# INVESTIMENTOS E SECURITIZAÇÃO NO SETOR IMOBILIÁRIO BRASILEIRO: ENTRE INTERESSES DE ACUMULAÇÃO E LIMITES ESTRUTURAIS

(1) Raul da Silva Ventura Neto, MS[1].

## RESUMO

Este artigo discute o processo recente de financeirização do setor imobiliário brasileiro, apontando desdobramentos recentes no âmbito da securitização do produto imobiliário, onde supõe-se que a securitização imobiliária tem se constituído como uma inovação para ampliar a alavancagem do setor bancário nacional. Apresenta-se a trajetória desse processo de financeirização, com dados sobre a dinâmica de investimento das incorporadoras de capital aberto com características da securitização imobiliária no Brasil. Argumentamos ao final que as inovações disponíveis não tem permitido que os financiamentos imobiliário assuma a forma Ponzi, devido ao modo como o ativo terra urbana é tratado pelos agentes do setor.

Palavras chaves: Imobiliário; Financeirização; Securitização; Incorporador

Área temática: Economia

[1] Doutorando do Programa de Desenvolvimento Econômico do Instituto de Economia da Unicamp. email: raulvneto@hotmail.com.

## INTRODUÇÃO

Este artigo propõe uma reflexão sobre o processo, em curso, de financeirização do setor de edificações brasileiro, ressaltando alguns desdobramentos recentes no âmbito da securitização do produto imobiliário, em que supomos tem se constituído como uma inovação para ampliar a alavancagem do setor bancário nacional redirecionando recursos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) que possuem limites compulsórios para serem aplicados no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação (SFH). Contudo, se por um lado essas inovações podem demonstrar uma certa "vanguarda" do sistema bancário no que tange a uma possível estruturação de um mercado secundário de hipotecas no Brasil, por outro argumentamos a existência de um "embate" desses processo com as raízes microeconômicas mercantis das empresas do setor de edificações nacional, inviabilizando, a princípio, que a financeirização do setor ocorra sob os mesmos mecanismos presentes nos países centrais, corroborando com o que FIX (2011, 2007) denominou de financeirização "truncada". Os argumentos apresentados ao longo do trabalho tem o intuito de mostrar como tais limites tem sido contornados, seja de forma indireta, pela ampliação dos *landbanks* das incorporadoras que abrem capital a partir de 2007; ou seja de forma explícita por meio de alterações sistemáticas em marcos que regem a emissão dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI).

## TRAJETÓRIA DA FINANCEIRIZACÃO DO SETOR DE EDIFICAÇÕES NO BRASIL

A formação do circuito imobiliário nacional não é recente e ocorre de forma concomitante à criação do Banco Nacional de Habitação (BNH) e principalmente do SFH, em virtude da forte dependência no Brasil entre produção imobiliária e sistema de crédito estruturado para esse fim (RIBEIRO, 1997; FARAH, 1996). Contudo, é principalmente ao longo dos anos 90, e num período de mudanças nos mecanismos que regiam o sistema de crédito imobiliário no Brasil, que assiste-se às primeiras articulações entre capital financeiro e capital imobiliário em alguns pontos do território. Em grande parte esse movimento é um subproduto advindo do aumento de Investimentos Diretos Estrangeiros (IDE) ocorrido num período pós-abertura econômica, se concentrando principalmente na cidade de São Paulo.

É também no final da década de 90, início de 2000, que algumas capitais do Nordeste vivenciaram uma onda de investimentos no setor imobiliário por meio da associação entre incorporadoras locais e capital financeiro internacional, com o interesse de atender a uma demanda de investimento em segunda habitação de um público europeu e impulsionados pela diferença cambial da época que tornava os preços dos imóveis brasileiros bastante acessíveis para aquele público (SILVA, 2010; RUFINO, 2012). Em ambos os casos tratam-se de relacionamentos pontuais entre capital financeiro internacional e capital imobiliário, não se estendendo pelo território nacional e menos ainda representando a recuperação a um nível macroeconômico do setor de edificações nacional. Este ainda não havia recuperado níveis de produção e investimento semelhantes aos verificados no período BNH, mantendo-se principalmente por meio do autofinanciamento, estratégia mais eficaz para redirecionar fluxos de capital para aquele setor principalmente durante os anos de 1990 (FIX, 2011).

Efetivamente, o arcabouço que passa a viabilizar a homogeneização do território para uma produção imobiliária com possíveis relações mais estreitas com o capital financeiro internacional, é efetivado a partir de alterações na estrutura de funcionamento do SFH e na criação do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), pelo governo federal e entre o segundo mandato do governo FHC (1999 – 2002) e o primeiro mandato do governo Lula (2003 –

2006). A estratégia adotada, é a de fomentar a securitização de ativos imobiliários, inspirado no modelo norte-americano de hipotecas securitizadas (FIX, 2011), e apresentando para isso instrumentos jurídicos e financeiros formatados para a função de auxiliar na formação de um mercado secundário de hipotecas no país.

A ideia defendida quando da criação do SFI era a de disponibilizar ao setor imobiliário soluções que dessem velocidade e ritmo à produção dos empreendimentos, priorizando pela organização de um ambiente de negócios seguro ao investimento privado – atenuando "falhas" de mercado (ROYER, 2009 p. 135)[2]. Sua lógica de operação se daria de modo oposto à que regera SFH durante o período BNH, cujo recursos provinham de *fundings* públicos, o SFI, a priori, não teria dependência de *funding* direto ou de qualquer tipo de direcionamento obrigatório de recursos. Na verdade, este apenas apresentava novas maneiras de captar os recursos que a princípio já estariam disponibilizados no mercado, principalmente no mercado de capitais (ROYER, 2009 p. 147).

Muito embora tivesse sido considerado como um modelo de financiamento imobiliário obsoleto pelas entidades que defendiam o SFI, o SFH continuaria atuando em paralelo ao novo sistema, no lugar apenas de financiador dos recebíveis que alimentariam o futuro mercado secundário de hipotecas (ROYER, 2009 p. 163), operando ambos como sistemas complementares de financiamento imobiliário (VENDROSSI, 2002 p. 17). Contudo, percebe-se que a aproximação entre os dois sistemas viabiliza-se somente através de normativas instituídas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e pelo Conselho Curador do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (CCFGTS) que, em confluência com os instrumentos financeiros do SFI colocam novamente o SFH como propulsor de todo o crédito imobiliário no país (ROYER, 2009), em detrimento do mercado de capitais como propagado pelas entidades de classe inicialmente.

Em conjunto, essas alterações no arcabouço institucional, financeiro e jurídico para estimular a abertura de linhas de crédito imobiliário impactam diretamente no ambiente do crédito imobiliário no Brasil, tanto para a pessoa física quanto para a pessoa jurídica, e especialmente para empresas incorporadoras. O impacto desse novo cenário aparece já no ano de 2005 quando houve um aumento no número de contratações no âmbito do SFH com um expressivo crescimento se comparado aos anos anteriores, em uma escala que não era vista desde período áureo do BNH (ROYER, 2009 p. 18).

De fato, até 2008, portanto antes do PMCMV, os dados do SBPE já ratificam que o setor imobiliário passava por um período de crescimento progressivo, um *boom* imobiliário da habitação de mercado, expressão que se justifica por se tratar de uma reversão significativa de tendência de declínio do SBPE durante os anos 90. Só em 2005, o SBPE chega a um número anual de financiamentos superior ao recorde histórico do SFH ocorrido em 1981 (ROYER, 2009). O ambiente favorável incentivou que grandes empresas do setor imobiliário nacional fomentassem novas estratégias de atuação, que culmina, a partir de 2007, no processo de abertura de capital na BM&FBOVESPA através de seguidas Ofertas Públicas de Ações (OPA) por essas empresas. Cabe ressaltar que antes das OPA's naquele ano, algumas empresas de grande porte do setor imobiliário nacional já haviam recebido fluxos de

[2] Royer (2009) mostra que os argumentos que tratam o SFH como obsoleto são dirigidos por entidades de classe interessadas em "abrir o mercado" do financiamento imobiliário brasileiro que, num discurso claramente alinhado com o *mainstrem* do pensamento econômico, intitulam os problemas do SFH como "falhas de mercado" cuja solução seria a redução da participação do Estado no ambiente de financiamento imobiliário para o setor de edificações.

investimento ligados ao capital financeiro internacional principalmente por meio dos fundos de *private equity*[3].

Os dados referentes às OPA's das empresas do setor apontam para a consolidação do interesses do capital financeiro internacional no setor de edificações residenciais principalmente, na medida em que 75% do total dos recursos captados são provenientes de investidores estrangeiros (ROCHA LIMA JR.; GREGÓRIO, 2008, p.01). A elevada incidência de investidores estrangeiros na compra de ações de empresas do setor imobiliário nacional se explica, por um lado, pelos limites existentes à internacionalização da construção de edificações já que a mobilidade do fator trabalho nesse caso é bastante limitada e por outro pela possibilidade de expansão do mercado de ativos financeiros que podem vir a se desenvolver a partir do imóvel (BERTASSO, 2012).

De fato, alguns países da América Latina já vinham assistindo a essa forma de internacionalização nos seus respectivos setores de edificações, como foi o caso de México e Chile, em ambos, assim como no Brasil, são as condições de demanda amplamente favoráveis e a estabilidade econômica que atrai esses investidores. É importante lembrar que a noção de estabilidade econômica para esses investidores inclui principalmente uma certa estabilidade política que garantam a segurança jurídica aos contratos, mas também a livre formação de preços no mercado imobiliário e a ampla liberdade de conversão dos valores auferidos em moeda local em moedas "fortes" (BERTASSO, 2012). Principalmente as normativas instituídas pelo SFI já haviam viabilizado tal estabilidade e, além disso, tradicionalmente o controle sobre o preço dos imóveis e da terra urbana no Brasil é praticamente inexistente, mesmo existindo diretrizes e Leis federais e municipais que preveêm instrumentos para permitir esse controle, o mesmos sempre foram marginalizados desde a sua criação (MARICATO, 2011).

Sob essas condições favoráveis é que se explica que o volume total de recursos captados apenas na primeira rodada de OPA's entre 2007 e 2008 tenha atingido a marca de R$ 11,2 bilhões de reais (aproximadamente R$ 8 bilhões em ofertas primárias para empresas e cerca de R$ 3 bilhões para acionistas controladores em ofertas secundárias). Esse volume de recursos, por sua vez, é o que suscita a expansão territorial e o forte investimento dessas empresas na compra de terrenos, ou formação de *landbanks* que, ao se combinarem com a projeção de lucros futuros provenientes do Valor Geral de Vendas (VGV) dos próximos empreendimentos orientam a precificação dos papéis dessas empresas na BM&FBOVESPA. Contudo, conforme as metas de produção prometidas não conseguem ser cumpridas, o forte viés especulativo das OPA's se torna evidente o que somada à crise financeira dos empréstimos *sub-prime* americana de 2008, acaba acelerando o quadro de decadência daquele modelo de financeirização (FIX, 2011).

O momento crítico indiretamente subsidia um pacote anticrise formulado pelo Governo Federal que visava auxiliar a recuperação das empresas de construção civil, tradicionalmente conhecida como grandes empregadoras no país. A síntese desse processo é a formulação do PMCMV em menos de três meses, sob a égide de reduzir os efeitos da crise financeira de 2008 no Brasil considerando que, por meio do seu caráter supostamente anticíclico, seria possível resolver o problema de caixa das empresas do setor de edificações e, ao mesmo tempo, ampliar o acesso à moradia para outros segmentos (FIX, 2011, p. 139). O anúncio do Programa Minha Casa, Minha Vida (PMCMV) em julho de 2009 possibilita que o setor da

[3] Segundo dados da elaborados pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), apresentado em FIX (2011, p.: 163), entre 2005 e 2008 o incremento da indústria de private equity no segmento construção civil e mercado imobiliário foi da ordem de 13%, ocupando a segunda posição da categoria.

construção civil lidere a alta na BM&FBOVESPA. Nessa retomada de investimentos, se percebe a ampliação na participação de grandes investidores estrangeiros na compra de ações dessas empresas, contando tanto com investidores novos quanto com outros já presentes no mercado imobiliário nacional (FIX, 2011, p. 141). Constata-se ainda que poucos meses após o anúncio do programa, a maior parte das empresas que, na época, estavam listadas na BM&FBOVESPA no segmento Construção de Edificações Residenciais, ampliam o seu mercado para os segmentos contemplados pelo PMCMV, especialmente para o recém criado "segmento econômico"[4].

Duas novas realidade emergem desse contexto recente, no qual a internacionalização via abertura de capitais exige rapidez de produção e o alcance de novos mercados: a primeira é a elevação nas taxas de investimentos dessas empresas, em função principalmente dos recursos obtidos via OPA; a segunda se relacionam com os avanços no processo de securitização imobiliária no Brasil, em especial no aumento no número de emissões dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). Os argumentos e dados apresentados na sequencia evidenciam uma parte das estruturas dos principais investimentos do setor, numa amostragem que inclui três grandes incorporadoras nacionais que abrem capital no período: Gafisa, Cyrela e MRV Engenharia. As análises do que consistiu esses investimentos servem para entender como vem se estruturando a securitização imobiliária no brasil, e contribui para uma questão levantada no trabalho: a que ponto a terra urbana tem contribuído para alavancagem do sistema bancário nacional?

## DIMENSÃO DO INVESTIMENTO NO SETOR DE EDIFIÇÕES APÓS AS IPO'S

Para se discutir de forma agregada os investimentos dos setor de edificações nos últimos anos é preciso antes de tudo recuperar algumas peculiaridades referentes à firma imobiliária. Farah (1996) ao analisar as possibilidades de industrialização da construção no Brasil aponta que a possibilidade de ganhos "externos" à construção desviariam os esforços em direção à eficiência produtiva, pois "desestimulariam" que fossem incorporados progresso técnico e organizacional de forma autônoma por essas empresas. A apropriação privada da terra se constituiria como uma das principais formas de ganhos externos à atividade imobiliária, isso por que o terreno, na verdade o preço para adquiri-lo, representa um parcela do custo da edificação que não pode ser, a rigor, mensurável. Na visão da autora, investimentos em inovações que garantissem ganhos de produtividade para a firma não seriam prioridade, na medida em que a condição inerente de incerteza em relação ao futuro estimularia que a concorrência entre as firmas imobiliárias se concentrasse na aquisição dos melhores terrenos da cidade.

Em termos Keynesianos, podemos considerar que incerteza no longo prazo influencia fortemente as decisões de investimento no setor edificações, principalmente em função da imprevisível possibilidade de valorização dos terrenos urbanos, que, da mesma forma que em outros setores da indústria, é influenciada pelo estado de confiança dos agentes e por convenções tacitamente estabelecidas. Nesse caso, a compra do terreno pela firma pode ser associada a uma decisão de investimento de longo prazo, na medida em que incorpora a expectativa de valorização deste em áreas que a sociedade convenciona serem as melhores, o que por sua vez influencia na Renda Esperada sobre aquele investimento.

[4] Esse segmento corresponde a imóveis com valores de R$ 200 mil a 250 mil reais e são destinados à famílias com renda mensal entre três e dez SM, simbolizando o que Shimbo (2010, p. 24) classifica como habitação social de mercado.

Sob diferentes classificações, autores como Ribeiro (1997), Herman & Haddad (2005) e Abramo (2007), indiretamente, contribuem para contextualizar as considerações de Keynes sobre estado de confiança e expectativa de longo prazo em relação à decisão de investimento no setor imobiliário. Ribeiro (1997) ao discutir as transformações do setor de edificações no Rio de Janeiro e os seus consequentes rebatimentos para a forma urbana da cidade, se utilizar do conceito de "Efeitos Úteis de Aglomeração", numa analogia com as teorias da organização industrial para explicar a não uniformidade da valorização da terra urbana em uma mesma cidade. Para o autor, é preciso considerar que normalmente o preço da terra urbana no mercado imobiliário é composto por elementos objetivos, como a qualidade da infraestrutura urbana disponível, mas também por elementos subjetivos que como a paisagem natural ou as sociabilidades inerentes a um bairro por exemplo. Esses efeitos influenciariam na formação de rendas diferencias sobre aquela terra influenciando tanto na decisão de compra do terreno pelos incorporadores, quanto na decisão de venda dos mesmos pelos proprietários. As considerações de Ribeiro (1997) se assemelham às de Herman & Haddad (2005), mas nesse caso os autores pressupõe que a noção de consumo precisa ser requalificada quando diz respeito a decisões espaciais. Isso por que um parcela significativa da satisfação, positiva ou negativa, dos indivíduos que consomem um imóvel dependeria de características específicas de cada localização, características essas que são classificadas como "Amenidades Urbanas".

Por último, Abramo (2007) é um autor que analisa mais profundamente o processo de decisão do investimento na edificação, principalmente a partir do consumidor mas que indiretamente acaba influenciando sobre as expectativas de longo prazo do capitalista, numa situação classifica pelo autor como "Convenção Urbana". Para o autor, a decisão de localização deveria ser entendido como um componente das estratégias de maximização da função de produção familiar, ou seja, como uma forma de incremento das "suas dotações iniciais de recurso" (ABRAMO, 2007, p. 19). Quando o autor utiliza o termo Dotação Inicial de Recurso, ele se refere à escolha pela localização residencial por parte das famílias como uma escolha de investimento no espaço, no qual estaria presente uma tentativa de aumentar o superávit familiar, traduzido como a tentativa de manutenção do casamento ou a aplicação em capital humano (filhos), por exemplo. Dessa forma, a escolha de localização como um investimento, pressupõe que, com o tempo, os recursos familiares seriam modificados e o espaço passaria então a ser entendido como um objeto de investimento para os participantes do mercado de localização.

Porém, como qualquer outro investimento, nas escolhas residenciais também haveria algum grau de especulação, sendo incluída dentro do conceito de racionalidade estratégica, no qual esses indivíduos seriam levados a conjecturar sobre as escolhas de outros participantes do mercado. Tal clima de conjectura, levaria à instauração de uma dúvida geral sobre as expectativas dos participantes do mercado residencial, o que faria as escolhas por localização ocorrerem em uma ambiente de incerteza urbana radical. Dessa maneira, se faria necessário a compreensão da escolha residencial das famílias como possuindo a capacidade de se tornar uma "decisão crucial urbana", o que seria capaz de deflagrar um imprevisto processo de migração generalizada.

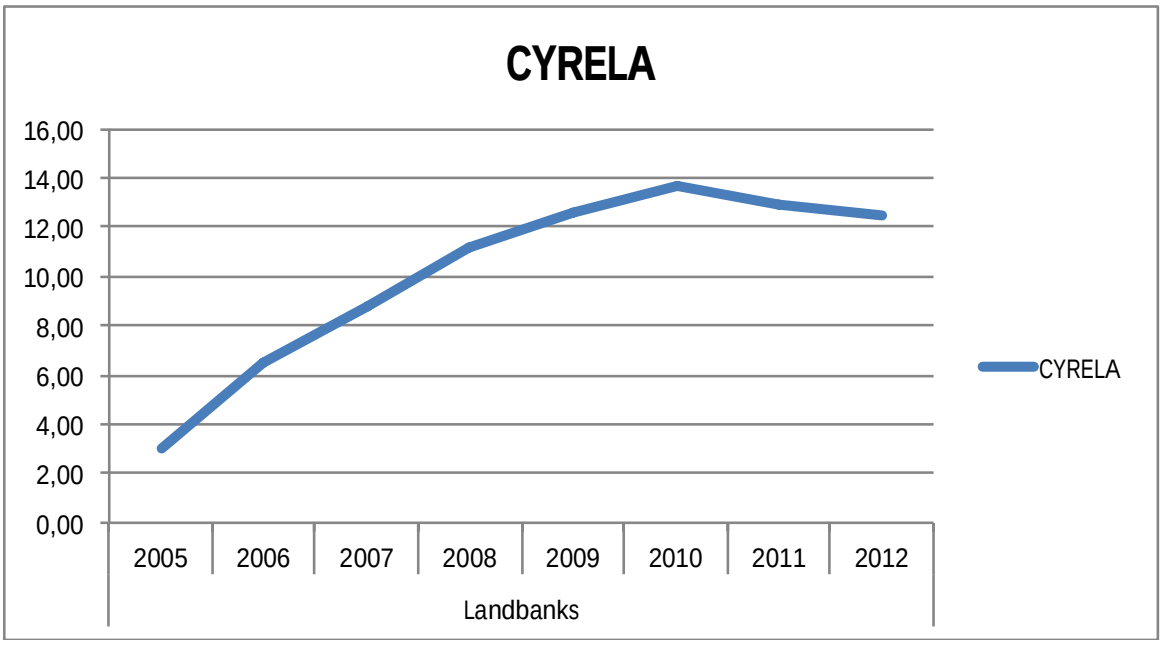
As três formas de interpretar o processo de decisão de investimento no setor imobiliário servem acima de tudo para analisar o que fundamenta as convenções que a sociedade estabelece sobre o futuro de áreas específicas da cidade, e que servem como termômetro aos capitalistas para conjecturarem sobre a demanda efetiva de um investimento. E é sob esse aspecto que se deve pensar na corrida pela formação de bancos de terrenos, pelas incorporadoras que abrem capital na BM&FBOVESPA a partir de 2007. Os *landbanks* como passam a ser classificados os estoques fundiários de empresas incorporadoras de capital

abertos, funcionam na verdade como base para a criação de capital fictício, uma espécie de promessa de ganhos futuros, antecipando o que poderá ser construído nos terrenos adquiridos (FIX, 2011 p. 195), e se tornando um dos principais destinos dos recursos captados com a venda das ações.

Em levantamentos de campo realizado nos prospectos de lançamento apresentados na BM&FBOVESPA no momento em que realizam suas primeiras IPO's, Gafisa, Cyrela e MRV engenharia destinam uma parcela nunca inferior a 40% do total dos recursos obtidos com a venda de ações para a formação da *landbanks*. Além dos *landbanks*, as incorporadoras de capital aberto agregam à base de criação de capital fictício para assegurar ganhos futuros, expectativas de faturamento dos empreendimentos já utilizados na estrutura interna da empresa antes da abertura de capital. Com isso, o Valor Geral de Venda (VGV) dos empreendimentos, que equivale ao total de unidades potenciais de lançamento, multiplicado pelo preço médio de venda estimado da unidade (SHIMBO, 2010 p. 131), combinado com os *landbanks*, se converte no principal parâmetro do desempenho operacional das incorporadoras do setor de edificações que abrem capital naquele momento.

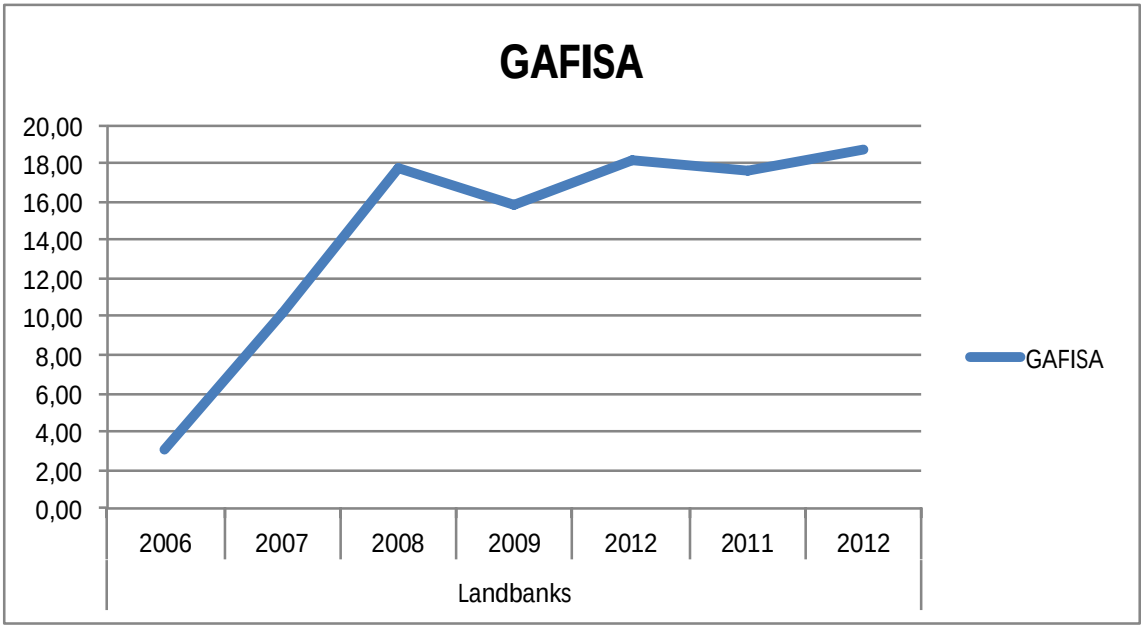
Os dados abaixo trazem informações sobre o crescimento do *landbanks* dessas empresas a partir de 2005. Entretanto os dados, obtidos em exames dos relatórios trimestrais das incorporadoras MRV engenharia e da Gafisa (gráfico 01 e 02), fazem referência à expectativa de ganho com o VGV dos empreendimentos a partir dos terrenos disponíveis e por conta disso os valores apresentados para o *landbanks* estão em bilhões de reais, com exceção da Cyrela onde os dados obtidos nos mesmo relatórios são apresentados em milhões metros quadrados. O importante sobre esses dados é apresentar o crescimento dos investimentos em aquisição de terrenos, corroborando com a discussão apresentada anteriormente.

Gráfico 1: Taxa de investimento em *landbanks* da Cyrela a partir de 2005 (Valores milhões de metros quadrados – IPO em 2005).



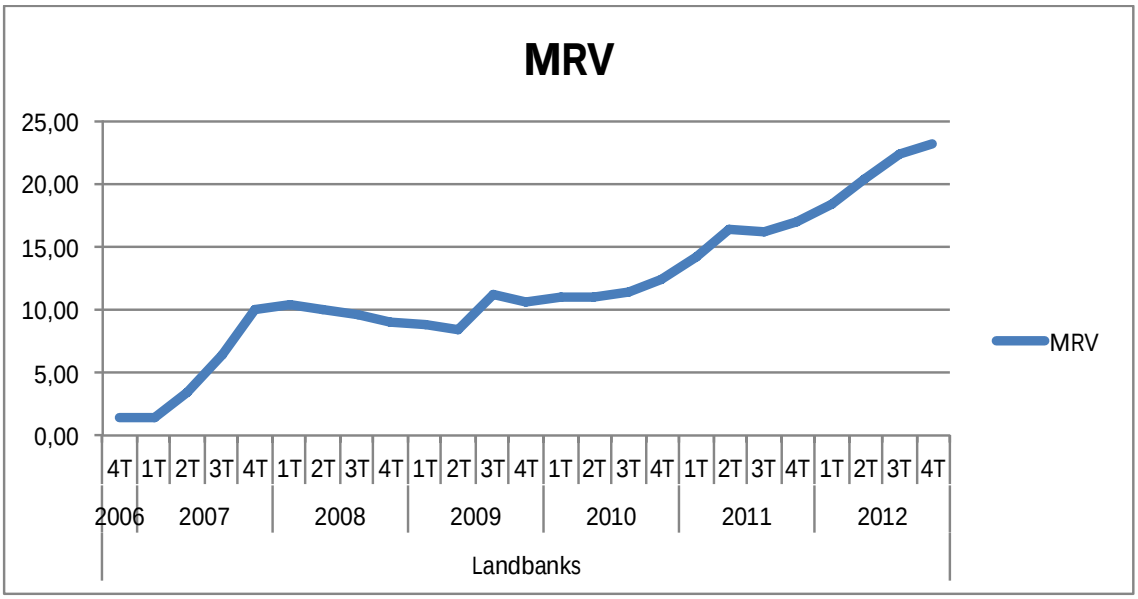

Fonte: Relatórios Trimestrais Cyrela. Elaboração: Ventura Neto (2013)

Gráfico 2: Taxa de investimento em *landbanks* da GAFISA a partir de 2006 (Valores bilhões de reais – IPO em 2007 e 2010).




Fonte: Relatórios Trimestrais GAFISA. Elaboração: Ventura Neto (2013)

Gráfico 3: Taxa de investimento em *landbanks* da MRV Engenharia a partir de 2006 (Valores bilhões de reais – IPO em 2007).




Fonte: Relatórios Trimestrais MRV Engenharia. Elaboração: Ventura Neto (2013)

Essa combinação entre *landbanks* e "VGV-Virtual" serviu principalmente para, após a OPA, fazer parecer que as empresas que abriram capital fossem maiores do que efetivamente eram, garantindo que essas aumentassem em "até oito vezes quando lidas pela sua capacidade de investimento" (ROCHA LIMA JR., 2008 p. 4). De fato, o que ocorre é um deslocamento maciço dos recursos líquidos captados via OPA para a compra de terrenos com o intuito de apresentar um "VGV-Virtual" que correspondesse às expectativas dos acionistas. O VGV não se converte em receita de imediato. A receita só efetiva-se quando há mercado, e num quadro que se agrava quando o empreendimento encontra seu mercado competitivo, já que VGV é fundamental no ato de precificar o ativo que está sendo negociado naquele mercado, ou seja, atribuir um preço às ações das incorporadoras nacionais de capital aberto.

É conveniente lembrar que Keynes (1937 p. 127) entende a recorrência a convenções sociais por parte dos capitalistas, como um método no qual este agente se apoia para tomar uma decisão mas que se estrutura na suposição de uma continuidade na situação existente dos negócios por tempo indeterminado, ou, até o ponto em que ainda seja possível confiar na continuação do raciocínio. Em função disso, os investimentos tornam-se efetivamente seguros somente em períodos curtos ou por conta da sucessão de períodos curtos mas que ainda se mantêm guiados pela continuidade do raciocínio vigente, sendo o investimento mais prudente aquele em que o capitalista tenha oportunidades de rever suas decisões e modificá-los na medida em que não é mais possível confiar naquele raciocínio.

Logo, apesar de racional, tendo em vista as características da firma imobiliária brasileira como mostrou Farah (1996), a formação de *landbanks* é quase um paradoxo sob o ponto de vista das considerações sobre decisão de investimento da teoria Keynesiana. Isso por que podemos concluir que a terra, seja ela urbana ou não, por ser um bem que possui elasticidade de produção zero, ou desprezível, um custo de manutenção elevado e um prêmio de liquidez reduzido, não permitiria ao agente a revisão de sua decisão num curto prazo caso houvesse uma mudança no raciocínio e na convenção vigente. Por outro lado, algumas condições

institucionais no Brasil, em que o controle sobre o preço da terra urbana por parte do Estado é praticamente inexistente e a possibilidade de securitização desse ativo é possibilitada por meio das normativas e instrumentos incluídos no SFI, podem ter contribuído para que a decisão de investimento em *landbanks* possa efetivamente ter sido positiva, na medida em que potencializa a elevação do rendimento desse bem no longo prazo, seja via aluguel, comercialização ou mesmo securitização futura.

Especificamente a securitização do ativo imobiliário asseguraria ainda mais os ganhos com essa forma de investimento, pois a possível consolidação de um mercado secundário de hipotecas no Brasil ampliaria o mercado para grande incorporadora, esta poderia lançar os empreendimentos com poupanças iniciais bastante reduzidas e com isso não só ampliar o volume da dívida a ser securitizada como também atrair público consumidor. É possível supor então que a vantagem competitiva, caso se estruture um mercado secundário de hipotecas no Brasil, pertenceria àquelas empresas que possuíssem os melhores terrenos, explicando então um dos motivos pelo qual o investimento na formação de *landbanks* no Brasil pode se viabilizar a longo prazo.

Contudo, a securitização imobiliária no Brasil enfrenta limites estruturais provavelmente em decorrência às características do sociedade brasileira e ao modo como a financeirização do setor de edificações tem ocorrido, cuja possibilidade de um mercado secundário de hipotecas semelhante ao mercado norte-americano não parece algo factível (FIX, 2011). De todo modo, atualmente o setor de edificações tem presenciado o aumento na emissão de CRI's o que pode indicar não só um dos caminhos encontrados para avançar na formação de um mercado secundários de títulos imobiliário securitizados, como também uma inovação do sistema bancário para ampliar a alavancagem.

Minsky (2010) é um dos autores que discute a necessidade de se observar atentamente o movimento de alavancagem bancária, entendida como a proporção entre bens e patrimônio acionário, ou o uso do dinheiro alheio na aquisição bens (MINSKY, 2010 p. 321). A possibilidade de trabalhar alavancado amplia o ritmo de crescimento dos bancos, se tornando uma das principais estratégia dos mesmos para valorizar o seu capital, mesmo que intensifique a tendência à instabilidade do próprio sistema bancário que automaticamente resvala para o sistema econômico como um todo. Haveria então a necessidade e, ao mesmo tempo, uma dificuldade de implantar barreiras eficazes à expansão bancária baseados na alavancagem, tendo em vista a capacidade de inovar que os bancos possuem. É por conta disso que Minsky (2010) argumenta a favor de intervenções sobre o sistema bancário que estabeleçam limites às proporções de alavancagem permissíveis e conter o crescimento do patrimônio acionário dos bancos a uma taxa que seja compatível com o crescimento econômico não inflacionário.

No caso brasileiro as inovações financeiras relacionadas com a securitização do imobiliário, como os CRIS's, podem estar servindo para ampliar a alavancagem, assim como as hipotecas imobiliárias no sistema bancário estadunidense, na medida em que "libera" o banco de parcelas das reservas compulsórias do SBPE instituídas pelo CMN, permitindo direcioná-las para aplicações mais rentáveis, ao mesmo tempo que interage com interesses das grandes incorporadoras nacionais de capital aberto, pois permite que haja uma redução na porcentagem de poupança inicial necessária pelo cliente para adquirir um imóvel na planta. Logo, em ambos os casos atende aos interesses de valorização do capital desses agentes, seja através da ampliação da alavancagem ou seja através da redução do montante de poupança necessário para adquirir um imóvel na planta, num processo que pode ser melhor avaliado por meio de uma análise da evolução da securitização no setor de edificações no Brasil, agregada

a uma análise do processo de emissão desse título, sendo que o tem se assistido não é a presença do Estado para controlar esse processo e sim o contrário.

## EVOLUÇÃO DA SECURITIZAÇÃO NO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO

Algumas das mudanças que o SFI promove no cômputo do crédito imobiliário como forma de consolidar um mercado secundário de hipotecas no Brasil, são instrumentos elaborados unicamente para esse fim, como: os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), as Células de Crédito Imobiliário (CCI), e as Letras de Crédito Imobiliário (LCI). O SFI introduz também um novo veiculo legal denominado de Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários, que seriam sociedades com o propósito de fazer a securitização dos recebíveis imobiliário a partir da emissão dos CRI. Na definição do SFI, os CRI são classificados como "um título de crédito nominativo de livre negociação lastreado em créditos imobiliários e que constitui promessa de pagamento em dinheiro" (ROYER, 2009, p. 100), mas na prática possuem a função de tornar possível a securitização do ativo imobiliário, se assemelhando ao *mortgage backed securities* (MBS) estadunidense (FIX, 2011, p. 130).

De fato, o CRI assume um papel relevante nesse novo momento de recuperação do setor de imobiliário nacional, visto que sua interação com os recebíveis imobiliários de um determinado empreendimento possibilita que o incorporador transfira a dívida com o cliente para outro agente financeiro, num ciclo que encurta de forma significativa o período de retorno de capital para a empresa construtora, fazendo com que, em tese, esta não dependa diretamente do pagamento do mutuário para "tocar" a obra (VOLOCHKO, 2007).

Cabe destacar que os recebíveis imobiliários se convertem nas CCI que, na definição do SFI, é um "título executivo extrajudicial que representa direitos de créditos imobiliários com fluxos de pagamento parcelados" (ROYER, 2009, p. 100), ou seja, representam os pagamentos realizados pelo mutuário para a construtora durante a construção da obra. Ao surgir a figura do CCI, esses pagamentos se convertem em um título que pode ser facilmente negociável no sistema financeiro, se convertendo em "moeda de troca" entre o agente financeiro e o agente imobiliário.

Por meio da emissão dos CRI se tornaria possível, então, converter uma unidade imobiliária ainda em execução num título de livre negociação no mercado financeiro, sendo que nele haveria um rendimento atrelado que corresponderia ao pagamento das parcelas correspondentes àquela unidade pelo mutuário. Por meio disso, esperava-se a estruturação de um processo que permitiria tanto o surgimento de um mercado secundário de letras hipotecárias no país, quanto a captação de uma volumosa fonte de recursos pelos agentes do setor imobiliário (BOTELHO, 2007, p. 179).

No entanto, ao analisar a interação entre capital financeiro e capital imobiliário através dos instrumentos de securitização presentes no SFI, verifica-se que até o ano de 2004, as emissões de CRI, por exemplo, não haviam ultrapassado o patamar de um bilhão de reais (fig. 01). Ou seja, mesmo que o governo FHC tenha criado as bases e um novo desenho para o sistema de financiamento imobiliário no Brasil; até 2005, os instrumentos surgidos com o SFI em 1997 não eram suficientes para consolidar uma aproximação efetiva entre capital financeiro e setor imobiliário, e menos ainda a securitização dos ativos imobiliários na escala que previa a concepção original do sistema.

Algumas razões são apontadas por entidades de classe do setor financeiro como a razão para o baixo interesse de investidores e de agentes financeiros no setor imobiliário naquele

momento, destacando-se a baixa segurança jurídica nos futuros investimentos e a alta carga tributária que incidia sobre o setor da construção civil e também sobre operações financeiras relacionadas com setor imobiliário.

Com a diminuição das taxas de juros a partir dos anos 2000, a concessão de créditos imobiliários volta a ser encarada como uma atividade lucrativa e promissora (SHIMBO, 2010, p. 88), o que formava um cenário próspero para o setor imobiliário como um todo. Para dar garantia a esse cenário, o governo Lula (2005-2010) propõe novos instrumentos e normativas que são incluídas na Política Nacional de Habitação (PNH) para estimular um sistema de captação de recursos direcionado para a produção de Habitação de Mercado, aproveitando as bases criadas pelo SFI em 1997.

No que diz respeito às medidas legais criadas nesse momento, os agentes do setor reclamavam por um instrumento que garantisse o pleno cumprimento das "leis, normas operacionais e contratos, que pudessem enquadrar o risco jurídico como mínimo e previamente mensurável, especialmente no caso da retomada das garantias reais" (SHIMBO, 2010, p. 88); e em relação às adequações de ordem tributária, demandava-se a elaboração de um instrumento que permitisse a desoneração das operações do setor financeiro no setor imobiliário. O resultado dessa pressão foi a introdução da alienação fiduciária de bem imóvel no Código Civil, juntamente com duas leis: a n. 10.931, de 2004 (conhecida como Lei de Patrimônio de Afetação) e a n. 11.196, de 2005.

Vale lembrar que antes das medidas jurídicas, o Governo Federal, na figura do CMN já vinha instituindo algumas normativas para ampliar os recursos financeiros para o setor imobiliário desde 2001, almejando um ganho de espaço dos CRI no mercado de capitais nacional (ROYER, 2009, p. 124). Sistematicamente, as normativas do CMN permitem que seguradoras, sociedades de capitalização, entidades abertas de previdência complementar e entidades fechadas de previdência complementar apliquem, em alguns casos, até 80% dos seus recursos em CRI. Essas resoluções garantem também que os CRI's recebam recursos oriundos do SBPE, pois determinam que 10% do valor obrigatoriamente reservado para o financiamento habitacional seja composto por esses títulos. Para completar o esforço que permitiria o fortalecimento dos CRI's, também em 2001, o CCFGTS autoriza a aquisição de CRI's com recursos do FGTS, desde que esses fossem lastreados em financiamentos para empreendimentos habitacionais em fase de produção ou planta. Percebe-se então que, mesmo norteados pelo SFI, cuja em sua concepção inicial, se constituiria como um sistema de financiamento imobiliário autônomo, e independente de uma fonte de recursos própria, a liquidez necessária para ativar uma nova aproximação entre capital financeiro e capital imobiliário, nesse momento, demanda recursos outrora acumulados pelo FGTS e SBPE (FIX, 2011, p. 132), que permanecem sendo captados via SFH.

A criação e o aperfeiçoamento de mecanismos de securitização imobiliária como os CRI's, "modifica a forma jurídica da propriedade imobiliária e, consequentemente, as modalidades de apropriação da renda da terra" (FIX, 2011, p. 181) e na medida em que vai sendo ajustado, "consegue libertar os imóveis para a circulação do capital portador de juros e vincular os mercados de terra e imóveis, os usos do solo, e a organização espacial a um processo geral de circulação de capital" (FIX, 2011, p. 181) que, segundo Harvey tende a se desenvolver de forma específica, ou não, em cada formação social.

Por outro lado, um aspecto que unifica discussão sobre securitização imobiliária é que, seja esta realizada através de CRI's como no caso brasileiro, ou seja por meio das hipotecas como no caso estadunidense, ambas tratam-se fundamentalmente de um contrato de empréstimo,

comprometendo o contratante de fazer pagamentos ao banco, gerando dois fluxos: um inicial que parte do banco (empréstimo) e um segundo posterior ao banco (repagamento). Essa dinâmica é o permite que os empréstimos bancários assumam posições distintas a depender do modo como esses fluxos são administrados nessa relação contratual entre cliente e banco. Minsky (2010) cita as três posições que um empréstimo pode assumir no sistema bancário: Hedge, Especulativo e Ponzi; em grande parte a diferença entre os três está no modo como se dá a valorização dos empréstimos, ou seja, em que base estão assentadas os pagamentos aos detentores daquelas dívidas.

O autor faz uso dessa diferenciação para indicar o quanto o sistema bancário tende à instabilidade, esta, por sua vez emerge dos próprios empréstimos oferecidos por banqueiros e é o que conforma o que o mesmo classifica como "fragilidade-robustez" de uma estrutura financeira (MINSK, 2012 p. 319). Isso se deve ao fato de, num mercado financeiro estruturado para a negociação de empréstimos, estes podem assumir diferentes posições a depender da avaliação realizada pelos agentes financeiros, logo, um empréstimo que originalmente assume uma forma Hedge, onde a remuneração ocorre em função de pagamentos periódicos com a função de amortizar uma determinada dívida, pode assumir a posição Especulativa, onde a remuneração da dívida se dá em função de análises no fluxo de caixa, ou seja, no desempenho operacional de uma empresa, ou mesmo uma posição Ponzi onde bens são dados como garantia dos empréstimos e sua valorização depende de avaliações externas que indiquem o valor esperado dos bens que são penhorados.

No que diz respeito ao ritmo recente da securitização no setor de edificações no Brasil, é possível visualizar (Fig. 01, 02 e 03), respectivamente, a evolução na emissão de CRI no Brasil, a participação acumulada no Montante de Emissões por Securitizadora Imobiliária e a porcentagem da composição do Montante emitido no ano de 2012 por Classe de Investidor.

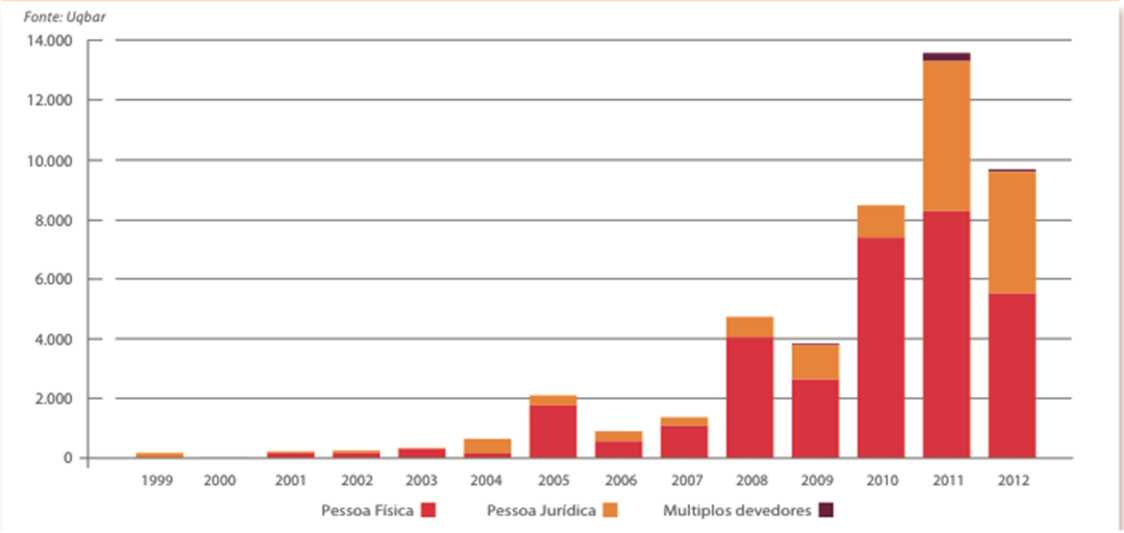



Figura 01 – Crescimento na emissão de CRI's no Brasil. Fonte: UQBAR (2012).

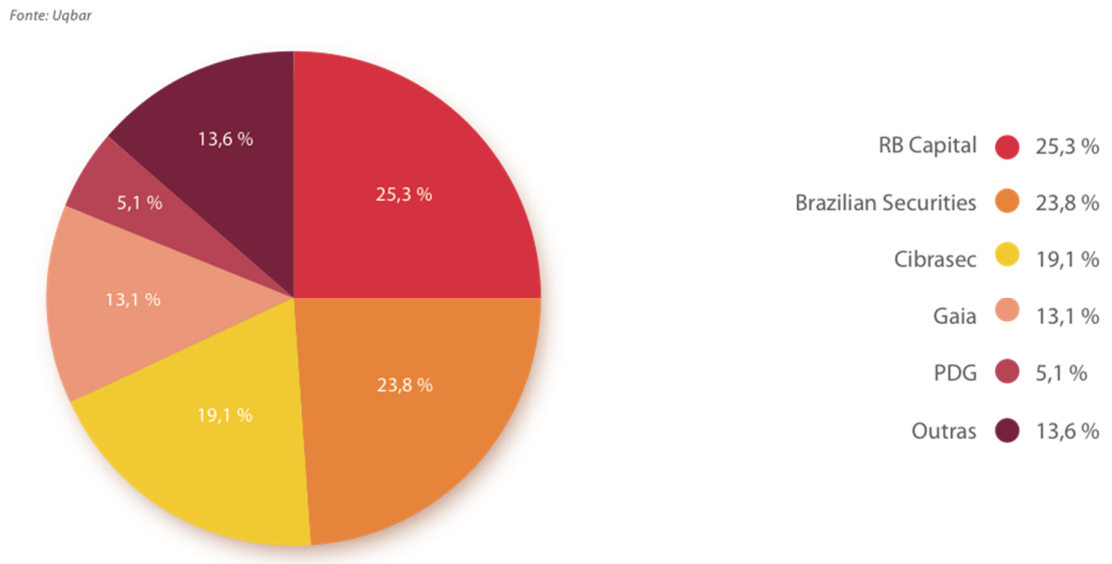



Figura 02 – Participação acumulada no Montante de Emissões por Securitizadora Imobiliária. Fonte: UQBAR (2012).

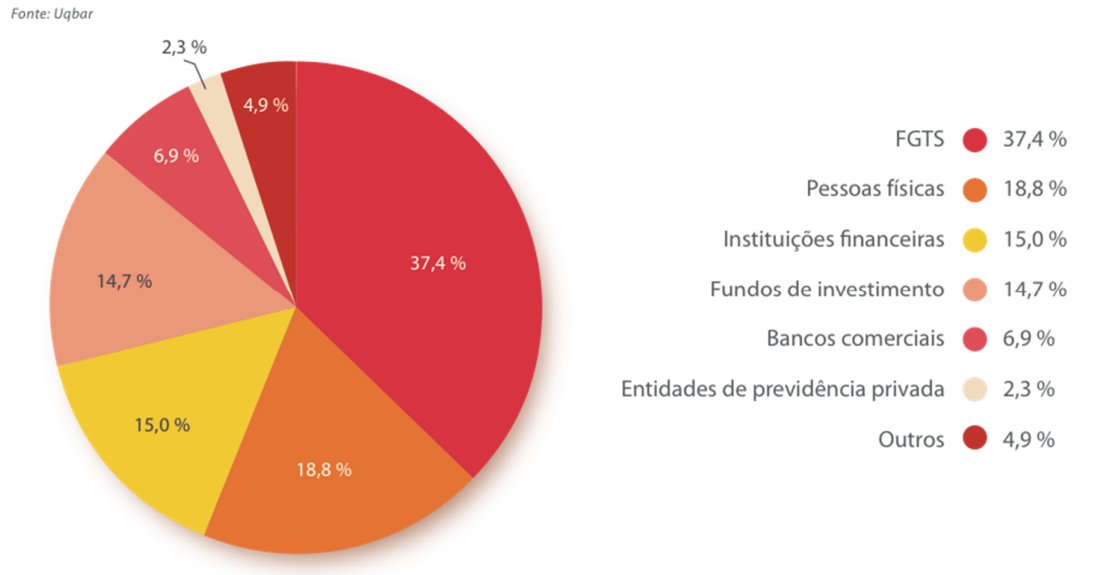



Figura 03 – Porcentagem da composição do Montante emitido no ano de 2012 por Classe de Investidor. Fonte: UQBAR (2012).

Numa análise mais detida sobre as figuras 01 e 03, percebe-se que há um forte crescimento na emissão de CRI pelo mercado financeiro a partir de 2008, que no ano de 2011 atinge a marca histórica de aproximadamente R$14 bilhões. Contudo, um segundo elemento chama atenção no gráfico no ano de 2012, pois, mesmo havendo uma redução no volume de emissões em relação ao ano anterior, estas passam a ter pessoas físicas como devedores principais, sendo

quase dois terços desses títulos com vencimentos entre 10 e 20 anos (UQBAR, 2013). Esse dado pode indicar um aumento de financiamentos imobiliários de longo prazo na composição dos CRI's emitidos em 2012, o que por sua vez pode estar relacionado com a entrega de empreendimentos do PMCMV cujo financiamento ao mutuário faz uso de recursos do FGTS, justificando esses recursos comporem 37,4% do montante do ano 2012. O aumento de CRI's lastreados em dívidas com prazo entre 10 e 20 anos, juntamente com a prevalência de devedores do tipo pessoas físicas, pode indicar que a parcela final dos empreendimentos (conhecida como chaves) também estão passando a compor as carteiras de recebíveis negociadas entre bancos e companhias securitizadoras.

O detalhamento do processo de emissão de um CRI evidencia como ocorre a articulação entre: o sistema financeiro (especialmente bancos que se tornam adquirentes das CCI), grandes investidores institucionais (investidores pessoa física ou jurídica que adquirem o CRI da securitizadora e passam a receber as parcelas relacionas às CCI que compõem o CRI), o setor imobiliário (incorporadoras que recebem o financiamento imobiliário do banco em troca das CCI do empreendimento) e, de forma indireta, o Estado que através da regulação e da institucionalização da securitização desse instrumento, assume, como aponta Paiva (2007, p. 141), "o papel de viabilizador de interesses privados sobre os ativos imobiliários e de sancionador de lucros no circuito imobiliário".

Podemos considerar que a emissão de um CRI tem início com a originação de novos créditos[5] imobiliários ou da utilização de créditos existentes por incorporadoras, classificadas como Células de Crédito Imobiliário (CCI), de modo a compor um portfólio de Recebíveis Imobiliários, que, em seguida, são apresentados para o agente financiador, geralmente um banco múltiplo que possui uma linha de crédito imobiliário via SFH. Em seguida, esse portfólio é analisado por uma empresa independente que verifica critérios, como o tipo do imóvel, valor máximo do crédito, relação dívida/valor do imóvel, capacidade de pagamento do adquirente; ao ser aprovado a incorporadora recebe o valor solicitado, ao longo da obra e não de imediato, em troca da transferência dos CCI para o banco.

De posse das dívidas, o banco as repassa para uma companhia de securitização imobiliária que se torna o ambiente onde a securitização desse ativo ocorre, ou seja, somente nesse momento surge o CRI, que, em seguida, é repassado para um investidor que vai indiretamente receber as prestações pagas pelo mutuário à incorporadora, normalmente convertida numa "gestora" dos recebíveis. Ao final do processo, essas parcelas se constituem um fluxo contínuo de recebimento de capital para esses investidores, ou seja, investimento do tipo renda fixa, sendo reajustadas mensalmente através de um indexador como o IGP-M ou o INCC, ou em alguns casos mais recentes que apresentam prazo de retorno entre 10 e 20 anos, e cujo devedor é do tipo pessoa física, verificamos que a remuneração aos investidores ocorre semestralmente e é composta por juros à taxa de 107% a.a da taxa DI capitalizada diariamente (dias úteis), calculados de forma exponencial e cumulativa *pro rata temporis*. a depender de caso a caso.

A figura 04 mostra a estrutura básica de uma securitização de recebíveis imobiliários, muito embora, para cada emissão normalmente se constituía um arranjo específico entre os agentes. Como mostra Vendrossi (2002, p. 44), o processo inicia com a originação de créditos imobiliário através de transações de aquisição de um imóvel (1); em seguida (2), o

[5] O termo Originação de Novos Créditos deve ser entendido como a comercialização de um unidade imobiliária "na planta" que garanta um recebimento de parcelas previamente determinadas em contrato por um espaço de tempo.

**Originador** cede/transfere seus créditos/recebíveis para uma SPE, o que normalmente corresponde ao próprio empreendimento, já que após a lei do Patrimônio de Afetação, cada empreendimento precisa se constituir como uma entidade única e desafetada da incorporadora, e recebe, o **Originador** os recursos pela venda. Em seguida (3), a SPE emite uma série de títulos de investimento lastreados nos recebíveis de sua propriedade, cujas características em termos de prazo de pagamento são equivalentes às dos recebíveis, contratando, para isso, um **Colocador** para distribuir estes títulos junto ao mercado investidor. Por sua vez, o **Colocador** distribui os títulos junto aos **investidores** e remete os recursos provenientes da venda à SPE. Periodicamente, (5) os **Adquirentes** (compradores do imóvel) pagam juros e as parcelas do imóvel à incorporadora que, ao final do processo, se torna o **Gestor** de todo o processo, que, por sua vez, remete os recursos (6) dos **Adquirentes** e aos **Investidores.**

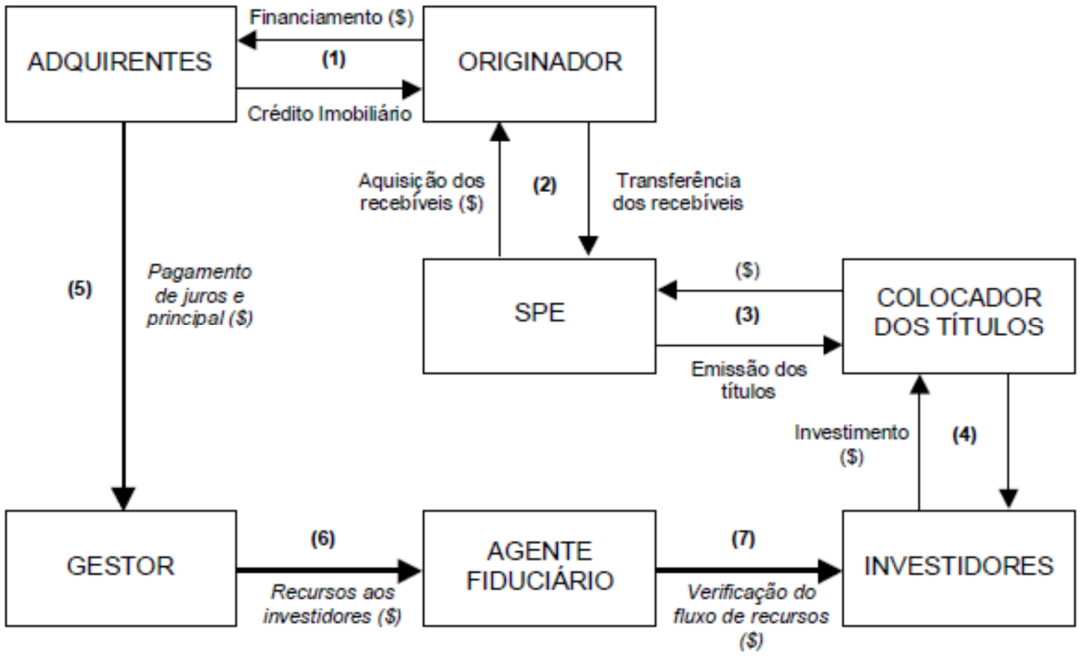



Figura 04 – Estrutura básica de emissão de um CRI. Fonte: VENDROSSI (2002).

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao refletirmos sobre o momentos atual de financeirização do setor de edificações no Brasil percebe-se dois movimentos, aparentemente, complementares: a acelerada compra de terrenos pelas principais incorporadoras a partir do momento em que estas abrem capital, num movimento especulativo que combina a propriedade da terra (*landbanks*) com expectativas de ganhos futuros com venda dos imóveis; e um movimento recente de evolução e aumento no volume emitido de CRI's, ampliando a liquidez dos investimentos imobiliários, para a grandes incorporadoras de capital aberto, ao mesmo tempo que se constituiria numa inovação financeira capaz de elevar a alavancagem do sistema bancário nacional.

Como mostrou Minsky (2010), a alavancagem bancária pode fazer uso das mudanças de posição que os empréstimo assumem, mesmo que o sistema como um todo se torne mais

especulativo e mais instável. Quando se relacionam com financiamentos imobiliários, seja de curto ou de longo prazo, a capacidade de fazer tais mudanças de posição, entre Hedge, Especulativa e Ponzi, depende diretamente da consolidação de instrumentos financeiros mas também jurídicos que validem esse processo. No Brasil isso têm sido possível pelas alterações no âmbito do SFI e em normativas do CMN e do CCFGTS sobre reservas compulsórias do FGTS e do SBPE relacionadas com o SFH, como mostramos anteriormente.

No entanto, possivelmente o fato da remuneração desses papéis, de longo prazo principalmente, ainda estarem atreladas à taxa DI capitalizada diariamente pode indicar que os instrumentos atuais permitam apenas que os financiamentos imobiliário no Brasil assumam a forma Especulativa. A especificidade nesse caso é que, diferente do que coloca Minsky (2010), a valorização dos CRI's não ocorre baseado no desempenho das incorporadoras imobiliárias, como prevê a posição Especulativa, principais originadoras desses créditos, sem conseguir avançar para a forma "Ponzi". Acreditamos que os limites estruturais que bloqueiam esse processo estariam na incapacidade de aplicar avaliações sobre o valor futuro dos imóveis a serem penhorados como garantias da hipotecas.

Argumentamos ao final do trabalho, como hipótese para discussões futuras, que tais limites estariam relacionados com a não implementação de uma Reforma Urbana no Brasil, mesmo que hajam instrumentos disponíveis para isso no Estatuto da Cidade (Lei N° 10.257/2001). Isso por que, ao mesmo tempo que essa lacuna dá margem para que a terra urbana se consolide ainda mais como reserva de valor de elites regionais, incentiva também o seu movimento especulativo, atualmente por parte das grandes incorporadoras de capital aberto, já que estas possuem acesso a capital e conexões com o setor bancário e financeiro que diminui os riscos deste investimento. É bom lembrar entretanto que a alienação fiduciária ao ser ampliada para o bem imóvel, através de normativas incluídas no bojo do SFI, de fato permitiu que os bancos que viabilizam os empréstimos imobiliários recuperem o imóvel em caso de inadimplência do mutuário, possibilitando que, em tese, haja um ganho financeiro para o banco caso este possa revender o imóvel num valor do que fora emprestado incialmente, tendo em vista uma possível valorização do mesmo no mercado.

Contudo, percebe-se que esse fato não tem permitido que os empréstimos imobiliários assumam uma posição "Ponzi" – que é o modo como as hipotecas imobiliárias norte-americanas (modelo utilizado pelas entidades de classes e governo federal na elaboração do SFI) estão estruturadas – tendo em vista que qualquer tentativa de avaliação com vistas a prever o valor futuro de mercado esperado da terra urbana penhorada, acabam esbarrando na realidade sócio-espacial das cidades brasileiras. Uma realidade assentada em estruturas rígidas em que continuamente se legitimam ganhos extraordinários via diferenciais de renda da terra urbana, e onde uma certa "modernização conservadora" implantada com a financeirização recente do setor imobiliário pode estar contribuindo para robustece-las ainda mais.

**REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.**

ABRAMO, P. **Cidade caleidoscópica**: coordenação espacial e convenção urbana. Uma perspectiva heterodoxa para a economia urbana. Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 2007.

BERTASSO, B. F. **Edificações: Impasses Da Modernização No Ciclo De Crescimento Dos Anos 2000**. 2012. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia da UNICAMP, Campinas, 2012.

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

FARAH, M.F.S. **Processo de Trabalho na Construção Habitacional: Tradição e Mudança.** ANNABLUME. São Paulo. 1996.

FIX, M. A. B. **São Paulo cidade global**: fundamentos financeiros de uma miragem. São Paulo: Boitempo, 2007

**___**, M. A. B. **Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil**. 2011. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia da UNICAMP, Campinas, 2011.

HERMAN, B. AND HADDAD, E. (2005). **Muito Alem do Jardim: Mercado Imobiliário e Amenidades Urbanas**, Estudos Econômicos, vol.35, no.2.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

MARICATO, E. O Ministério Das Cidades E a Política Habitacional De Desenvolvimento Urbano**. Políticas Sociais,** v. 12, p. 211-220, 2005.

MINSKY, H. P. **Estabilizando uma economia instável**. São Paulo: Novo Século, 2010.

RIBEIRO, L. C. Q. **Dos cortiços aos condomínios fechados**: as formas de produção da moradia no Rio de Janeiro. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1997.

ROCHA LIMA JR. J. ; GREGÓRIO, C. A. G. Valuation e Investimento nas ações das empresas de Real Estate no Brasil: Cenário do ciclo de captação intensiva 2005-2007. VII SEMINÁRIO INTERNACIONAL LARES. **Anais...** 2008. Disponível em: http://realestate.br. Acesso em jan. 2012.

ROCHA LIMA JR. J. Especulação, Pânico e a Busca de Antídotos. **Carta do NRE-Poli**, n. 13, São Paulo, EPUSP, 2008. Disponível em: <http://realestate.br>. Acesso em: jan. 2012.

ROYER, L. O. **Financeirização da política habitacional**: limites e perspectivas. São Paulo. 2009. 194 f. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo) – FAU-USP, São Paulo, 2009.

RUFINO, M. B. C. **Incorporação da Metrópole**: centralização do capital no imobiliário e nova produção do espaço em Fortaleza. São Paulo. 2012. 334 f. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo) – FAU-USP, São Paulo, 2012.

SHIMBO, L. Z. **Habitação social, habitação de mercado. A confluência entre Estado, empresas construtoras e capital financeiro**. São Carlos. 2010. 361 f. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo) – Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, 2010.

SILVA, Alexsandro Ferreira C. **O Litoral e a Metrópole: dinâmica imobiliária, turismo e expansão urbana na RMN**. Natal. 2010. 420 f. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo) – UFRN. Natal, 2010.

VOLOCHKO, D. **A produção do espaço urbano e as estratégias reprodutivas do capital: negócios imobiliários e financeiros em São Paulo.** São Paulo: Labur Edições, 2007.

**REFERÊNCIA DE RELATÓRIOS DE INCORPORADORAS DE CAPITAL ABERTO**

Cyrela. **Relatório Anual (IAN 2007).** 2007. Disponível em http://www.cvm.br

_____. **Relatório Anual (IAN 2007).** 2006. Disponível em http://www.cvm.br

_____. **Relatório Anual (IAN 2007).** 2005. Disponível em http://www.cvm.br

_____. **Relatório Anual (IAN 2008).** 2008. Disponível em <http://www.cvm.br>

_____. **Relatório Anual (IAN 2009).** 2009. Disponível em <http://www.cvm.br>

_____. **Relatório Anual (IAN 2010).** 2010. Disponível em <http://www.cvm.br>

_____. **Relatório Anual (IAN 2011).** 2011. Disponível em <http://www.cvm.br>

_____. **Relatório Anual (IAN 2012).** 2012. Disponível em <http://www.cvm.br>

_____. **Anúncio de encerramento de distribuição pública primária e secundária de ações ordinárias.** 2007. Disponível em: <http://www.cvm.br>

_____. **Anúncio de encerramento de distribuição pública primária e secundária de ações ordinárias.** 2009. Disponível em: <http://www.cvm.br>

_____. **Prospecto definitivo Certificado de Recebíveis Imobiliários.** 2011. Disponível em: <http://www.cyrela.ri.br>.

GAFISA. **Relatório Anual (IAN 2007).** 2007. Disponível em: <http://www.cvm.br>.

_____.**Relatório Anual (IAN 2008).** 2008. Disponível em: <http://www.cvm.br>

_____.**Relatório Anual (IAN 2009).** 2009. Disponível em: <http://www.cvm.br>

_____.**Relatório Anual (IAN 2010).** 2010. Disponível em: <http://www.cvm.br>

_____.**Relatório Anual (IAN 2011).** 2011. Disponível em: <http://www.cvm.br>

_____.**Relatório Anual (IAN 2012).** 2012. Disponível em: <http://www.cvm.br>.

_____.**Anúncio de encerramento de distribuição pública primária e secundária de ações ordinárias.** 2007. Disponível em: <http://www.cvm.br>.

_____. **Anúncio de encerramento de distribuição pública primária e secundária de ações ordinárias.** 2009. Disponível em: <http://www.cvm.br>.

MRV. **Relatório Anual (IAN 2009).** 2006. Disponível em: <http://www.cvm.br>.

MRV. **Relatório Anual (IAN 2009).** 2007. Disponível em: <http://www.cvm.br>.

MRV. **Relatório Anual (IAN 2009).** 2008. Disponível em: <http://www.cvm.br>.

MRV. **Relatório Anual (IAN 2009).** 2009. Disponível em: <http://www.cvm.br>.

_____. **Relatório Anual (IAN 2010).** 2010. Disponível em: <http://www.cvm.br>.

_____. **Relatório Anual (IAN 2011).** 2011. Disponível em: < http://www.cvm.br>.

_____. **Relatório Anual (IAN 2012).** 2012. Disponível em: <http://www.cvm.br>.

_____. **Anúncio de encerramento de distribuição pública primária e secundária de ações ordinárias.** 2009. Disponível em: <http://www.cvm.br>.