

Financeirização da moradia via fundos de investimento imobiliário em metrópoles brasileiras

Kalinowski, Rafael
Prokopiuk, Mario

Financeirização da moradia via fundos de investimento imobiliário em metrópoles brasileiras

EURE, vol. 49, núm. 148, pp. 1-23, 2023

Pontificia Universidad Católica de Chile

Disponible en: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=19675833010>

DOI: <https://doi.org/10.7764/eure.49.148.10>



Esta obra está bajo una Licencia Creative Commons Atribución-NoComercial 4.0 Internacional.

Otros artículos

Financeirização da moradia via fundos de investimento imobiliário em metrópoles brasileiras

Rafael Kalinoski

Centro Universitário de Tecnologia de Curitiba (UNIFATEC),

Brasil

rafael@kalinoski.rocks

Mario Prokopiuk

Pontifícia Universidade Católica do Paraná (PUCPR), Brasil

mario.p@pucpr.br

EURE, vol. 49, núm. 148, pp. 1-23, 2023

Pontificia Universidad Católica de Chile

Recepción: 02 Marzo 2022

Aprobación: 19 Mayo 2022

DOI: <https://doi.org/10.7764/eure.49.148.10>

Resumo: A financeirização é um conceito extensivamente explorado em teoria, porém nem sempre explicado a partir de base empírica. Por isso, este estudo buscou identificar características e estratégias do avanço dos Fundos de Investimento Imobiliários (FIIs) sobre o segmento residencial em metrópoles brasileiras, sobretudo São Paulo, e entender as relações entre os agentes envolvidos e sua conexão com o conceito de financeirização. Foi realizada pesquisa qualitativa de análise e interpretação de dados sobre oito FIIs do segmento residencial. Os resultados apresentam um padrão de sofisticados arranjos sociotécnicos entre setor financeiro e imobiliário e aportam novos conhecimentos ao estudo dos FIIs a partir de sua recente inserção no segmento residencial. As principais conclusões apontam para: i) um padrão de organização interna que se repete entre os fundos estudados, ii) o fato de que a localização tem papel central em suas estratégias, e iii) para dois discursos mercadológicos divergentes, a ideologia da moradia transitória para o locatário, e a garantia da posse e da renda futura para o investidor.

Palavras-chave: mercado imobiliário, serviços financeiros, reestruturação econômica.

Abstract: *Financialization is a concept extensively explored in theory, though not always explained empirically. Therefore, this study focused on identifying characteristics and strategies of Real Estate Investment Trusts (REITs) advancement in the residential segment within Brazilian metropolises, especially Sao Paulo. It also sought to understand the relationships between the agents involved and their connection to the concept of financialization. We conducted qualitative research to analyze and interpret data on eight REITs in the residential segment. The results show a pattern of sophisticated socio-technical arrangements between the financial and real estate sectors and present novel knowledge about REITs based on their current strategy in the residential segment. The main conclusions show: (i) a pattern of internal organization that repeats among the trusts studied, (ii) the fact that location plays a central role in the trusts' strategies, and (iii) two diverging marketing discourses, the ideology of transitory housing for the lessee, and the guarantee of ownership and future income for the investor.*

Keywords: *real estate market, financial services, economic restructuring.*

Introdução

A financeirização é um conceito extensivamente explorado na teoria, normalmente entendido como a influência crescente de intenções, instituições, mercados e agentes financeiros na operação das economias domésticas e internacional (August, 2020; Epstein, 2005; Fernandez & Aalbers, 2016). No fenômeno urbano, a financeirização representa o reordenamento escalar do processo de urbanização com agentes e interesses locais e globais justapostos no espaço (Sanfelici, 2013b). Entretanto, apesar de teorizada, a financeirização nem sempre é explicada a partir de eventos cotidianos que permitam compreender a conexão entre mecanismos financeiros complexos e o que se vê da cidade desde o nível da rua (Crosby & Henneberry, 2016).

No contexto em que a urbanização é um fenômeno sob a influência do capital portador de juros (Panizzi, 2020; Sanfelici, 2013a), é importante explorar as conexões entre o mercado desterritorializado de capitais e o produto imobiliário, a “célula” do espaço urbano. Em um primeiro momento, a trajetória dos Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) no Brasil foi voltada para lajes corporativas, galpões logísticos e shoppings (Sanfelici, 2013a). O amadurecimento desses segmentos levou os FIIs à exploração do mercado residencial, especialmente de aluguéis, por volta de 2019, momento que parecia ser a saída de uma crise econômica aguda. À época, não era concebível que uma pandemia dificultaria ainda mais a retomada econômica.

A despeito do avanço das ciências sociais na pesquisa sobre financeirização da residência ocupada pelo próprio dono (Fields & Uffer, 2016), a pesquisa ainda não deu conta de entender esse fenômeno no mercado de aluguéis. Os autores também chamam atenção para o fato de que boa parte da pesquisa sobre o assunto foca nos Estados Unidos, e desse contexto expandiram a análise para o eixo EUA-Europa. Permanece, ainda, o desafio de compreender o avanço dos FIIs sobre o aluguel residencial urbano no contexto de capitalismo periférico da América Latina. Neste artigo, investigamos especificamente o caso brasileiro.

Portanto, o objetivo deste artigo é identificar características e estratégias do avanço dos FIIs sobre o segmento residencial do mercado imobiliário e entender as relações entre os agentes envolvidos no processo e sua conexão com o conceito de financeirização. A inclusão do produto imobiliário residencial no rol de atuação dos FIIs adiciona um novo componente aos estudos brasileiros sobre financeirização e denota que se trata de um processo em constante complexificação. Após revisão de literatura das categorias conceituais às quais este artigo oferece contribuições, faz-se uma aproximação empírica por meio da retomada da trajetória dos FIIs no país. Na sequência, relata-se os procedimentos metodológicos do estudo empírico, seguidos dos resultados e das conclusões.

O capital portador de juros no espaço urbano

Em aderência ao entendimento de que a articulação entre o capitalismo e a estrutura do espaço urbano formam um regime urbano (Abramo, 1995), entende-se que a emergência dos FIIs residenciais é mais uma “fase particular” da relação entre o capital portador de juros e o espaço urbano. Se antes os interesses financeiros permeavam o mercado imobiliário por meio do capital investido nas construtoras e incorporadoras, agora adiciona-se a isso a lógica de intermediação do aluguel e da operação do condomínio dentro de uma estrutura de FIIs.

Em um primeiro momento, a pesquisa da financeirização do espaço urbano levantou mais perguntas que respostas. Agora, a soma de novos recortes empíricos começa a indicar o enfrentamento das questões centrais. O entendimento da financeirização da habitação e da importância da habitação para a própria financeirização (Fernandez & Aalbers, 2016) são questões que podem ser teorizadas a partir do estudo da emergência dos FIIs residenciais no Brasil. O processo de financeirização imobiliária mobiliza diferentes escalas, agentes, práticas e institucionalidades na transformação das economias, das empresas e da experimentação quotidiana da cidade (Klink & Souza, 2017). A essa *mobilização* refere-se nesse texto como *engenharia financeira*. Portanto, propõe-se que a engenharia financeira por trás de novas práticas de exploração do espaço pode ser mais bem compreendida e conceituada se abordada como um sistema sociotécnico de mercado imobiliário.

Esses sistemas explicam relações entre infraestruturas urbanas constituídas, atividades econômicas, e estruturas financeiras que contribuem para o seu financiamento. Segundo Halbert (2018), os sistemas sociotécnicos coletam, transferem e distribuem capital em elementos que constituem o ambiente urbano construído. Essa perspectiva de análise permite um debate mais amplo sobre o lugar dos circuitos de financiamento nas dinâmicas socioespaciais e sociopolíticas dos espaços urbanos, e permite compreender a estrutura dos grupos econômicos que, em última instância, produzem o espaço urbano financeirizado. O autor argumenta que o interesse da análise das infraestruturas financeiras e mediações sociotécnicas que contribuem para a sua implementação é duplo para os estudos urbanos, pois explicita sua origem e o seu funcionamento.

Esses sistemas, portanto, conformam em algo mais amplo, ao que se denomina aqui de *novo modelo de governança imobiliária*. Esse novo modelo tem duas características que serão discutidas novamente após os resultados empíricos. A primeira é que o interesse financeiro está intrinsecamente ligado à localização do produto imobiliário no espaço urbano. Por localização, entende-se o conjunto de atributos de infraestrutura urbana, como transportes, ruas e parques, que tornam um recorte urbano preferível a outro para se viver. Os resultados indicarão que os FIIs têm suas estratégias espaciais apoiadas em desenvolver projetos articulados a equipamentos públicos, como

estações de metrô ou importantes avenidas, o que denota estreita relação entre obras financiadas pelo Fundo Público e as estratégias financeiro-imobiliárias. A segunda característica dessa nova governança é que o produto imobiliário assume dois discursos divergentes em sua comercialização. Para o morador, o discurso tenta desconstruir o sonho da casa própria como maior ambição de inserção social. Para o comprador-investidor, a visão de futuro próspero permanece, mas agora apoiada na lógica de ser o detentor de imóveis ou cotas de FIIs como garantia de renda futura.

Também há articulação entre esses novos produtos imobiliários e a legislação urbana municipal. No caso de São Paulo, por exemplo, os Eixos de Estruturação da Transformação Urbana (EETUs) são o cenário de inovações na articulação entre mercado imobiliário e mercado de capitais, denotando que a governança no imobiliário depende tanto de variáveis externas – localização das intervenções e decisões do Poder Público – quanto internas – decisões sobre as peculiaridades de cada FII. Na próxima seção, será explorada a trajetória da instituição dos FIIs no Brasil antes de iniciar a apresentação do estudo empírico.

Da laje comercial ao cubículo residencial de alto padrão

Revisitar a trajetória da instituição dos FIIs no Brasil foi o ponto de partida escolhido para contextualizar como o texto aporta uma leitura brasileira de um fenômeno que já é compreendido no contexto do norte global. O estudo de August (2020), por exemplo, aponta que, no Canadá, o percentual de propriedades controladas por *real estate investment trusts* (REITs, equivalentes aos FIIs no Brasil) é maior em províncias onde não há regulação de aluguéis, ou onde a regulação é fraca. Adicionalmente, o trabalho de Ioannou e Wójcik (2021) aponta que há uma tendência de que estruturas financeiras sejam distribuídas de forma desigual dentro de um mesmo país, o que será verificado no estudo empírico desse trabalho quando constatado que os FIIs residenciais se concentram apenas nas regiões Sudeste e Sul do Brasil, com destaque para a cidade de São Paulo. A novidade do presente artigo consiste no entendimento da recente inserção da instituição dos FIIs em um novo segmento, o mercado residencial de aluguéis.

Os FIIs foram instituídos no Brasil em 1993 após uma década de crise econômica e hiperinflação. No contexto internacional, o pano de fundo era o avanço de políticas de privatização, liberalização do comércio internacional e desregulamentação de transações financeiras internacionais. Naquele momento, a instituição dos FIIs estava em linha com as políticas do governo Collor (1990-1993) devido ao alegado potencial de fortalecer o mercado financeiro brasileiro e atrair investimento estrangeiro (Sanfelici, 2017; Sanfelici & Halbert, 2019).

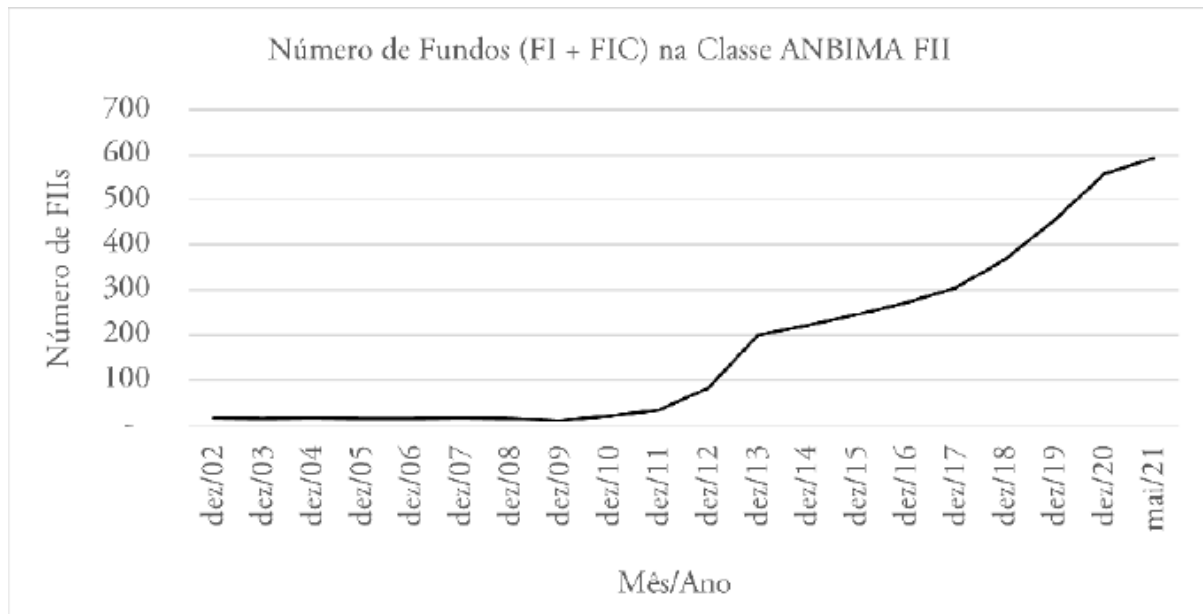
Definidos pela *Comissão de Valores Mobiliários* (CVM) como “uma comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em

empreendimentos imobiliários”, os FIIs possuem uma instituição administradora e uma gestora. A primeira realiza o trabalho burocrático, enquanto a segunda define estratégias e identifica oportunidades de negócios na interface com o mercado imobiliário.

Fundos de investimento podem ser organizados sob forma de condomínio aberto ou fechado. Nos fundos abertos, os cotistas podem solicitar o resgate de seu investimento a qualquer tempo, ao passo que nos fundos fechados precisam esperar o prazo determinado de encerramento. FIIs são sempre constituídos sob forma de condomínio fechado e têm, em sua maioria, duração indeterminada. Entretanto, isso não compromete a liquidez dos investimentos, pois as cotas podem ser negociadas no mercado secundário. São a oferta e a demanda pelos papéis no mercado secundário que determinarão o preço de face das cotas. Para o investidor, o FII é de médio risco, pois o preço das cotas está sujeito às flutuações de negociações em bolsa. Entretanto, os bens e direitos da carteira de um fundo não integram o patrimônio nem do administrador, nem do gestor, dando garantias ao cotista em caso de obrigações e responsabilidades a serem arcadas pelos agentes financeiros.

Depreende-se dessa lógica que os FIIs resolveram o problema da baixa liquidez do mercado imobiliário e possibilitaram sua inserção no mercado de capitais ao transformar o elevado valor unitário do produto imobiliário em papéis de valor solvável. Essa solvabilidade não compromete as estratégias de compra e venda de imóveis definidas pelos gestores, visto que a negociação de cotas em mercado secundário não altera o patrimônio líquido do fundo. Dessa forma, os FIIs possibilitaram a aproximação definitiva entre o mercado imobiliário tradicional e os mercados financeiros em processo de liberalização no último quartil do século XX (Sanfelici, 2017).

Se, nos anos 1990, a presença de Fundos de Pensão em investimentos imobiliários foi crucial para financiar transformações urbanas, sua presença retraiu-se nos anos 2000. Essa retração foi resultado de novas políticas Federais para captar os recursos dos Fundos de Pensão para investimentos em infraestrutura (Santoro & Rolnik, 2017). Embora instituídos em 1993, os FIIs só adquiriram sua maturidade institucional na virada do século, e só passaram a existir em número expressivo nos anos 2010 (Figura 1), depois de forte crescimento do setor da construção civil devido à abundância de capital privado internacional nas ofertas públicas iniciais (IPOs) de ações das construtoras em 2006 e 2007, além da expansão do crédito imobiliário subsidiado pelo Estado a partir de 2009.

**FIGURA 1****Número de FIIs registrados a partir de 2002**

ELABORADO PELOS AUTORES (2021) A PARTIR DE DADOS DA ANBIMA CONSOLIDADOS EM 05/2021

Além dos quantitativos, é importante revisitar a trajetória de regulamentação dos FIIs para compreender a sua atuação ao longo de três décadas de existência (Tabela 1).

tabela 1
Legislação de interesse da pesquisa

LEGISLAÇÃO	RESUMO DE SUA INFLUÊNCIA SOBRE A INSTITUIÇÃO DOS FIIS
Lei 8.668/1993	Institui os FIIs, seu contorno regulatório, e define normas para a comunhão de valores mobiliários destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários. Não delimita a extensão de exploração do mecanismo e afasta a propriedade imobiliária da dimensão espacial tangível da cidade, aproximando-a da dimensão financeira intangível.
Lei 9.779/1999	Altera a Lei anterior e impede que incorporadores instituíam FIIs dos quais sejam o único investidor, impedindo a utilização do fundo apenas para isenção tributária. A brecha foi fechada a partir da determinação de que o FII que aplicar seus recursos em empreendimento imobiliário “que tenha como incorporador, construtor ou sócio, quotista que possua, isoladamente ou em conjunto com pessoa a ele ligada, mais de vinte e cinco por cento das quotas do fundo” está sujeito à tributação aplicável às pessoas jurídicas. Essa Lei aprimorou a instituição dos FIIs ao forçar a diluição das cotas no mercado financeiro.
Lei 11.033/2004	Depois de extensa discussão entre mercado financeiro e Estado, foi alterado o regime tributário dos FIIs em benefício dos investidores. Essa Lei isenta do imposto de renda, na fonte e na declaração anual das pessoas físicas, os rendimentos distribuídos pelos FIIs cujas cotas sejam negociadas exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado.
Lei 11.196/2005	Detalha a Lei anterior especificando que as condições de isenção são aplicáveis desde que o fundo possua pelo menos 50 cotistas. Além disso, especifica que a isenção não será concedida à pessoa física titular de 10% ou mais da totalidade das cotas do FII, ou cujas cotas lhe derem direito ao recebimento de rendimento superior a 10% do total de rendimentos auferidos. Nesse momento, a instituição dos FIIs parece adquirir sua maturidade no mercado financeiro brasileiro a partir de uma série de disposições legais que garantem a liquidez dos papéis.
Instrução 472/2008 CVM	Instituição da possibilidade de criação de FIIs compostos de papéis de outros fundos, chamados de Fundos de Fundos (FOF). O mecanismo aumenta a liquidez dos FIIs.
Proposta de reforma tributária em 2021	Tenta, sem sucesso, colocar em votação a tributação dos rendimentos dos FIIs, encontrada com grande resistência pelo mercado financeiro, e causando queda brusca do <i>benchmark</i> dos FIIs no dia em que a proposta foi entregue pelo ministro da Economia ao Congresso Nacional.

OS AUTORES (2021)

A respeito do avanço dos FIIs sobre imóveis residenciais, especialmente para aluguel, o caso canadense serve, novamente, para comparação. Lá, os *Real Estate Investment Trusts* (REITs) cresceram de zero para 165 mil unidades residenciais de aluguel entre 1996 e 2017. A fase mais aguda desse crescimento foi após a abrupta desvalorização do produto imobiliário pós-2008. Essa mudança expôs inquilinos a negócios extrativistas que geram o deslocamento das camadas sociais no espaço urbano e gentrificam áreas da cidade que são absorvidas como negócios dos REITs (August, 2020). É relevante observar essa periodicidade pois, no Brasil, também é em um contexto que parecia ser um “pós-crise” (2018) que os FIIs adentram o setor residencial.

Ao contrário do caso canadense, no caso brasileiro os negócios residenciais dos FIIs ainda estão focados em porções muito específicas

do território. A expressiva maioria dos empreendimentos está nas áreas nobres de São Paulo, e ensaios ocorrem em Belo Horizonte, Campinas, Curitiba, e Rio de Janeiro. Se esse olhar for focado na cidade de São Paulo, percebe-se que o epicentro de atuação desses fundos está articulado a processos de reestruturação metropolitana potencializados por meio de instrumentos urbanísticos como as Operações Urbanas Consorciadas (Santos & Rufino, 2021).

As características dos imóveis são comuns a esses fundos: apartamentos supercompactos localizados em áreas nobres da cidade com condomínios que oferecem de forma coletiva diversos atributos do habitar que antes integravam cada unidade individualmente, como lavanderia, escritório e áreas de lazer que oferecem suporte a esse *cubículo de alto padrão*. Frequentemente, os atributos de localização desses empreendimentos estão no centro das estratégias de marketing para venda e aluguel das unidades. Isso denota a aproximação definitiva entre infraestrutura urbana e estratégias de rentabilidade da unidade imobiliária.

Em entrevista de Fabrício Mitre, CEO da *Mitre Realty* ao *podcast¹ Banco Imobiliário* do *InfoMoney*, braço jornalístico da *XP Investimentos*, as falas evidenciam como novidade essa onda de fundos voltados ao segmento residencial. Contando a trajetória do fundo *Share Student Living*, *joint venture* da *Mitre* com a americana *Redstone Residential*, ele afirma que, no Brasil, o mercado de residencial para renda é “muito pouco desenvolvido, [e] muito pouco profissional”. Ao longo da entrevista, especula sobre novos anseios de vida urbana de pessoas mais jovens que seriam menos apegadas ao patrimônio fixo ao apontar que “é um mercado que tem muito a crescer e hoje existe uma clara tendência das pessoas [...] a buscarem mais flexibilidade”. Em face da nova tendência, aponta, então, que ela deve se refletir nos FIIs: “Hoje, os fundos imobiliários são de galpão, shopping e escritórios corporativos e eu acho que a próxima grande rodada de fundo imobiliários nós vamos ver no mercado residencial, [...], porque isso oferece uma estabilidade bastante diferente desses outros mercados que são mais cíclicos, [...] e o mercado residencial ele tende a ser mais estável” (*Podcast Banco Imobiliário, InfoMoney*, 20/fev./2020, transcrito pelos autores).

Dessa análise da trajetória dos FIIs desde as lajes comerciais, shoppings e galpões logísticos nos anos 1990 ao cubículo residencial dos anos 2010, fica evidente que a transformação de atuação dos agentes imobiliários e financeiros ocorre a partir de sua atuação conjunta e multiescalar. Trata-se de um fenômeno que importa expertise de mercado de outros países e cria produtos que possam ser inseridos na realidade local e que tenham capilaridade no mercado financeiro globalizado. Essa realidade local será explorada a partir de agora.

Metodologia

O estudo empírico dissecará as estratégias de negócios que permitem que o setor financeiro e o da construção civil possam,

juntos, redesenhar sua atuação no espaço urbano e gerar novas fontes de receitas a partir da acentuada transformação da moradia em ativo financeiro. Para compreender a financeirização do mercado de aluguéis residenciais metropolitanos no Brasil via FIIs, realizou-se pesquisa qualitativa de análise e interpretação de conteúdo dividida em quatro etapas.

Na primeira, a investigação encontrou oito FIIs voltados ao segmento residencial a partir da exploração de informações públicas da B3, da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), e de publicações nacionais especializadas no setor financeiro, como *Exame*, *Money Times*, *Valor Econômico*, *Estadão* e *Isto É*.

Na segunda etapa, esses FIIs foram tipificados em duas naturezas, com duas categorias cada. Quanto à natureza de atuação, tem-se os fundos de aluguel (6 Fundos) e os de incorporação (2 Fundos). Quanto à natureza da captação de recursos, tem-se os fundos abertos (4 Fundos) e os fundos para investidores qualificados (4 Fundos). Para a apresentação dos resultados, optou-se por separá-los de acordo com a *natureza de captação*, pois ela informa mais sobre os agentes, as estratégias e os resultados (Tabela 2).

tabela 2
Fundos pesquisados

NATUREZA DE CAPTAÇÃO: FUNDOS PARA INVESTIDORES EM GERAL	NATUREZA DE ATUAÇÃO	INÍCIO
Fundo de Investimento Imobiliário Housi (HOSI I I)	Aluguel	2020
JFL Living Fundo de Investimento Imobiliário (JFLI I I)	Aluguel	2021
Luggo Fundo de Investimento Imobiliário (LUGGI I I)	Aluguel	2019
Rio Bravo Renda Residencial (RBRSI I I)	Aluguel	2020
NATUREZA DE CAPTAÇÃO: FUNDOS PARA INVESTIDORES QUALIFICADOS	NATUREZA DE ATUAÇÃO	INÍCIO
Loft I Fundo de Investimento Imobiliário e Loft II Fundo de Investimento Imobiliário	Incorporação	2020
Mogno Real Estate Impact	Incorporação	2021
Fundo de Investimento em Participações Share Student Living	Aluguel	2018
Yuca Fundo de Investimento Imobiliário	Aluguel	2020

OS AUTORES (2021)

Definido o escopo do objeto de estudo, a terceira etapa seguiu a trilha do dinheiro (*follow the money*) para compreender a estrutura de agentes envolvidos na administração dos FIIs. Essa estrutura de agentes permite entender, até certo ponto, a cultura e o comportamento dos grupos que atuam nesse emaranhado de relações. Nesse estágio da pesquisa, utilizou-se como materiais os Regulamentos, os Prospectos, os Relatórios Gerenciais, os Informes e os Fatos Relevantes dos FIIs divulgados pelos administradores e gestores. As fontes utilizadas foram os *websites* dos administradores e gestores dos Fundos e o portal da CVM.

Por fim, os resultados obtidos foram apresentados e analisados sob a perspectiva teórica dos sistemas sociotécnicos (Halbert, 2018). Essas redes que coletam, transferem e distribuem o capital no espaço urbano construído são descritas por meio de infográficos que informam as relações entre os agentes envolvidos em cada fundo e os fluxos de capital que ocorrem entre esses agentes.

Sistemas sociotécnicos de mercado imobiliário

Em maio de 2021, o *Brazil Journal* publicou um artigo sobre o fundo *Mogno Real Estate Impact* intitulado “O resgate do Centro de São Paulo passa por este FII” (Arbex, 2021). A retórica sugere que o Centro precise ser resgatado de algo ou de alguém, e que somente o mercado financeiro seja capaz de fazê-lo. Esse artigo provocou a busca de entendimento mais profundo sobre a forma como os FIIs residenciais se posicionam no mercado imobiliário, quais são suas estratégias, e quais padrões podem ser encontrados entre os fundos.

Para apresentar esses padrões, os resultados estão divididos em *Fundos para investidores em geral* e *Fundos para investidores qualificados*. No primeiro grupo, será dada ênfase aos sistemas sociotécnicos que compõem a operação do fundo, já que nesses casos o acesso à informação é facilitado. No segundo grupo, as análises se restringem à relação entre os fundos e o espaço urbano, já que são fundos com menos informações públicas. Nesse caso, então, recorreu-se aos anúncios imobiliários dos gestores para compreender suas estratégias de atuação. A publicização reduzida das informações dos fundos do segundo grupo inviabilizou seguir a trilha do dinheiro com a mesma precisão do grupo anterior.

Fundos para investidores em geral

Para facilitar a leitura, os nomes dos fundos serão abreviados por sua “marca” e apresentados da seguinte forma: (I) *Housi*, (II) *JFL*, (III) *Luggo*, e (IV) *Rio Bravo*.

(I) O fundo *Housi*, lançado no auge do caos trazido aos mercados pela pandemia, alcançou o cenário mínimo de captação de dinheiro estabelecido pelos gestores, iniciando suas operações com 50 milhões de reais ($\cong$ USD 11,4 milhões em 21/fev./2020, data do Initial Public Offering (IPO)),² valor relativamente baixo para um FII. A intenção inicial do Prospecto era que o fundo absorvesse diversos imóveis da plataforma de moradia por assinatura *Housi*. Porém, com a captação mínima, absorveu apenas dois empreendimentos, diferentes dos inicialmente listados no prospecto.

Conforme Regulamento, o objetivo do Fundo é “proporcionar a seus cotistas a valorização e a rentabilidade das cotas por meio de investimentos em ativos imobiliários” e “deverá priorizar imóveis para locação e/ou arrendamento que serão administrados pela *Housi* (...)”. Os empreendimentos adquiridos ainda estão em construção pela *Vitacon*, construtora do mesmo grupo familiar. Os ativos do Fundo são a totalidade do capital social da *Vitacon 55 Desenvolvimento*

Imobiliário SPE Ltda, que lhe dará direito ao edifício em construção no Itaim Bibi, São Paulo, e participação societária do capital social da *Peônia Desenvolvimento Imobiliário S.A.* que lhe dará direito a 66 unidades em edifício em construção no Jardim Paulista, na mesma cidade. Como condição essencial para a compra do edifício no Itaim Bibi, e de forma a garantir e incentivar o célere desenvolvimento do empreendimento, a *Vitacon* ficou obrigada a realizar pagamentos mensais de R\$ 250 mil reais ($\cong$ USD 57 mil) ao fundo durante as obras, pelo prazo máximo de 28 meses. Como condição para a compra da participação societária no edifício no Jardim Paulista, acordou-se pagamentos de cerca de R\$ 107 mil ($\cong$ USD 24 mil) durante as obras, pelo prazo máximo de 30 meses. Essa estratégia pressiona a construção dos edifícios a decorrer no prazo e permite a remuneração dos cotistas do fundo antes mesmo do início dos contratos de aluguel.

Em agosto de 2021 foi dado andamento à segunda emissão de cotas do fundo, o que denota interesse de ampliação dos negócios. Dessa vez, os ativos-alvo foram edifícios nos bairros de Pinheiros, Vila Nova Conceição, e Perdizes, mantendo a estratégia de aquisição de imóveis em regiões com demanda de moradia de alto padrão na capital. A localização dos imóveis é sempre destacada como ponto positivo de suas estratégias de negócio.

Além disso, o atributo temporal integra as estratégias de precificação dos imóveis na plataforma de locações. Seu algoritmo de precificação de aluguel pondera a variação da demanda de estadias curtas, médias, e longas, e busca a precificação adequada para os apartamentos. Dessa forma, a digitalização do aluguel não se refere apenas ao fato de que é intermediada online, mas também ao fato de que processos de inteligência artificial definem parâmetros para esse novo modelo de ocupação do espaço.

Easyinvest
Gestor

Vórtx
Administrador

Locatários
188 unidades
Em construção

B3
Bolsa

Corretoras
Mercado Secundário

Investidores
Cotistas

Estado

HOSI11
FII

Vitacon
Construtora

Hosi
Operador

Fluxos e Ações:

- Easyinvest** → **Vórtx**: GERE ESTRATÉGIAS IMOBILIÁRIAS
- Vórtx** → **Easyinvest**: ADMINISTRA
- Vórtx** → **Locatários**: R\$ 60 mil/mês + 10% do valor de locação dos imóveis-alvo
- Locatários** → **Vórtx**: ADMINISTRA OS IMÓVEIS
- Vórtx** → **HOSI11**: Tx de adm. variável + Tx de performance
- HOSI11** → **Vórtx**: ADMINISTRA
- HOSI11** → **Locatários**: GERENCIA LOCAÇÕES
- Locatários** → **HOSI11**: CONTRATOU
- HOSI11** → **Vitacon**: VENDE OS IMÓVEIS
- Vitacon** → **HOSI11**: Recebe pelos imóveis
- Vitacon** → **HOSI11**: Remunera durante construção
- HOSI11** → **Investidores**: Rendimentos mensais inclusive durante a construção
- Investidores** → **HOSI11**: Isenção tributária sobre rendimentos mensais
- HOSI11** → **Estado**: Isenção tributária sobre rendimentos mensais
- Estado** → **HOSI11**: Isenção tributária sobre rendimentos mensais
- HOSI11** → **B3**: Fluxo de capital
- B3** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Corretoras**: Fluxo de capital
- Corretoras** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Investidores**: Fluxo de capital
- Investidores** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Estado**: Fluxo de capital
- Estado** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Hosi**: Fluxo de capital
- Hosi** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Vitacon**: Fluxo de capital
- Vitacon** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Estado**: Fluxo de capital
- Estado** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Investidores**: Fluxo de capital
- Investidores** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **B3**: Fluxo de capital
- B3** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Corretoras**: Fluxo de capital
- Corretoras** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Investidores**: Fluxo de capital
- Investidores** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Estado**: Fluxo de capital
- Estado** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Hosi**: Fluxo de capital
- Hosi** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Vitacon**: Fluxo de capital
- Vitacon** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Estado**: Fluxo de capital
- Estado** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Investidores**: Fluxo de capital
- Investidores** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **B3**: Fluxo de capital
- B3** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Corretoras**: Fluxo de capital
- Corretoras** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Investidores**: Fluxo de capital
- Investidores** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Estado**: Fluxo de capital
- Estado** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Hosi**: Fluxo de capital
- Hosi** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Vitacon**: Fluxo de capital
- Vitacon** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Estado**: Fluxo de capital
- Estado** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Investidores**: Fluxo de capital
- Investidores** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **B3**: Fluxo de capital
- B3** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Corretoras**: Fluxo de capital
- Corretoras** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Investidores**: Fluxo de capital
- Investidores** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Estado**: Fluxo de capital
- Estado** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Hosi**: Fluxo de capital
- Hosi** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Vitacon**: Fluxo de capital
- Vitacon** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Estado**: Fluxo de capital
- Estado** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Investidores**: Fluxo de capital
- Investidores** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **B3**: Fluxo de capital
- B3** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Corretoras**: Fluxo de capital
- Corretoras** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Investidores**: Fluxo de capital
- Investidores** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Estado**: Fluxo de capital
- Estado** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Hosi**: Fluxo de capital
- Hosi** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Vitacon**: Fluxo de capital
- Vitacon** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Estado**: Fluxo de capital
- Estado** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Investidores**: Fluxo de capital
- Investidores** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **B3**: Fluxo de capital
- B3** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Corretoras**: Fluxo de capital
- Corretoras** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Investidores**: Fluxo de capital
- Investidores** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Estado**: Fluxo de capital
- Estado** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Hosi**: Fluxo de capital
- Hosi** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Vitacon**: Fluxo de capital
- Vitacon** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Estado**: Fluxo de capital
- Estado** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Investidores**: Fluxo de capital
- Investidores** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **B3**: Fluxo de capital
- B3** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Corretoras**: Fluxo de capital
- Corretoras** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Investidores**: Fluxo de capital
- Investidores** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Estado**: Fluxo de capital
- Estado** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Hosi**: Fluxo de capital
- Hosi** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Vitacon**: Fluxo de capital
- Vitacon** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Estado**: Fluxo de capital
- Estado** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Investidores**: Fluxo de capital
- Investidores** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **B3**: Fluxo de capital
- B3** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Corretoras**: Fluxo de capital
- Corretoras** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Investidores**: Fluxo de capital
- Investidores** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Estado**: Fluxo de capital
- Estado** → **HOSI11**: Fluxo de capital
- HOSI11** → **Hosi**: Fluxo de capital</

FIGURA 2
Sistema sociotécnico do FII Housi

ELABORADO PELOS AUTORES A PARTIR DOS DOCUMENTOS PÚBLICOS DO FUNDO (2021)

Uma estratégia complexa demanda nichos de experiência na operação dos mercados imobiliário e financeiro. O infográfico da Figura 2 permite entender a estruturação entre agentes ligados à operação do fundo sob a perspectiva de um sistema sociotécnico ao demonstrar quais tipos de ação de um agente incidem sobre outro. Adicionalmente, o infográfico mapeia a trilha do dinheiro que circula entre esses agentes.

(II) O fundo *JFL* é um fundo de gestão ativa em mercado imobiliário residencial que investe acima de dois terços do seu patrimônio líquido em empreendimentos imobiliários já construídos para geração de renda com locação ou arrendamento. A *JFL Living*, operadora dos contratos de aluguel, trabalha apenas com imóveis de alto padrão cujo custo mensal começa em R\$ 6.500 ($\equiv$ USD 1.252) e tem pacotes que podem custar mais de R\$ 30 mil ($\equiv$ USD 5.780), como detalha a CEO Carolina Burg em entrevista ao *podcast Banco Imobiliário*.³ Conforme regulamento, o Fundo busca gerar rendimento por meio do aluguel de unidades equipadas e da venda de

pacotes de serviços de apoio residencial que variam do café da manhã à faxina.

Ao contrário do modelo da *Housi*, focada em apartamentos compactos, a *JFL Living* possui imóveis de até 220 m² para oferecer o modelo de aluguel descomplicado a famílias inteiras, e não apenas a jovens solteiros. Apesar de a empresa operar mais de 600 imóveis em São Paulo, o portfólio do fundo conta com 234 unidades distribuídas em dois imóveis, um na Av. Faria Lima, e um na Vila Olímpia, duas regiões nobres da capital. A CEO, que atua com os sócios Jorge Felipe Lemann e Guilherme Vilazante, explica que a empresa busca trazer aos imóveis do fundo o conforto de uma casa tradicional com a comodidade de pacotes que incluem “aluguel, condomínio, IPTU e contas de luz e água, assim como roupa de cama, faqueiro, café da manhã, serviço de limpeza, internet e lavanderia, entre outros” por meio de contratos típicos de aluguel a partir de um mês. Em entrevista à *IstoÉ*, explica que a *JFL* criou a marca *KZA* para a gestão exclusiva dos imóveis da plataforma e que essa marca não se tornará uma operadora para terceiros de forma a manter a exclusividade do padrão de serviço *JFL* (Kroehn, 2021).

O modelo de aquisição de imóveis é abertamente oportunista. Como explica Lemann: “O primeiro terreno compramos durante o impeachment [da presidente Dilma]. O primeiro edifício logo depois da divulgação das gravações do Joesley Batista [que comprometeram o Governo Temer]. Agora, negociamos na crise política [do Governo Bolsonaro]” (Kroehn, 2021). Na mesma reportagem, ao ser perguntado se há semelhanças entre o mercado financeiro e o imobiliário, Lemann materializa em sua resposta o conceito de financeirização abordado anteriormente: “Eles são complementares. O mercado imobiliário depende muito do financeiro, com instrumentos de alavancagem, de distribuição, entre outros. Um precisa do outro”.

A Figura 3 apresenta o sistema sociotécnico de agentes envolvidos na operação do Fundo.

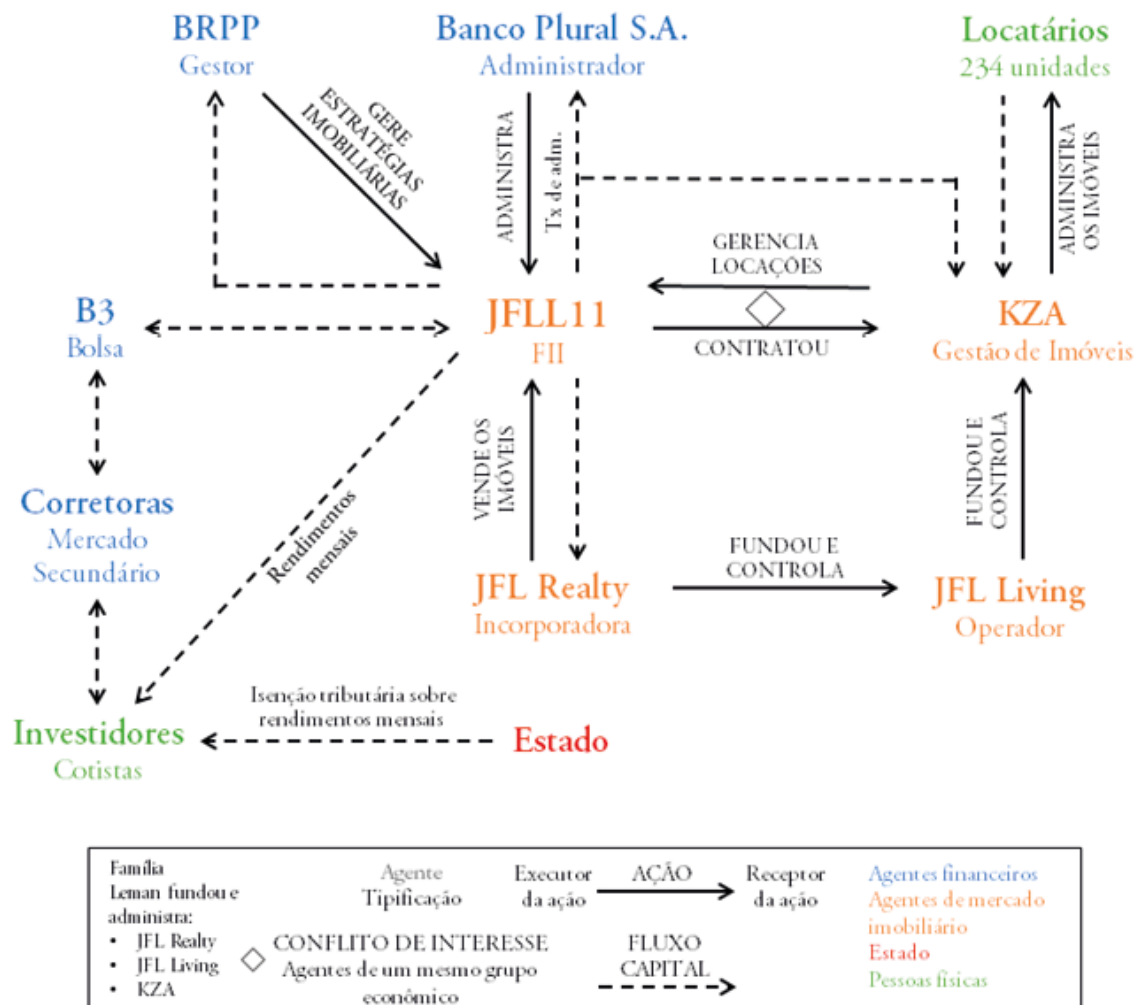


FIGURA 3
Sistema sociotécnico do FII JFL

ELABORADO PELOS AUTORES A PARTIR DOS DOCUMENTOS PÚBLICOS DO FUNDO E REPORTAGENS DE JORNAL (2021)

(III) O Fundo *Luggo* também objetiva auferir ganhos pela aquisição e exploração comercial, via aluguel, de empreendimentos imobiliários residenciais. Os documentos destacam que, como os contratos são periodicamente ajustados pelo IPCA, o investimento oferece proteção contra a inflação. E mesmo durante a pandemia, a *Luggo* manteve alta taxa de ocupação e *dividend yield* acima da taxa básica de juros, conforme apontam seus relatórios públicos.

A *Luggo* tem cinco edifícios comercializados em sua plataforma: *Luggo Ecoville* e *Luggo Lindoia* em Curitiba, *Luggo Cenarium* em Campinas, *Luggo Cipreste* em Belo Horizonte, e *Luggo Cabral* em Contagem. Desses, apenas o último não faz parte do FII. Por meio desses empreendimentos, a *Luggo* experimenta estratégias incipientes de locação de apartamentos de diversos tamanhos, mobiliados ou não, e utiliza esses produtos diversos como laboratório para entender qual será exatamente seu nicho de atuação a longo prazo.

O Regulamento do Fundo estabelece a preferência de aquisição de imóveis produzidos pela *MRV Engenharia e Participações S.A.*,

construtora consolidada no mercado nacional que deu origem à *Luggo*. O *Banco Inter*, outra empresa do mesmo grupo familiar, é administrador e gestor do Fundo. Tanto o *Banco Inter* quanto a *MRV* têm capital aberto, denotando que esse grupo econômico avança em múltiplas direções no mercado de capitais. Além disso, o sistema sociotécnico (Figura 4) que opera o Fundo dá a entender que, ao se especializar no setor financeiro por meio do *Banco Inter*, na construção por meio da *MRV*, e na operação de aluguéis por meio da *Luggo*, o grupo detém uma estrutura que independe de agentes externos para expandir seu FII. Como as negociações acontecem entre agentes de um mesmo grupo econômico, os conflitos de interesse precisam ser aprovados em assembleia, o que não parece haver imposto impedimentos às operações. Além disso, o Regulamento já expressava, no momento da adesão, a necessidade de concordância dos cotistas com a operação do Fundo por agentes de um mesmo grupo econômico.

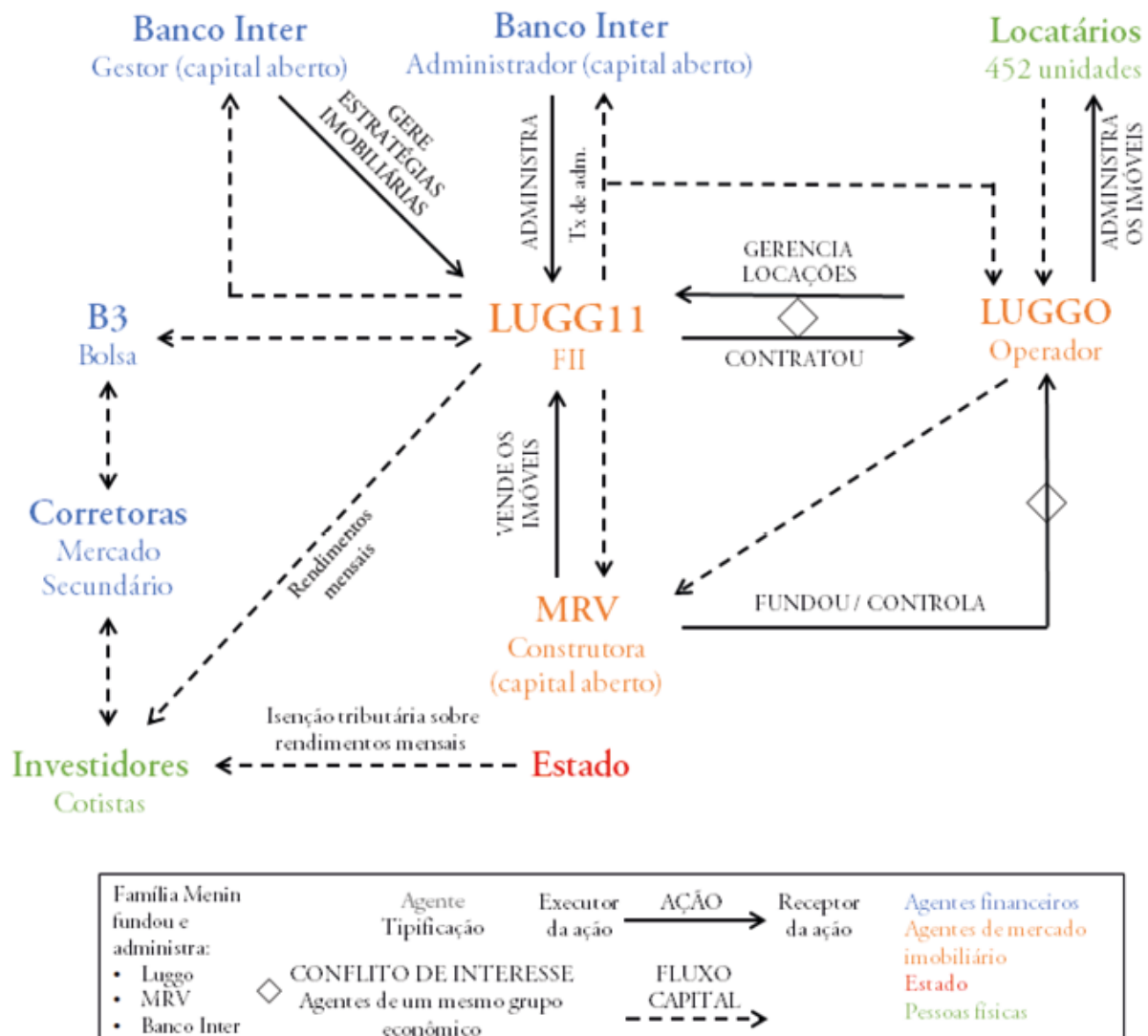


FIGURA 4

Sistema sociotécnico do FII Luggo

ELABORADO PELOS AUTORES A PARTIR DOS DOCUMENTOS PÚBLICOS DO FUNDO E REPORTAGENS DE JORNAL (2021)

(IV) O Fundo *Rio Bravo*, que leva no nome uma marca brasileira tradicional na administração de FIIs e atualmente controlada por uma *holding* chinesa, busca valorização de suas cotas e retorno do investimento por meio da exploração de longo prazo de ativos localizados em áreas nobres do vetor Sudoeste da capital paulista. Além de ativos imobiliários, é o único fundo dentre os estudados sobre o qual se tem conhecimento da política de investir também em Certificados de Potencial Adicional de Construção (CEPACs). Seu portfólio inclui o empreendimento *URBIC Vila Mariana* (56 unidades, ou 51%), o *URBIC Moema* (81 unidades residenciais e uma loja, ou 78%) e o *Cyrela For You Paraíso* (259 unidades, ou 99,2% da torre residencial). Esses edifícios também são destinados para a locação de unidades prontas para morar e intermediadas, no caso do *URBIC Vila Mariana* (Figura 5) que já está pronto, pela *Nomah*, operadora de

aluguéis *short-stay*⁴ e *long-stay*⁵ do *Grupo Loft*, concorrente direta de plataformas como a *Housi*, a *JFL*, e a *Luggo*.



FIGURA 5

Estúdio no URBIC Vila Mariana, o “cubículo de alto padrão”

URBIC

Recorrentemente, o público estudantil aparece como foco dos FIIs que investem em imóveis para aluguel, por ser um público transitório por natureza. No caso do URBIC Vila Mariana, a Nomah realiza trabalho ativo de prospecção por meio de parcerias com faculdades próximas, visando apresentação do ativo para pais e alunos, conforme explicam os relatórios gerenciais. Os imóveis vendidos ao Fundo pela incorporadora URBIC são compactos entregues prontos para morar, o que facilita o início imediato dos contratos tão logo o administrador defina quem será o operador dos aluguéis.

É importante destacar o padrão de operação adotado pela incorporadora parceira do Fundo, a URBIC, pois ela possui processos construtivos simplificados e padronizados que permitem ciclos de investimento mais rápidos entre a contratação e o início da ocupação. Na fase de aprovação de projetos, utiliza o programa “Aprova Rápido” da Prefeitura de São Paulo. Nas obras, explora sistemas industrializados de estrutura metálica, fachadas pré-fabricadas e construção seca. Essas estratégias reduzem prazos e aceleram o prospecto.

No caso do empreendimento *Cyrela For You Paraíso*, vendido ao Fundo pela CYMA, do *Grupo Cyrela*, há, como nos casos anteriores, apelo positivo sobre os atributos de sua localização, com destaque para proximidade com a Av. Paulista, metrô, centros de emprego, hospitais, universidades e parques. A rentabilidade do Fundo apoia-se,

portanto, tanto no produto que vende quanto na sua localização na cidade e nos atributos públicos financiados pelo Estado, reproduzindo uma lógica do mercado imobiliário como um todo, agora associada a mecanismos financeiros que aumentam a liquidez do produto imobiliário. Atualmente (set./2021), o Fundo está em vias de uma segunda emissão de cotas no mercado, o que pressupõe a intenção de expansão.

A Figura 6 apresenta o sistema sociotécnico de agentes envolvidos na operação do Fundo.

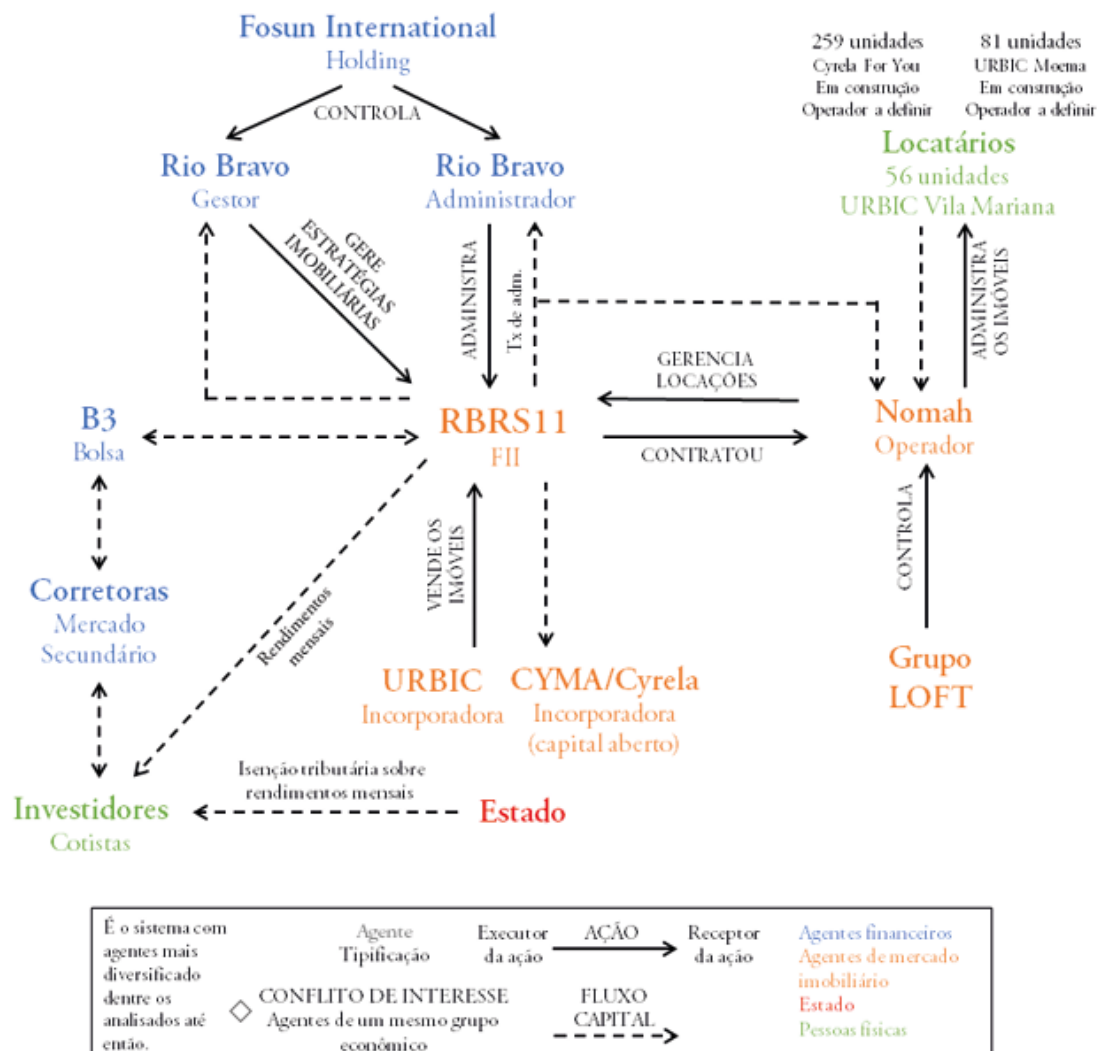


FIGURA 6

Sistema sociotécnico do FII Rio Bravo

ELABORADO PELOS AUTORES A PARTIR DOS DOCUMENTOS PÚBLICOS DO FUNDO E REPORTAGENS DE JORNAL (2021)

Na próxima subseção de Resultados serão explorados os fundos para investidores qualificados.

Fundos para investidores qualificados

Investidores qualificados são pessoas físicas ou jurídicas que possuem mais de um milhão de reais em investimentos e que atestam essa condição à CVM. Investidores profissionais são aqueles com mais

de dez milhões de reais em investimentos, o que, além disso os torna qualificados. Ademais, são qualificados aqueles que tenham sido aprovados em certificações reconhecidas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários. Esses requisitos servem para atestar que o investidor tem compreensão técnica sobre investimentos que envolvem mais riscos.⁶

Os FIIs residenciais destinados a investidores qualificados são ainda mais concentrados no território do que os anteriores. Nesse caso, os quatro fundos analisados têm sua operação restrita às cidades de São Paulo e Rio de Janeiro. Para facilitar a leitura, os nomes dos fundos serão abreviados e apresentados da seguinte forma: (I) *Loft*, (II) *Mogno*, (III) *Share*, e (IV) *Yuca*. Por não serem negociados no mercado secundário, esses fundos têm menos informações públicas do que os anteriores. Como alternativa metodológica, sua abordagem envolveu contato direto com analistas dos FIIs para esclarecer seu funcionamento por meio de conversas semiestruturadas ou esclarecimentos junto às equipes de relações públicas.

(I) O fundo *Loft* é o único desse grupo que transcende o município de São Paulo e opera no Rio. Seu objetivo é gerar renda por meio de investimento em imóveis residenciais usados, para eventual reforma e posterior venda. Portanto, é o primeiro Fundo desse estudo a buscar renda via incorporação, e não via aluguel. O Fundo se propõe a manter uma carteira de investimentos diversificada de ativos imobiliários, sem ter que aplicar seus recursos em empreendimentos específicos. O *modus operandi* traz para o contexto brasileiro a lógica de *house-flipping*, comum no mercado norte-americano. As reformas descritas no regulamento podem compreender modificações nos ambientes, pintura, substituição de pisos, revestimentos e aberturas, modernização dos sistemas elétricos, hidráulicos e de cabeamento, e benfeitorias em geral com a finalidade de aumentar o valor de venda dos imóveis. Embora a estratégia de investimento seja a aquisição para posterior alienação dos imóveis, o Fundo reserva o direito de locar imóveis a terceiros enquanto não estiverem destinados a alienação. O regulamento apresenta mapas de referência com bairros-alvo em São Paulo e no Rio para categorizar a atuação por recortes territoriais prioritários. Como nos casos anteriores, o foco está em bairros nobres.

(II) A *Mogno Capital* tem trajetória com FIIs de diversas naturezas e, em 2021, levantou 70 milhões de reais ($\cong$ USD 13 milhões) para seu novo fundo voltado a investidores qualificados, o *Mogno Real Estate Impact*, que pretende investir no *retrofit* de imóveis no Centro de São Paulo que sejam de uso comercial e tenham viabilidade de conversão para uso residencial. Essa tese de investimentos, explica o sócio-fundador da gestora à reportagem do *Brazil Journal*, está relacionada ao deslocamento do centro comercial da cidade para a região sudoeste. É intrigante observar que o Fundo inicia suas atividades em um momento em que a importância de edifícios comerciais diminuiu novamente por causa da pandemia, embora ainda não seja possível afirmar categoricamente em que medida o trabalho remoto permanecerá. Adicionalmente, a expansão do

trabalho remoto e da educação a distância tendem a impactar na distribuição espacial de atividades de comércio e serviços e, potencialmente, levar à conversão de mais edifícios comerciais em residenciais.

Com a disparada dos custos da construção civil ocorrida em um momento mais avançado da pandemia, marcado por rupturas nas cadeias globais de commodities e produtos, com destaque para a supervalorização do minério de ferro no primeiro semestre de 2021, um analista da *Mogno Capital* explicou aos autores que, ao comprar edifícios antigos para fazer *retrofit*, o Fundo não se submete ao “grosso do custo da construção”, já que compra imóveis com boas condições estruturais e, além de refazer os acabamentos, refaz sistemas hidráulicos e elétricos “no pior cenário” (Figura 7). Com apenas dois edifícios sob gestão, o analista explica que o fundo atua em escala menor para controlar riscos e evitar a sobre-oferta de edifícios desocupados que voltam ao mercado após o *retrofit*. Explica ainda que vender as unidades individualmente possibilitaria melhor preço por metro quadrado do que vender o edifício inteiro. No entanto, vender o edifício inteiro acelera a entrada do dinheiro em caixa. Por isso, o Fundo “está em tratativas para vender o portfólio inteiro para um investidor voltado para renda”.

Na entrevista com o analista da *Mogno* também foi possível observar a materialização do conceito de financeirização imobiliária que embasa as análises desta pesquisa. O entrevistado explica: “Hoje, o mercado imobiliário está muito conectado com o mercado financeiro (...), está muito profissionalizado e conversa muito com o mercado de capitais. Então, seja para quem investe realmente o dinheiro, ou para quem pega dívida, conversa muito com o mercado de capitais e você tem essa ponte entre o imóvel e o dinheiro”.

Esse Fundo traz novamente à discussão o que a literatura chamou de “ressemantização das áreas centrais” (Lacerda & Bernardino, 2020) para se referir a implicações decorrentes do retorno dos investimentos aos centros históricos para a produção de unidades habitacionais que, segundo as autoras, criam espacialidades contrastantes às anteriores. Embora não seja o foco deste artigo, poder-se-ia lançar a hipótese de que o esperado encarecimento dos aluguéis decorrente da compra, reforma e venda de imóveis centrais desocupados operacionalizados por um fundo de investimentos sugira processos de gentrificação do Centro. Tal hipótese precisa ser verificada posteriormente à plena ocupação dos imóveis que venham a passar por essas transformações nos próximos anos.



FIGURA 7

Edifício Magdalena e seu projeto de reforma para conversão em uso residencial

EDIFÍCIO ATUALMENTE (ESQUERDA): INSTAGRAM DA INCORPORADORA *PLANTA* (@PLANTA.INC). PROJETO DE REFORMA (DIREITA): IMAGEM REPRODUZIDA DE *BRAZIL JOURNAL* (5/MAI./2021)

(III) O fundo *Share* surge para “tropicalizar um produto norte-americano”, como explicou o CEO da *Mitre Realty* ao *podcast* citado anteriormente. Embora seja tipificado como um Fundo de Investimento em Participações (FIP), e não como um FII, entende-se que a estratégia está alinhada aos demais fundos deste recorte empírico e traz contribuições à análise. Os ativos-alvo são edifícios operados dentro do sistema do consultor especializado *Brasil Student Housing Empreendimentos e Participações Ltda.* A plataforma tem como parceira a *RedStone Residential*, empresa com experiência na operação de residências estudantis nos EUA e no Canadá, e foca em aluguéis de unidades prontas para morar, com todas as contas inclusas, nos empreendimentos *Share Consolação*, nos arredores da Mackenzie, *Share Butantã*, próximo à USP, e *Share Vila Mariana*, ao lado da ESPM e do Centro Universitário Belas Artes. Segundo a revista *Exame*, “a *Share* captou R\$ 214 milhões ($\cong$ USD 40,5 milhões quando da publicação do artigo) em fundos de investimentos e participações e já tem contratado um ritmo de três inaugurações por ano até 2024” (Exame, 2021). Mais uma vez, o atributo *localização* está no cerne da estratégia de negócios do Fundo. Nesse caso, além dos atributos urbanos como metrô e parques, a principal universidade pública do estado de São Paulo também é um atributo precificado no serviço. No *Share Butantã* (Figura 8), os preços mensais variam de R\$ 1.590 ($\cong$ USD 305) em um estúdio compartilhado a R\$ 2.790 ($\cong$ USD 535) em um estúdio individual (em 12/09/2021).



FIGURA 8

Share Butantã, com destaque para atributos de localização

SHARE STUDENT LIVING

(IV) O Fundo *Yuca* busca gerar renda e ganho de capital por meio da exploração de aluguéis de imóveis residenciais em São Paulo. Segundo o relatório gerencial de julho de 2021, o custo médio de um pacote de moradia na *Yuca* é de R\$ 2.449 mensais ($\cong$ USD 478). Sua atuação está concentrada nos bairros Bela Vista, Jardins e Aclimação. A estratégia consiste em adquirir apartamentos em regiões predefinidas, reformá-los e alugá-los por meio de sua plataforma digital que permite contratar quartos em imóveis compartilhados completamente mobiliados e com todas as contas inclusas em pagamento único. O público-alvo são jovens profissionais que estão tendo sua primeira experiência fora do núcleo familiar e evitam a burocracia do mercado tradicional de aluguéis.

A abordagem da *Yuca* em relação às edificações existentes em São Paulo é a mesma do fundo *Mogno*. O adicional é que além da compra e da reforma, a *Yuca* é também uma plataforma de gerenciamento de unidades, tal como a *Housi* ou a *Share*, priorizando imóveis localizados próximos de estações de metrô e residentes que não tenham automóvel particular. Trata-se de um estilo de vida inserido na lógica da *economia de compartilhamento*. Embora não seja possível saber exatamente quais imóveis da plataforma fazem parte do FII, sabe-se que, durante a pandemia, a *Yuca* aderiu também ao mercado de estúdios para contemplar moradores que preferam um imóvel só seu.

Perspectivas

Uma mudança de legislação em São Paulo pode fortalecer modelos de negócios como o dos fundos *Loft*, *Mogno* e *Yuca*. Em julho de 2021 foi sancionada a Lei que cria o *Programa Requalifica Centro*, que estabelece incentivos fiscais para estimular a revitalização de prédios antigos, construídos até 23/09/1992, e sua transformação em edifícios habitacionais com o objetivo de “adensar a área e resgatar a vocação da região ao criar um ambiente atraente para

investimentos” (Secretaria Especial de Comunicação, 2021). Os incentivos incluem remissão dos créditos de IPTU, isenção de IPTU nos 3 primeiros anos a partir da conclusão das obras, alíquotas progressivas de IPTU nos primeiros cinco anos após a isenção com cobrança da alíquota integral no sexto ano, redução da alíquota de ISS para 2% sobre os serviços relativos à requalificação, isenção de ITBI e isenção de taxas municipais para instalação e funcionamento, por 5 anos. Além disso, a Prefeitura tem a intenção de “desburocratizar e agilizar o processo de aprovação desses projetos” por meio de decreto. O analista da *Mogno Capital* entrevistado relatou aos pesquisadores que já se estuda em que medida essa nova Lei poderá facilitar o modelo de operação no Centro de São Paulo.

Previamente à aprovação da Lei pela Assembleia Legislativa, o INSPER lançou uma nota técnica alertando que o então Projeto de Lei viola a gestão democrática das cidades prevista no Estatuto das Cidades e, ao ser aprovado a toque de caixa, não permitiu a devida participação da sociedade civil e da academia (Tavolari et al., 2021). A flexibilização da intervenção imobiliária no Centro da principal cidade do país confirma a afirmação do sócio-fundador da *Mogno* ao *Brazil Journal* de que o novo FII residencial “deve ser o primeiro de outros do tipo”.

Conclusões

Apesar de os FIIs pesquisados terem baixa expressividade em número de residências, permitem analisar qualitativamente a forma de operar dos agentes financeiros ao adentrar em um segmento até então inexplorado dessa forma. As principais conclusões apontam para um padrão de organização interna que se repete entre os fundos, e para o fato de que o atributo localização tem papel central em suas estratégias de atuação. Esse segundo ponto denota que os benefícios da urbanização são comercializados como valor intrínseco da propriedade privada, processo que se repete historicamente e ganha novos contornos à medida que as frentes de financeirização do espaço se multiplicam. O artigo parte de um olhar internacional sobre a financeirização do espaço urbano e termina aportando uma leitura brasileira do fenômeno em relação ao contexto internacional da crescente influência das finanças sobre a produção do espaço.

Em estágio anterior de pesquisa, argumentou-se que a financeirização imobiliária no Brasil ocorre em dois momentos (Kalinowski & Procopiuck, 2022). O *primeiro*, amplamente explorado, trata da *financeirização da produção e da incorporação imobiliária*. Teve seu auge a partir da abertura de capital em bolsa das principais empresas do setor a partir de 2006. O *segundo* momento, menos explorado, trata da *financeirização da ocupação imobiliária*, quando um empreendimento já financeirizado em sua construção passa a ter o aluguel comercializado por meio de plataformas digitais, como é o caso das empresas por trás desses fundos, exceto o *Mogno*.

Outro ponto importante destacado desde o início da pesquisa é que os FIIs residenciais focam em um novo morador-tipo da metrópole

contemporânea. Com exceção do modelo de negócios da JFL, trata-se de consumidores jovens, das gerações Y e Z, solteiros ou com família pequena, adeptos a um modelo transitório e descomplicado de viver em imóveis cada vez mais compactos. Portanto, estudar esses fundos permitiu avançar na compreensão do *segundo momento da financeirização* e da forma como estratégias financeiras do norte global são apropriadas em países em desenvolvimento.

Quanto ao discurso mercadológico que sustenta esse modelo transitório e descomplicado de locação de imóveis, observa-se questões antagônicas. Por um lado, o marketing para o locatário reforça o questionamento da real necessidade da casa própria e dissemina ideias de desapego ao afirmar, por exemplo, que “vamos mudar de casa como quem muda de canal”.⁷ Por outro lado, o marketing para o comprador-investidor do imóvel, ou das cotas no caso de um FII, reforça o investimento imobiliário como perspectiva de rentabilidade para um futuro próspero. A esse modelo de produzir o espaço construído nas melhores localizações da cidade com dois focos diferentes, o morador final de um lado, e o investidor de outro, chamou-se de *nova fase da governança imobiliária*.

A contribuição empírica central deste artigo foi a sistematização de uma lista dos agentes financeiros e da construção civil envolvidos nessa *nova fase da governança imobiliária* que inovou a atuação dos FIIs no Brasil. Por meio de infográficos, foi oferecido um panorama sobre como agentes articulam-se e formam *sistemas sociotécnicos de mercado imobiliário*. A contribuição aprofunda estudos locais anteriores sobre financeirização do espaço urbano e dialoga com um estudo canadense a respeito da facilidade com que os FIIs se expandem por um território enquanto o mercado de aluguéis não é regulado pelo Estado, como é o caso do Brasil hoje.

Os fundos estudados são estratégias de venda do produto imobiliário residencial no formato de cotas que, posteriormente, oferecem rendimentos ao investidor. É um modelo de investimento intangível no mercado imobiliário que ganha espaço em um território onde o tradicional modelo lusitano de ter imóveis inteiros para o aluguel de longo prazo foi destaque desde o início da urbanização brasileira. Essa lógica poderia ser entendida como uma transição da propriedade privada residencial de maior bem familiar a um lugar transitório.

A principal limitação imposta a essas conclusões é que o recorte empírico é pequeno. Trata-se de estratégias imobiliárias pontuais e focadas em nichos específicos, mas que mostra sinais claros do comportamento de mercado em formação. Diante disso, qualquer generalização para o território nacional ou para o mercado imobiliário como um todo no Brasil deve ser feita com cautela. Entretanto, é possível ensaiar aplicações e implicações práticas para este estudo. Questiona-se: Quais as repercussões territoriais da governança imobiliária associada ao mercado financeiro? Quanto tempo de observação é preciso para falar em encarecimento da moradia por causa da atuação de FIIs no mercado residencial? Estamos falando apenas de encarecimento, ou de processos mais complexos, como a

gentrificação de regiões populares como o Centro de São Paulo? É realmente possível falar em *ressementização de áreas centrais* como se mudanças assim não fossem exatamente a produção cíclica do espaço como produto de mudanças sociais mais amplas?

Essas perguntas confrontam nossos resultados com o espaço urbano construído. Porém, ao caracterizarmos essas mudanças como produto de uma nova governança do setor imobiliário, também surgem perguntas sobre a estruturação interna do setor. Observou-se que todos os fundos são ligados a alguma grande construtora e/ou incorporadora nacional. Teriam esses FIIs sido criados para expandir a atuação das construtoras/incorporadoras numa tentativa de saída de uma década pouco próspera economicamente? Podemos chamar esses novos modelos de aluguel e incorporação nas cidades de Belo Horizonte, Campinas, Curitiba, Rio de Janeiro e São Paulo de ensaios para expandir a digitalização do aluguel de forma mais ampla no Brasil?

Nossa pesquisa investigou um ponto de inflexão na trajetória dos FIIs no Brasil que, somente agora, adentram o mercado residencial. Toda essa inquietação que sucede as conclusões indica que é preciso um esforço de vigilância epistemológica sobre essas questões para compreender a financeirização do espaço urbano como um processo, e não como um evento pontual e concluído.

Agradecimientos

O presente trabalho foi financiado pelo projeto 309918/2021-9 de Bolsa Produtividade do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) por bolsa de doutorado concedida pela Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES) por meio do Programa Suporte à Pós-Graduação IES Comunitárias (PROSUC), processo número 88887.619609/2021-00.

Referências bibliográficas

- Abramo, P. (1995). A regulação urbana e o regime urbano: a estrutura urbana, sua reprodutibilidade e o capital. *Ensaio FEE*, 16(2), 510-555.
- Arbex, P. (2021). O resgate do Centro de São Paulo passa por este FII. *Brazil Journal*, 05/05/2021. <https://braziljournal.com/o-resgate-do-centro-de-sao-paulo-passa-por-este-fii>.
- August, M. (2020). The financialization of Canadian multi-family rental housing: From trailer to tower. *Journal of Urban Affairs*, 42(7), 975-997. <https://doi.org/10.1080/07352166.2019.1705846>
- Crosby, N. & Henneberry, J. (2016). Financialisation, the valuation of investment property and the urban built environment in the UK. *Urban Studies*, 53(7), 1424-1441. <https://doi.org/10.1177/0042098015583229>
- Epstein, G. A. (2005). *Financialization and the world economy*. Edward Elgar Publisher.
- Exame. (2021). SP terá dois novos complexos para estudantes, um deles perto da USP. *Exame*, 20/05/2021. https://exame.com/bussola/sp-tera-dois-novos-complexos-para-estudantes-um-deles-perto-da-usp/?utm_campaign=operadora_interno_-_apresentacao_fsb_-_maio21&utm_medium=email&utm_source=RD+Station
- Fernandez, R. & Aalbers, M. B. (2016). Financialization and housing: Between globalization and varieties of capitalism. *Competition and Change*, 20(2), 71-88. <https://doi.org/10.1177/1024529415623916>
- Fields, D. & Uffer, S. (2016). The financialisation of rental housing: A comparative analysis of New York City and Berlin. *Urban Studies*, 53(7), 1486-1502. <https://doi.org/10.1177/0042098014543704>
- Halbert, L. (2018). Infrastructures financières. Les rapports de pouvoir dans l'immobilier locatif. Em H. Maxime, M. Rousseau, V. Béal, S. Gardon & M.-C. Meillerand (Eds.), *(Re)penser les Politiques Urbaines: Retour sur vingt ans d'action publique dans les villes françaises (1995-2015)* (pp. 192-203). PUCA.

- Ioannou, S. & Wójcik, D. (2021). Finance and growth nexus: An international analysis across cities. *Urban Studies*, 58(1), 223-242. <https://doi.org/10.1177/0042098019889244>
- Kalinoski, R. & Procopiuck, M. (2022). Financeirização imobiliária em dois momentos: da produção à ocupação via proptechs. *Cadernos Metrópole*, 24(53), 119-146. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.1590/2236-9996.2022-5305>
- Klink, J. & Souza, M. B. d. (2017). Financeirização: conceitos, experiências e a relevância para o campo do planejamento urbano brasileiro. *Cadernos Metrópole*, 19(39), 379-406. <https://doi.org/10.1590/2236-9996.2017-3902>
- Kroehn, M. (2021). O herdeiro de Lemman entra na construção. ISTOÉ, 06/09/2021. <https://www.istoedinheiro.com.br/o-herdeiro-de-lemman-entra-na-construcao/>
- Lacerda, N. & Bernardino, I. L. (2020). Ressemantização das áreas centrais das cidades brasileiras e mercado imobiliário habitacional: o caso recifense (Brasil). *Cadernos Metrópole*, 22(49), 913-934. <https://doi.org/10.1590/2236-9996.2020-4911>
- Panizzi, W. (2020). Rent-seeking urbano, planejamento urbano e valor imobiliário: quem manda e desmanda na cidade? *E-Metropolis*, 11(40), 18-24.
- Sanfelici, D. de M. (2013a). A financeirização do circuito imobiliário como rearranjo escalar do processo de urbanização. *Confins*, 18, 1-20. <https://doi.org/10.4000/confins.8494>
- Sanfelici, D. de M. (2013b). Financeirização e a produção do espaço urbano no Brasil: Uma contribuição ao debate. *Revista EURE - Revista de Estudios Urbano Regionales*, 39(118), 27-46. <https://doi.org/10.4067/S0250-71612013000300002>
- Sanfelici, D. de M. (2017). La industria financiera y los fondos inmobiliarios en Brasil: lógicas de inversión y dinámicas territoriales. *Economía, Sociedad y Territorio*, 17(54), 367-397. <https://doi.org/10.22136/est002017685>
- Sanfelici, D. de M. & Halbert, L. (2019). Financial market actors as urban policy-makers: the case of real estate investment trusts in Brazil. *Urban Geography*, 40(1), 83-103. <https://doi.org/10.1080/02723638.2018.1500246>
- Santoro, P. F. & Rolnik, R. (2017). Novas frentes de expansão do complexo imobiliário-financeiro em São Paulo. *Cadernos Metrópole*, 19(39), 407-431. <https://doi.org/10.1590/2236-9996.2017-3903>
- Santos, I. R. d. & Rufino, M. B. C. (2021). Reestruturação metropolitana e imobiliária em São Paulo: Os eixos de estruturação da transformação urbana e os novos produtos imobiliários. Relatório final do projeto de iniciação científica.

Secretaria Especial de Comunicação. (2021). Prefeitura de São Paulo sanciona lei que propõe incentivos fiscais para retrofit de prédios antigos da região central. Cidade de São Paulo. <https://www.capital.sp.gov.br/noticia/prefeitura-de-sao-paulo-sanciona-lei-que-propoe-incentivos-fiscais-para-retrofit-de-predios-antigos-da-regiao-central>.

Tavolari, B., Kruger, L., Rocha, T. L. B. d. & Nisida, V. (2021). Nota Técnica: Projeto de Lei n. 447/2021 que dispõe sobre o Programa Requalifica Centro.

Notas

- 1 Podcast disponível na plataforma *Spotify*: <https://open.spotify.com/episode/3NqlV4vSAWzLKNdQblsXzd?si=086004d34fe34295>.
- 2 Todas as conversões para dólar americano (USD) referem-se à cotação da moeda na data da transação, ou na data mais próxima possível que se saiba, e foram obtidas junto ao Banco Central do Brasil.
- 3 Podcast disponível na plataforma *Spotify*: <https://open.spotify.com/episode/0A34VOWa8rpSiKVsiwKdm?si=b2770aa89f55472e>
- 4 A expressão *short-stay* é melhor traduzida como “aluguel por temporada”. Conforme explicado pelos gestores do Fundo *Rio Bravo*, trata-se de estadias curtas, entre alguns dias até 3 meses de ocupação. Nesses casos, o aluguel é contabilizado por diária. Em comparação com a locação convencional, o *short-stay* costuma ter taxas de ocupação mais baixas e aluguel por m² mais altos.
- 5 A expressão *long-stay* refere-se a algo mais próximo do aluguel convencional e é regida pela lei do inquilinato. Segundo os gestores do Fundo Rio Bravo, o aluguel nessa modalidade tem curva de ocupação mais lenta em comparação ao *short-stay*, mas permite de caixa previsível ao Fundo.
- 6 Definição publicada pelo BTG Pactual no artigo “O que é e quem pode ser um Investidor Qualificado (IQ)?”, publicado em 25/03/2021.
- 7 Fala do CEO da Vitacon para o jornal O Globo em 24/07/2020.