebe o montante e repassa ao investidor que adquiriu o CRI (etapas 5 e 6). Após a emissão, o CRI é comercializado como ativo e os pagamentos do empréstimo original são redirecionados ao investidor dono desse CRI.

Ao utilizar os CRIs como instrumento de análise buscamos valorizar as relações entre o capital financeiro e o imobiliário, trazendo para o debate as formas como o financeiro captura as rendas fundiárias e como o imobiliário tende a ser tratado como ativo financeiro (HARVEY, 1990). Vemos como uma inovação no debate a possibilidade que os CRIs apresentam de se analisar a escala urbana da financeirização.

As transformações legais e institucionais que viabilizaram os CRIs

Buscamos neste momento analisar como um produto tão próprio em suas características foi viabilizado por meio de leis que regulamentaram o mercado de títulos secundários. Para isso, elaboramos uma evolução cronológica dos marcos regulatórios e institucionais que culminaram na segurança jurídica e liquidez dos investidores e na alocação dos investimentos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) na compra de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs).

Estes instrumentos e marcos regulatórios não apenas viabilizaram os CRIs, como também garantiram uma homogeneização dos produtos que lhes conferem o lastro, tanto pelos padrões espaciais quanto pelos valores envolvidos nos financiamentos securitizados.

² Não temos informações de como a seleção dos imóveis a serem securitizados é feita.

³ A agência de Rating classifica o risco dos CRIs que serão emitidos calculando o risco de calote daqueles CRIs

Para elaboração dessa linha do tempo utilizamos da bibliografia especializada (BOTELHO, 2007; ROYER, 2009, 2015) e de relatórios da CEF e do CCFGTS (Conselho Curador do Fundo e Garantia por Tempo de Serviço). Por meio destes também foi possível identificar que o FGTS surge como o principal comprador de CRIs do mercado brasileiro, viabilizando assim o mercado de títulos secundários.

Entre os anos de 1964 e 1991 houveram uma série de marcos institucionais e regulatórios, como a criação do FGTS, a criação e extinção do Banco Nacional da Habitação (BNH) e a transferência das contas vinculadas ao FGTS para a CEF. Tais marcos resultam na criação do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), em 1997, e na consequente criação de instrumentos que estabelecem relações entre o imobiliário e o financeiro, tais como os CRIs (MELAZZO E ABREU, 2019).

A Figura 05 localiza historicamente quando cada legislação foi alterada buscando a segurança jurídica e a viabilização dos instrumentos de securitização:

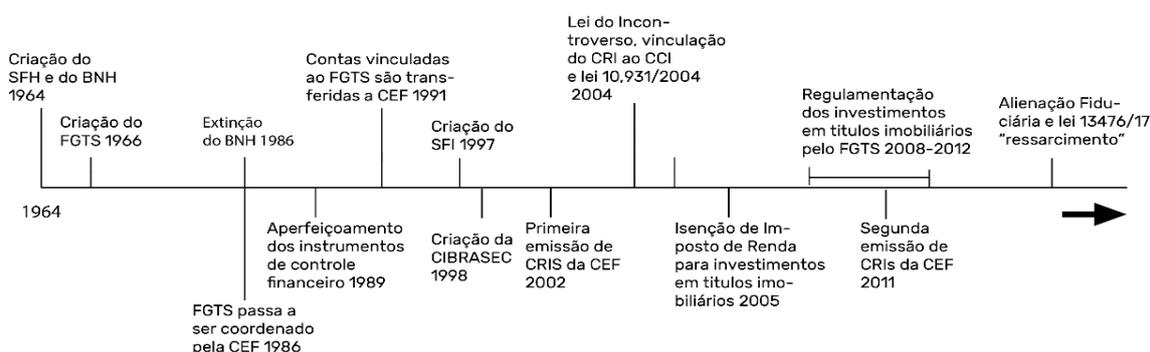


Figura 05. Série histórica - Evolução da regulamentação da legislação no tempo

Elaboração: O próprio autor

A criação do Banco Nacional da Habitação (BNH) e do Sistema Financeiro Habitacional (SFH), em 1964, tinham como objetivo viabilizar o financiamento habitacional. A criação do FGTS, em 1966, se tornou importante fonte de recursos para investimentos na área habitacional, vinculada ao BNH. Em um momento posterior, com a extinção do BNH, no ano de 1986, o FGTS é vinculado à CEF, tornando-a importante agente no financiamento habitacional no Brasil.

Com a criação no Brasil do SFI, em 1997 (Lei nº9514/97), além de instrumentos regulatórios necessários à sua operação e segurança jurídica, surgem novos instrumentos relacionados ao financiamento imobiliário, entre eles os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs). Já no ano seguinte à criação do SFI, em 1998, é criada a primeira empresa de securitização do Brasil, a Companhia Brasileira de Securitização (CIBRASEC), empresa responsável pela primeira série de emissões de CRIs da CEF, em 2002.

A fim de viabilizar a securitização imobiliária, várias reconfigurações foram realizadas na legislação vigente. Essas reconfigurações foram se dando, paulatinamente, a partir do ano de 2004, com a série de alterações na legislação que, além de viabilizar os CRIs, buscavam garantir a segurança jurídica dos investidores.

A partir do ano de 2004, como evidenciado pela Figura 5, as legislações foram sendo alteradas. No início, pela criação da lei do patrimônio de afetação, lei nº 10.931 de 2004, que garante a segurança jurídica e a separação entre os ativos de uma incorporação imobiliária e os bens que integram o patrimônio desse mesmo incorporador (PEREIRA, 2015; ROYER, 2009).

Além disso, a lei nº 10.931/04, vincula CRI ao CCI (Carta de Crédito Imobiliária) e não mais ao CCB (Carta de Crédito Bancária), permitindo que os bancos efetuem a securitização da dívida sem a consulta do mutuário. Tal alteração buscava agilizar o processo de securitização, visto que o próprio banco pode selecionar as dívidas a serem securitizadas, sendo que até então era necessário que o mutuário autorizasse o processo, o que significa que os processos vinculados as emissões de 2002 e as emissões subsequentes são diferentes na origem.

Art. 12. Os bancos comerciais, os bancos múltiplos com carteira de crédito imobiliário, a Caixa Econômica Federal, as sociedades de crédito imobiliário, as associações de poupança e empréstimo, as companhias hipotecárias e demais espécies de instituições que, para as operações a que se refere este artigo, venham a ser expressamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil, poderão emitir, independentemente de tradição efetiva, Letra de Crédito Imobiliário - LCI, lastreada por créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de coisa imóvel, conferindo aos seus tomadores direito de crédito pelo valor nominal, juros e, se for o caso, atualização monetária nelas estipulados. (LEI nº 10.931/2004).

A mesma lei (10.931/04) também altera a lei do valor do incontroverso, garantindo juridicamente a continuidade do pagamento de parte dos valores, ou seja,

garante aos bancos que em caso de disputa o credor continue a pagar o valor incontroverso, representado pela parcela do empréstimo, exceto os juros. No ano seguinte, a lei nº 11.169/05 amplia a lucratividade do investidor, ao garantir a isenção de imposto de renda para investimentos em títulos imobiliários, tornando-os mais atrativos aos investidores (BOTELHO, 2007).

Entre os anos de 2008 e 2012 as séries de resoluções ou “considerandos”⁴ do CCFGTS (Conselho Curador do FGTS), é permitido ao FGTS realizar investimentos em títulos imobiliários, tais como o CRIs e até mesmo de CRIs que tem a CEF como cedente das hipotecas securitizadas. O mesmo período também é o momento em que é lançada a segunda emissão de CRIs da CEF.

As resoluções do CCFGTS nº 578/2008, 602/2009, 637/2010, 681/2012, 702/2012, 725/2013 foram editadas para regulamentar esse tipo de investimento, que cresceu significativamente durante o período 2008-2012. Em uma das resoluções, os ‘considerandos’ apontavam para a importância da alocação de recursos do FGTS nesse mercado. (ROYER, 2016. p. 44).

Esse período também marca a segunda série de emissões de CRIs da CEF. Tais emissões se dão no meio de um processo de reestruturação em que o governo vê necessária a realocação do FGTS para investimentos em CRIs e títulos imobiliários, visando o aumento de disponibilidade de crédito e liquidez ao mercado, destacado por Royer (2016) e pelo artigo primeiro o da resolução do CCFGTS nº 578/2008.

A normativa nº 578 de 2008 do CCFGTS autorizou a compra de cotas de FIIs (Fundos de Investimentos Imobiliários) e de FIDCs⁵ (Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios), além de regulamentar os investimentos do FGTS em títulos creditórios imobiliários, como os CRIs.

O texto da lei indica a necessidade de ampliação de crédito e liquidez no mercado imobiliário em momentos de crise, como no período indicado. O documento, assim como a bibliografia (ROYER, 2015, 2016), afirmam a importância do FGTS na alocação de recursos não apenas na cessão de crédito imobiliário, mas também no mercado de títulos

⁴ O termo considerando é referência ao texto das resoluções e à repetição da palavra considerando ao longo dos documentos.

⁵ FIDCs funcionam como uma união de investidores que realizam um investimento comum. No caso, em direitos creditórios, que são créditos que a empresa tem a receber, tais como alugueis e parcelamentos no cartão de crédito

secundários, como os CRIs. Isso reforça a importância do FGTS como um dos maiores fundos do mundo.

Essa importância da alocação de recursos do FGTS no mercado de títulos secundários destacada por Royer (2015) e pela legislação é comprovada pelo volume de compras de títulos imobiliários pelo FGTS. Em 2016, o FGTS investiu aproximadamente nove milhões de reais apenas na compra de CRIs.

A alienação fiduciária forneceu a segurança que o modelo de financiamento, o SFI, exigia, em contraponto ao modelo anterior de financiamento habitacional do SFH. Ao fornecer uma nova forma de garantia aos investidores em caso de não pagamento da hipoteca, a alteração na lei passa a facilitar a execução da retomada do imóvel. Essa alteração na lei define que a posse do imóvel só seja passada ao mutuário quando o mesmo quitar a totalidade da dívida, concedendo a ele apenas o domínio do imóvel. Tal instituição garante uma segurança jurídica, se comparada ao modelo anterior, em que a posse e o domínio do imóvel eram passados ao mutuário mediante o pagamento de 20 a 30% da dívida, fornecendo uma garantia e facilitando a execução até então lenta da retomada dos imóveis (ROYER, 2009).

A recente lei nº 13.476/17 foi a última etapa do processo de flexibilização da legislação. Garante a segurança jurídica e o ressarcimento caso a retomada do imóvel não cubra a totalidade da dívida. Essa regulamentação foi a última criada a fim de viabilizar o mercado de títulos secundários.

O crescimento dos CRIs no mercado brasileiro

O crescimento dos CRIs como um ativo imobiliário que visa a captura das rendas advindas do pagamento da dívida, oriunda do empréstimo original, pelo mutuário, ela extrapola a escala local e a articula com os circuitos financeiros da acumulação do capital. O mercado imobiliário assume novos caracteres, ele não é apenas mercantil, mas também financeiro, buscando conceder maior liquidez ao mercado (PAIVA, 2007). Para que o crescimento dos CRIs ocorra é necessária uma legitimação por meio dos aparatos jurídicos e institucionais concedida pelo Estado, viabilizando a securitização dos empréstimos imobiliários.

Buscamos também analisar como o caráter jurídico institucional intermedia a relação entre o ambiente urbano e os circuitos financeiros da acumulação. A instituição de

um mercado secundário baseado na securitização de títulos de crédito imobiliário se dá com a promulgação do SFI pela lei 9.514/97, institucionalizando a criação de um mercado secundário de títulos imobiliários.

A análise foi estruturada em dois momentos distintos, utilizando para isso a reconfiguração da legislação e a reestruturação do mercado e do aparato legal já abordado anteriormente. O primeiro momento, entre os anos de 2002 e 2010, que representa o período de estruturação do mercado de CRIs, quando os marcos regulatórios ainda estão sendo instaurados, e o segundo momento, entre os anos de 2011 e 2016, quando os aparatos já estão instalados e apresentam uma estrutura diferente dos CRIs (ABREU, 2019).

O primeiro momento é bem demarcado na linha do tempo supracitada e representa o período de regulação do mercado de títulos imobiliários, criando mecanismos jurídicos que garantem a liquidez e a segurança dos investidores. Esses dois momentos se distinguem pelos valores e número de emissões, que, em 2002, partem de menos de 2 milhões de reais em menos de 10 emissões para 14 milhões de reais e o total de 140 emissões em 2016.

A tabela 2 demonstra o valor investido pelo FGTS na compra de CRIs para os anos de 2011 a 2016 e a porcentagem que esse valor representa frente ao total investido pelo FGTS.

Tabela 02. Investimento do FGTS em CRIs para os anos de 2011 a 2016

Ano	Valor investido em CRIs	% do total
2011	R\$ 2.787.409,00	17%
2012	R\$ 2.427.285,00	35%
2013	R\$ 2.401.094,00	1%
2014	R\$ 1.707.220,00	27%
2015	R\$ 595.008,00	3%
2016	R\$ 8.990.037,00	33%

Fonte: FGTS

É possível verificar pelo quadro que, à exceção dos anos de 2013 e 2015, a alocação de recursos do FGTS na compra de CRIs foi relativamente significativa. Destaca-se, também, que, apesar da baixa porcentagem para o ano de 2013, o valor quase não se altera em relação ao ano anterior. Entretanto, o valor total do investimento do FGTS no

ano se altera consideravelmente, devido ao aumento nos investimentos do FGTS em títulos públicos federais que, para o ano de 2013, foi de 247.488.867,00 milhões.

A origem dos CRIs também é alterada. No primeiro momento esses CRIs tinham origem em empreendimentos imobiliários de alto padrão, shoppings centers, hotéis de luxo e empreendimentos residenciais. As características dos CRIs desse momento são bem descritas pela bibliografia (BOTELHO, 2007; RUFINO, 2013). No segundo momento, assumem características bem distintas, com a consolidação dos aparatos jurídicos e institucionais, se tornam fonte de investimentos e passam a ter a alocação de recursos do Conselho Curador do FGTS (CCFGTS).

Nesse segundo momento, os CRIs passam a ter origem na securitização de empréstimos residenciais de baixo valor. A estrutura de venda desses CRIs se altera e passam a ser comercializados na bolsa de valores e não mais no mercado de balcão (BOTELHO, 2007). Além disso, se popularizaram e passaram a compor o banco de ativos de Fundos Investimentos Imobiliários (FII) e fundos de pensão.

Esse segundo momento é também marcado pelo aumento na participação da CEF como cedente de crédito imobiliário para lastro em CRIs. As diferenças nessa etapa é que estruturam as principais características do mercado de títulos imobiliários brasileiro. Tendo como base a securitização de empréstimos residenciais de baixo valor, os CRIs que tem como lastro os empréstimos da CEF se caracterizam por serem dispersos pelo território. Em uma aproximação multiescalar podemos verificar que os CRIs são dispersos pelo território, quando analisados em uma escala nacional, entretanto possuem concentração e seletividade quando analisados na escala local.

Essa capacidade dos agentes envolvidos de articular, através dos CRIs, diversas escalas geográficas, permite observar as relações entre a escala urbana e o sistema financeiro da acumulação, ampliando os espaços de financeirização, ao conectar pelo lastro do imóvel o espaço urbano e o sistema financeiro. A regulamentação da compra de CRIs pelo CCFGTS viabilizou, assim, um novo nicho de mercado, antes destinado apenas a promessas de dívidas com lastro em imóveis de alto valor.

A participação da CEF no mercado de securitização modifica as características desse mercado e dos produtos relacionados a ele, além de estruturar os mecanismos de valorização e circulação da propriedade imobiliária, associados à produção de um mercado afeito às suas necessidades e às características da cidade. O CRI atua mobilizando o que é

imóvel, no esforço de transformar as dívidas imobiliárias em ativos de valor capazes de circular no mercado de capitais.

Considerações finais

O processo de financeirização vem sendo destacado pela bibliográfica nacional e internacional como um dos novos determinantes da produção do espaço, entretanto, esse processo ainda carece de análises e pesquisas. Muitos dos trabalhos destacam a interescalaridade do processo de financeirização (DEL VALLE, 2012), porém muito pouco se analisa dessa interescalaridade pela ausência concreta de dados que espacializem o estudo e considerem o ponto de vista urbano da financeirização.

Neste sentido entendemos que este trabalho tem uma contribuição relevante ao analisar o ponto de vista urbano da financeirização por meio da securitização. Os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) tem a capacidade de conectar a renda da terra urbana ao mercado financeiro e atuar na captura de rendimentos por meio da propriedade imobiliária (MELAZZO, 2013; SANFELICI, 2013), em que o pagamento das dívidas imobiliárias alimenta a rentabilidade de papéis que permitem a circulação do capital.

A produção cartográfica permitiu a visualização e a espacialização de todo o debate teórico realizado pelo trabalho e por outros estudos. Foi verificado que a bibliografia já não abarca a totalidade da realidade, principalmente por não considerar as regiões não metropolitanas em suas análises.

A análise institucional dos marcos regulatórios evidencia a importância da ação estatal na viabilização do mercado de títulos secundários no Brasil, sendo a CEF como principal cedente de Créditos para emissões de CRI e o FGTS como o principal comprador dos CRIs emitidos no Brasil demonstra a importância do Estado no modelo de financeirização brasileiro.

Apesar do trabalho não abarcar toda a dimensão da securitização, o mesmo valoriza um recorte não convencional a outros estudos, a valorização das cidades médias e a análise intraurbana. O tema de estudo é relativamente novo e merece maior aprofundamento e pesquisas, não buscamos esgotar a análise, mas sim contribuir para futuras agendas de pesquisa que visem analisar a temática.

A geografia tem muito a contribuir com tais estudos, ao inserir o ponto de vista do espaço na análise podemos entender quais as dimensões de interescalaridade e a

importância dos estudos de caso na construção de uma teoria geral, destacadas por diversos estudos no tema (AALBEERS; SANFELICI; 2009; 2013). Se viu necessário entender a atuação de agentes estatais em tais processos, pois a pesquisa deixa claro que essa ação vem sendo uma das marcas da financeirização nacional.

O estudo evidencia a presença de instrumentos de securitização imobiliária em áreas não metropolitanas, o que a bibliografia até recentemente dizia ser restrito a regiões metropolitanas (RUFINO, 2013). Entendemos que a análise não se encontra finalizada, muito ainda precisa ser investigado, principalmente na escala da rede urbana da financeirização. Buscamos com este trabalho contribuir com estudos futuros e evidenciar a necessidade de pesquisas que valorizem recortes territoriais não metropolitanos, como as cidades médias.

Bibliografia

ABREU, M. A. **Produção imobiliária e os espaços da financeirização: entre o abstrato da riqueza financeira e o concreto da cidade produzida.** 2019. 231 f. Tese (Doutorado em Geografia) - Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho, Presidente Prudente, 2019. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/11449/182172>>. Acesso em: 24 dez. 2019.

AMORIM, W. V. **A produção imobiliária e a reestruturação das cidades médias: Londrina e Maringá/PR.** 2015. 413 f. Tese (Doutorado em Geografia) - Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho, Presidente Prudente, 2015. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/11449/127982>>. Acesso em: 24 dez. 2019.

ANBIMA. **Estudos especiais e produtos de captação:** certificados de recebíveis imobiliários. Rio de Janeiro, 2015.

BARCELLA, B. L. S. **A dinâmicas dos agentes imobiliários e suas estratégias fundiárias em cidades médias:** da reprodução do capital à reprodução das desigualdades socioespaciais. 2018. 216 f. Dissertação (Mestrado em Geografia) - Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho, Presidente Prudente, 2018. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/11449/153193>>. Acesso em: 24 dez. 2019.

BOTELHO, A. **O urbano em fragmentos:** a produção do espaço e da moradia pelas práticas do setor imobiliário. São Paulo: Annablume; Fapesp, 2007.

CARVALHO, M. C. **Relatório de qualificação de doutorado defendido na FCT UNESP.** Presidente Prudente, 2019.

COIMBRA, A. F. **Mercado imobiliário, produção habitacional e desigualdades socioespaciais em cidades médias paulistas: Bauru e São José do Rio Preto.** 2018.

Dissertação (Mestrado em Geografia) - Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho, Presidente Prudente, 2018.

DEL VALLE, R. M. C. G. Económica y reconfiguraciones territoriales. Jornadas de Geografía Económica, 5, 2012, Girona. **Anais**. Girona: Universidade de Girona, 2012.

HARVEY, D. **Los limites del capitalismo y la teoria marxista**. Mexico, DF: Fondo de Cultura Economica, 1990.

MELAZZO, E. S.; ABREU, M. A. A expansão da securitização imobiliária: uma prospecção a partir da cidade de Ribeirão Preto-SP. **Geosp - Espaço e Tempo**, v. 23, n. 1, p. 22-39, abr. 2019.

PAIVA, C. C. **A diáspora do capital imobiliário, sua dinâmica de valorização e a cidade no capitalismo contemporâneo: a irracionalidade em processo**. 2007. Tese (Doutorado em Economia), Unicamp, Campinas, 2007.

PEREIRA, A. L. S. **Intervenções em centros urbanos e conflitos distributivos: modelos regulatórios, circuitos de valorização e estratégias discursivas**. 2015. 307 f. Tese (Doutorado em Direito) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. Disponível em: <<https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-19052016-111952/publico/AlvaroPereiraTeseDoutorado.pdf>>. Acesso em: 24 dez. 2019.

REIS, B. P. **Produção do espaço urbano e dinâmica imobiliária em cidades médias: os casos de Presidente Prudente (SP), São José do Rio Preto (SP) e Lleida (ESP)**. 2015. 101 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Geografia) - Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho, Presidente Prudente, 2015. Disponível em: <<https://repositorio.unesp.br/bitstream/handle/11449/139200/000865856.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 24 dez. 2019.

RB CAPITAL. **Termo de securitização de termos imobiliários**. 2014. Disponível em: <[http://www.rbcapitalsecuritizadora.com/emissoes/rb capitalcompanhia-de securitizacao/default.aspx?tipo=securitizacao&id=109](http://www.rbcapitalsecuritizadora.com/emissoes/rb%20capitalcompanhia-de%20securitizacao/default.aspx?tipo=securitizacao&id=109)>. Acesso em: 24 dez. 2019.

ROLNIK R. **A guerra dos lugares**. A colonização da terra e da moradia na era das finanças. São Paulo: Boitempo. 2015.

ROYER, L. O. **Financeirização da política habitacional: limites e perspectivas**. 2009. 193 f. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo) - Universidade São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/16/16137/tde-19032010-114007/publico/Doutorado_LucianadeOliveiraRoyer.pdf>. Acesso em: 24 dez. 2019.

ROYER, L. O. O FGTS e o mercado de títulos de base imobiliária: relações e tendências. **Cadernos da Metrópole**, São Paulo, v. 18, n. 35, p. 33-51, abr. 2016.

SANFELICI, D. As escalas de acumulação na produção das cidades. In: CARLOS, A. F.; VOLOCHKO, D.; ALVAREZ, I. P. (Org.). **A cidade como negócio**. São Paulo: Contexto, 2015.

SANFELICI, D.; HALBERT, L. **Financial market actors as urban policy-makers: the case of real estate investment trusts in Brazil**. Urban Geography. 2016.

UQBAR. **Anuário UQBAR: securitização e financiamento imobiliário**. 2016. Disponível em: <<http://www.uqbar.com.br/publicacoes/anuario-securitizacao-financiamento-imobiliario-2016.jsp>>. Acesso em: 24 dez. 2019.

Sobre o autor (Informações cedidas pelo autor)

João Vitor de Souza Ferreira

Graduando em Geografia da Faculdade de Ciências e Tecnologia de Presidente Prudente. FCT-UNESP/ Bolsista de Iniciação Científica FAPESP.

Como citar esse artigo

FERREIRA, J. V. de S. O circuito financeiro-imobiliário em Presidente Prudente: Novos condicionamentos na produção do espaço urbano, o estudo de caso a partir de instrumentos de securitização imobiliária. In: **Revista Geografia em Atos** (GeoAtos online) -60 anos do curso de Geografia da FCT/UNESP: memórias e desafios - v. 08, n. 15, p. 198-216, dez/2019. DOI: 10.35416/geoatos.v8i15.7009

Recebido em: 2019-11-25

Devolvido para correções: 2019-12-18

Aceito em: 2019-12-25