



UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA
“JÚLIO DE MESQUITA FILHO”

João Vitor de Souza Ferreira

**O circuito financeiro-imobiliário em cidades médias brasileiras:
Novos condicionamentos na produção do espaço urbano**

Presidente Prudente

Fevereiro de 2021

João Vitor de Souza Ferreira

O circuito financeiro-imobiliário em cidades médias brasileiras:
Novos condicionamentos na produção do espaço urbano

Monografia apresentada ao Curso de Graduação em Geografia da Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho” (Unesp), câmpus de Presidente Prudente – SP, para a obtenção do título de Bacharel em Geografia

Orientador: Everaldo Santos Melazzo

Presidente Prudente

Fevereiro de 2021

F383c	<p>Ferreira, João Vitor de Souza</p> <p>O circuito financeiro-imobiliário em cidades médias brasileiras: Novos condicionamentos na produção do espaço urbano / João Vitor de Souza Ferreira. -- Presidente Prudente, 2021 71 p.</p> <p>Trabalho de conclusão de curso (Bacharelado - Geografia) - Universidade Estadual Paulista (Unesp), Faculdade de Ciências e Tecnologia, Presidente Prudente Orientador: Everaldo Santos Melazzo</p> <p>1. Mercado Imobiliário. 2. Financeirização. 3. Securitização Imobiliária. 4. Cidades Médias. I. Título.</p>
-------	--

Sistema de geração automática de fichas catalográficas da Unesp. Biblioteca da Faculdade de Ciências e Tecnologia, Presidente Prudente. Dados fornecidos pelo autor(a).

Essa ficha não pode ser modificada.

Agradecimentos

Agradeço primeiramente aos meus pais, Maura e Anésio, por todo o amor, apoio e confiança ao longo de toda a minha vida. Faltam palavras pra expressar gratidão, mas saibam que nada disso teria acontecido sem vocês.

Ao Everaldo por toda a paciência ao longo das orientações, por ter me ensinado ao longo desses anos o que é realizar uma pesquisa. Agradeço pelos debates, reuniões e ensinamentos, sei que não foi fácil.

Agradeço a todos do CEMESPP pelas reuniões, debates, ensinamentos, cafés, conversas e churrascos. Agradeço ao Marlon, Bruno Barcella, Victória, Bruna, João Vitor Pavoni, Thiago, Eduardo, Márcia Cardin e Ester.

Aos que moraram comigo ao longo desses anos João Vitor, Augusto, Helder, Giovanni e Michel. Obrigado por todas as conversas, almoços e brincadeiras, Prudente não seria a mesma sem vocês.

Aos amigos que a turma LIX me apresentou e que me acompanharam ao longo desses anos, Emanuela, Guilherme, Pedro, Fernando, William, Karina, Mariana, Daiane, Felipe Melhado, Felipe Quilici, Lucas Vinicius e Caio. Obrigado por todos os trabalhos, trabalhos de campo, festas, churrascos, conversas e cervejas ao longo desses anos de graduação.

Aos amigos que me acompanharam durante o Projeto Rondon, Emanuela, Karina, Caroline, Thais, Pedro, Kliwert e Eduardo. Aos professores que nos acompanharam, Claudemira e Fernando Okimoto, assim como a todos que nos acolheram em Francinópolis, nunca os esquecerei.

Ao Gabriel, Mario, Lucas, Bianca, Isabelam Mariana Sumita e Marcelo, que mesmo distantes sempre se fizeram presentes, obrigado por todos os finais de semana, conversas, cervejas e histórias ao longo desses anos, saibam que os levarei para sempre comigo.

Agradeço aos professores do curso de Geografia que me acompanharam ao longo da graduação, nas aulas e trabalhos de campo, cada um contribuiu de alguma forma para a realização desse trabalho. Agradeço também a CNPq e a Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo – FAPESP (Processo nº 2018/13347-2) pelas bolsas de iniciação científica concedidas ao longo da graduação. Agradeço,

também, a banca por aceitarem o convite e se disporem a ler e contribuir com este trabalho.

A Bateria Furiosa por me permitir sempre ter um espaço e momento de descontração, boas conversas, cervejas, muito trabalho, mas acima de tudo aprendizado. Seria interminável a lista dos que por lá passaram, me receberam e fizeram parte dessa história, agradeço a toda gestão 2019 e 2020 pelas reuniões até tarde da noite, as conversas e cervejas, em especial agradeço ao Marcos, Ivy e Fernando.

Por último, agradeço a Emanuela, por todo apoio, carinho, lucidez, broncas, empurrões, ensinamentos, viagens e por me acompanhar pela vida, nada disso teria acontecido sem você.

Resumo

O trabalho tem como objetivo a análise dos processos e dinâmicas produzidos pelos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) em cidades médias, buscando compreender suas características gerais e o entendimento dos seus processos de espacialização intraurbana, utilizando como fonte principal os dados primários das emissões produzidas pela Caixa Econômica Federal (CEF) entre os anos de 2002 e 2016. A análise procura valorizar a articulação de escalas presentes nos processos de financeirização do imobiliário e compreende os CRIs como instrumento do sistema financeiro, buscando analisá-los frente às escalas globais da valorização do capital, mas também, por meio das características dos mercados e dinâmicas imobiliárias de cada cidade. Além disso, procuramos entender os mecanismos e agentes envolvidos na emissão de um CRI e como a legislação brasileira condiciona e viabiliza um instrumento tão particular, produzindo um modelo de securitização diferente do que até então era apontado pela bibliografia nacional e internacional. Tal diferença é expressa tanto nos valores dos imóveis securitizados, quanto nas suas tipologias, que passam a ser majoritariamente residenciais e nos agentes envolvidos na securitização. Apresentamos ainda algumas das hipóteses desenvolvidas no decorrer da pesquisa, alguns questionamentos importantes para se pensar uma agenda de pesquisas geográficas acerca da securitização e os resultados obtidos ao longo da investigação como o destaque que os órgãos estatais assumem no modelo de securitização brasileira e como esse processo se dissemina pelos imóveis de baixo valor.

Palavras Chave: Mercado Imobiliário, Financeirização, Securitização Imobiliária, Cidades Médias

Abstract:

This work aims to analyze the processes and dynamics produced by Real Estate Receivables Certificates (CRIs) in medium-sized cities, seeking to understand their general characteristics and the understanding of their processes of intra-urban spatialization, using as the main source the primary data of emissions produced by Caixa Econômica Federal (CEF) between 2002 and 2016. The analysis seeks to value the articulation of scales present in the real estate financialization processes and understands CRIs as an instrument of the financial system, seeking to analyze them against the global scales of the valuation of the capital, but also through the characteristics of the markets and real estate dynamics of each city. In addition, we seek to understand the mechanisms and agents involved in issuing a CRI and how Brazilian legislation conditions and makes such a particular instrument viable, producing a securitization model different from what was previously pointed out by national and international bibliography. This difference is expressed both in the values of the securitized properties, as in their typologies, which become mostly residential and in the agents involved in the securitization. We also present some of the hypotheses developed during the research, some important questions to think about an agenda of geographic researches about securitization and the results obtained throughout the investigation as the highlight that state agencies assume in the Brazilian securitization model and how this process it spreads through low-value properties.

Keywords: Real Estate Market, Financialization, Real Estate Securitization, Medium Cities

Lista de Figuras

Figura 1: Evolução da regulamentação da legislação ao longo do tempo.....	19
Figura 2: Captura de tela do documento da emissão de CRI da CEF – 2011.....	25
Figura 3: Captura de tela do documento da emissão de CRI da CEF – 2014.....	26
Figura 4: Captura de tela do documento da emissão de CRI da CEF – 2015.....	27
Figura 5: Captura de tela do documento da emissão de CRI da CEF – 2016.....	28
Figura 6: Esquema de emissão de um certificado de Recebível Imobiliário.....	31
Figura 7: Captura de tela do <i>Software</i> Google Earth da imagem de satélite dos condomínios Tocantins - Total Ville e Itacaiunas - Total Ville – Marabá/PA.....	57

Lista de Mapas

Mapa 1: Concentração dos Certificados de Recebíveis Imobiliários no Brasil – 2011.....	38
Mapa 2: concentração dos Certificados de Recebíveis Imobiliários no Brasil – 2015.....	40
Mapa 3: Concentração dos Certificados de Recebíveis Imobiliários no Brasil – 2016.....	42
Mapa 4: Localização dos municípios de Chapecó e Florianópolis.....	48
Mapa 5: Imóveis securitizados Santa Catarina – 2011, 2015 e 2016.....	49
Mapa 6: Imóveis securitizados Chapecó, 2011, 2015, 2016.....	50
Mapa 7: Localização dos Municípios de Belém e Marabá.....	52
Mapa 8: Concentração dos Certificados de Recebíveis Imobiliários no Pará – 2011, 2015 e 2016.....	53
Mapa 9: Imóveis securitizados Marabá 2011, 2016.....	55

Mapa 10: Localização dos condomínios Tocantins - Total Ville e Itacaiunas - Total Ville - Marabá/PA.....	56
Mapa 11: localização dos municípios de Mossoró e Natal.....	56
Mapa 12: Concentração de CRIs no estado do Rio Grande do Norte – 2011, 2015 e 2016.....	60
Mapa 13: Imóveis securitizados Mossoró 2015, 2016	61

Lista de Quadros

Quadro 1: 10 cidades com maiores concentrações de CRIs da CEF– 2011.....	39
Quadro 2: 10 Cidades com maiores concentrações de CRIs da CEF –2015.....	41
Quadro 3: 10 cidades com as maiores concentrações de CRIs da CEF – 2016.....	43
Quadro 4: Número de imóveis Securitizados nas cidades do projeto Temático da Fapesp (FragUrb) para os anos de 2011, 2014, 2015 e 2016.....	45
Quadro 5: número de imóveis securitizados para as cidades selecionadas e suas capitais estaduais nos anos de 2011, 2015 e 2016.....	45
Quadro 6: Valores máximos e mínimos dos imóveis securitizados nas cidades analisadas e suas capitais estaduais – 2015	46

Lista de Gráficos

Gráfico 1: Valor total securitizado pela Caixa Econômica Federal – 2002 a 2016.....	44
--	----

Lista de Siglas

BNH: Banco Nacional de Habitação

CCI: Cédula de Crédito Imobiliário

CEF: Caixa Econômica Federal

CRI: Certificado de Recebível Imobiliário

CRA: Certificado de Recebível do Agronegócio

FIDIC: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

FII: Fundos de Investimentos Imobiliários

FGTS: Fundo de Garantia por Tempo de Serviço

SBPE: Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo

SFI: Sistema Financeiro Imobiliário

SFH: Sistema Financeiro Habitacional

SUDAM: Superintendência do Desenvolvimento da Amazônia

Sumário

Resumo	6
Abstract:	7
Lista de Mapas	8
Lista de Quadros	9
Lista de Gráficos	9
Lista de Siglas	9
Introdução	12
1.0. Legislação e particularidades do caso brasileiro	18
2.0. Materiais e Métodos	23
3.0. Estrutura de emissão de um CRI	30
4.0. As escalas da financeirização e as cidades analisadas	35
Chapecó	47
Marabá	51
Mossoró	57
Considerações Finais	63
Referências	68

Introdução

O trabalho tem como objetivo análise dos processos e dinâmicas dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) em cidades médias, buscando compreender suas características gerais e o entendimento dos seus processos de espacialização intraurbana. A produção cartográfica resultante do trabalho assume particular importância por entendermos que a partir dos mapas seja possível avançar nas primeiras análises da escala urbana da financeirização.

Vale ressaltar que este trabalho é resultado de dois anos de uma bolsa de Iniciação Científica FAPESP, que nos iniciaram no debate da Financeirização. Sendo assim, toda a metodologia utilizada no trabalho já havia sido testada e utilizada em outros trabalhos (FERREIRA, 2019a, 2019b, 2020).

O trabalho então é dividido da seguinte maneira: Na Introdução é realizada uma breve apresentação do tema, dos objetivos do trabalho e da forma como o mesmo será conduzido. No capítulo um é elaborada uma breve análise da legislação brasileira e de como sua evolução viabilizou os CRIs, além de apresentar algumas das individualidades do caso brasileiro de securitização. O capítulo dois apresenta os dados e os procedimentos utilizados e no capítulo quatro é debatida a estrutura de emissão de um CRI. No capítulo cinco são analisadas as escalas da securitização imobiliária e os CRIs frente às cidades analisadas. Por fim, nas Considerações finais, é apresentada uma síntese dos resultados obtidos e lançados alguns questionamentos para futuras investigações.

Ao longo do desenvolvimento do trabalho, desenvolvemos três hipóteses que procuraram guiar a pesquisa, e que serão retomadas ao final deste trabalho, são elas:

1ª hipótese: O CRI é um instrumento que não pode ser analisado a partir de apenas uma escala geográfica;

2ª hipótese: Os CRIs se dispersam a partir do sistema e da rede urbana;

3ª hipótese: A captura do território de se dá de maneira diferenciada em cada região.

Temos como objetivo geral deste trabalho, compreender a financeirização, articulando as escalas geográficas de sua operação, a partir da análise de emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), com ênfase nos emitidos pela Caixa econômica Federal (CEF) e como esse processo tem se apresentado em diferentes realidades do território nacional.

Como objetivos específicos, ampliar a análise para algumas das cidades do projeto temático da FAPESP denominado Fragmentação socioespacial e urbanização brasileira: escalas, vetores, ritmos e formas (FragUrb); entender o peso da securitização nestas cidades frente as capitais de seus estados; analisar o processo de securitização do ponto de vista intra-urbano em cidades selecionadas entre as cidades do projeto temático; com a análise do intraurbano contribuir com o debate da fragmentação socioespacial, considerando-se hipóteses decorrentes da pesquisa anterior de que tal processo se generaliza para imóveis residenciais de diferentes faixas de preço e disseminada pelo urbano.

Destacamos ainda, que, o trabalho não tem como objetivo específico a análise da estrutura e dinâmicas da CEF e do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS). Em que pese serem aqui considerados como importantes para a análise, entendemos que sua análise não caberia neste trabalho. Entretanto, sempre que necessário, algumas informações serão apresentadas para sua melhor compreensão.

Utilizamos nesta análise os dados das emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) da Caixa Econômica Federal (CEF). Tais emissões, disponibilizadas nos sites das empresas securitizadoras responsáveis pelas emissões analisadas (CIBRASEC, Brazilian Securities e RB Capital Securitizadora), são referentes aos anos de 2002, 2011, 2014, 2015 e 2016 e, para sua utilização, foi necessária a tabulação e filtragem dos dados de forma manual pois, na maioria dos documentos, a qualidade é muito baixa na medida em que se encontram em formato “escaneado” de arquivo na extensão PDF.

Importante remarcar que o processo da financeirização surge no início da década de 1970 como o novo “padrão sistêmico de riqueza”, partindo dos Estados Unidos e se disseminando pelo mundo. Neste modelo, as finanças, conformada pelo seu específico mercado, o mercado financeiro, passam a exercer uma dominância sobre a produção e reprodução da riqueza capitalista (BRAGA, 1997).

Reconhecemos que se trata de amplo, complexo e intrincado processo que exige rigor e aprofundamento conceitual, sujeito a polêmicas. Em decorrência disto, neste trabalho nos limitamos a analisar apenas uma das faces do processo de financeirização: a securitização imobiliária e seu principal produto no “modelo brasileiro”, os CRIs.

Como procuramos analisá-los a partir das contribuições que a Geografia pode aportar no debate, interessa compreendê-los em sua dimensão espacial, debate esse que alguns autores indicam ser negligenciado por parte da bibliografia (AALBERS, 2019)

na medida em que “Um segundo conjunto de estudos, muito menor, vem analisando a implementação e a difusão geográfica da securitização imobiliária.” (AALBERS, 2019; p. 5)¹

Para realizarmos tal análise espacial da securitização utilizamos os dados de emissões de CRIs da CEF, a partir dos quais nos foi possível, além de analisar sua distribuição espacial no que se refere à dimensão da rede urbana, pensá-los também na dimensão de cada cidade selecionada. Este exercício tem permitido iniciar a problematização das particularidades do caso brasileiro de financeirização, principalmente ao incluirmos na análise cidades de diferentes realidades socioespaciais.

Como já afirmado, a securitização surge na década de 1970, nos Estados Unidos, como instrumento e mecanismo que busca a antecipação de lucros e rendimentos dos empréstimos concedidos pelos bancos ao financiamento da habitação. Uma de suas principais inovações são os Mortgage-backed Securities (MBSs), amplamente descrito por Gotham (2009) e Aalbers (2008). Surgem, assim, da necessidade que o capitalismo contemporâneo requer de extrema liquidez e rapidez na circulação, que somente os ativos financeiros podem oferecer (BELUZZO, 2017)² Ao contrário do lento fluxo do pagamento de hipotecas ou financiamentos imobiliários, que se estende por longos períodos de tempo.

No Brasil, a securitização só chega no final dos anos 1990, quando o aparato jurídico e institucional necessário ao seu funcionamento é implantado, com a criação do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), promulgado em 1997 pelo então presidente Fernando Henrique Cardoso. Junto com a securitização surge, também, o instrumento brasileiro, baseado nos MBSs Estadunidenses, os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs).

Os CRIs não são os únicos produtos da securitização no Brasil. Podemos citar também os CRAs (Certificados de Recebíveis do Agronegócio). Já existe sobre essa tipologia de securitização uma extensa e variada bibliografia e em caso de interesse no tema indicamos a leitura de Buranelo e Oioli (2019), assim como o relatório Anual UQBAR sobre CRAs (2019). Entretanto, o tema dos CRAs não será abordado neste trabalho, focando apenas no estudo e análise dos CRIs.

¹ A second, much smaller set of studies has looked at the implementation and geographical diffusion of mortgage securitization. (tradução nossa)

² Relembramos as cenas iniciais do filme “A grande aposta” (2015) que mostra todo o entusiasmo do mercado financeiro com os títulos lastreados em empréstimos imobiliários e a velocidade com o qual eles se dispersam pelo mercado

A definição de securitização vem sendo debatida por vários autores, entre eles Pires (2015) que a define como: “Trata-se de processo por meio qual os fluxos financeiros ilíquidos (recebíveis de cartões de crédito, duplicatas, contas a receber) são transformados em títulos líquidos negociáveis no mercado de capitais, propiciando a circulação de riquezas” (PIRES, 2015. p.26).

No mesmo sentido, para esta investigação, utilizamos a definição de securitização apresentada por Melazzo e Abreu:

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

A definição aponta a necessidade de analisarmos e considerarmos a securitização de acordo com a mercadoria que lhe confere o lastro, que, no caso analisado, são os imóveis, a partir dos quais devem ser consideradas suas características específicas de produção e consumo.

O caso dos CRIs implica no entendimento da localização e do mercado imobiliário no qual o imóvel, cuja dívida foi securitizada, está inserido, além, é claro, dos rendimentos que possam advir ao longo de certo período de tempo (considerando o fluxo de caixa futuro e sua antecipação ao presente). Nisto está incluso não apenas o seu preço de mercado ou valor de financiamento, mas, sobretudo, a base a partir da qual se estruturam os ganhos do mercado imobiliário que é a renda da terra, considerando todo o debate acerca da teoria da renda da terra desenvolvidos por autores como Haila (1988, 1990) e Harvey (1990).

Infere-se, então, que esses instrumentos conectam a renda da terra dos mercados fundiários locais ao capital financeiro e seus circuitos de reprodução e circulação. Além disso, tais instrumentos, os papéis da securitização, incluem a necessidade de um mercado específico para sua comercialização e a criação de agentes envolvidos na emissão de um produto tão específico como um CRI e que, no Brasil, só são instituídos com a promulgação do SFI.

Tal perspectiva é também apresentada por Aalbers (2019), ao realizar uma análise do mercado internacional de securitização ao afirmar que este só se concretiza com a criação e regulamentação de um mercado pelo Estado.

Vários autores apontam a necessidade de entendermos as novas relações entre financeirização e imobiliário para entendermos as dinâmicas e produção do capitalismo contemporâneo (FIX e PAULANI, 2019, WEBER, 2015) e as transformações que a financeirização vem provocando no urbano (DEL VALLE, 2018), além de apontarem a crescente relação entre o financeiro e o imobiliário, tanto pelos altos custos do imobiliário, quanto pela transformação da terra urbana em instrumentos de acumulação do capital financeiro (DEL VALLE, 2018; ROLNIK, 2015).

Aalbers (2019), ao realizar uma análise da securitização e financeirização em nível internacional, destaca as várias diferenças entre os modelos de financeirização, os atores e suas lógicas

Frequentemente, presume-se que os processos de financeirização são menos pronunciados ou avançados no Norte Global do que no Sul Global. Essas reivindicações não são apenas contestáveis, mas também erram o alvo. A financeirização habitacional, ou qualquer outra forma de financeirização para esse caso, não é para mostrar qual lugar é mais financeirizado; trata-se de compreender o processo pelo qual os atores financeiros, mercados, práticas, medições e narrativas estão se tornando cada vez mais dominantes”. (AALBERS, 2019; p.5)³ (tradução nossa)

A citação nos leva a considerar que os focos da pesquisa poderiam ser conduzidos pela busca do entendimento das lógicas e processos, além da busca pelo que diferencia o modelo brasileiro de financeirização. Procuraremos, então, interpretar o modelo de securitização imobiliária nacional a partir do modelo adotado pela CEF como um caminho de análise, de um lado e, de outro, compreendendo seus agentes, mercados, práticas, medidas e narrativas, particularmente quando se trata de analisá-la em sua dimensão geográfica.

A análise proposta neste trabalho não se trata de algo meramente quantitativo, como a identificação de onde se concentram mais ou menos CRIs, mas sim, identificar

³ “It is often assumed that financialization processes are less pronounced or advanced in the Global North than in the Global South. Not only are these claims contestable, they also miss the point. Housing financialization, or any other form of financialization for that matter, is not primarily about showing which place is more financialized; it is about understanding the process by which financial actors, markets, practices, measurements, and narratives are increasingly becoming dominant”

como esse processo se adapta às lógicas e agentes do mercado nacional, além é claro das potencialidades desses novos agentes em produzir o espaço urbano.

1.0. Legislação e particularidades do caso brasileiro

Durante a realização do trabalho, um dos pontos importantes para o desenvolvimento da pesquisa foi o debate acerca de legislação e dos processos envolvidos na securitização de empréstimos imobiliários no Brasil. Continuamos aqui, o debate que havia sido iniciado no período da bolsa de iniciação científica da Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (FAPESP), que permitiu que iniciássemos o debate aqui apresentado. Buscamos aprofundar alguns pontos e compreender melhor como as rodadas, de regulamentações, ou seja, os permanentes lançamentos de novas regulações que ajustam, complementam e tornam mais funcional, viabilizam o processo de securitização imobiliária e seus produtos.

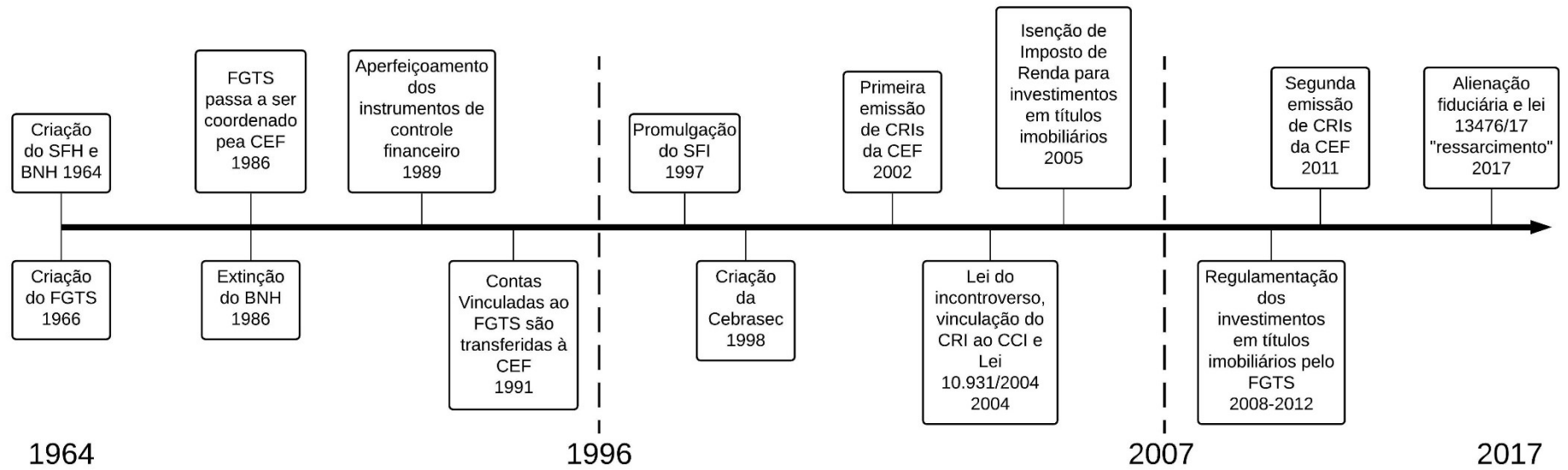
Tentamos entender como um produto, como os CRIs, de características tão próprias, foi viabilizado por legislações que vão regulamentando o mercado de títulos secundários. Para tal, trazemos a evolução cronológica dos marcos regulatórios que culminaram na viabilização dos CRIs, destacando os pontos considerados mais importantes.

Dividimos as regulamentações em três momentos distintos, tendo o início e o fim de cada momento indicado por linhas tracejadas apresentadas na Figura 1: o primeiro de 1964 a 1996, de constituição do SFH (Sistema Financeiro Habitacional); um segundo momento de 1997 a 2007 marcado pela implantação e início das regulamentações do SFI (Sistema Financeiro Imobiliário) e um terceiro momento marcado pela inserção do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) no “mercado de securitização” a partir do ano de 2009 (ROYER, 2016).

O primeiro momento é bem demarcado pela estruturação dos mecanismos de financiamento como a criação SFH e do Banco Nacional da Habitação (BNH), num período em que, até então, as estruturas financeiras ainda eram pouco desenvolvidas no país. Esse momento é importante pois representa o período da criação de vários dos mecanismos, agências e órgãos, alguns deles tais como o SFH e BNH, criados entre 1964 e 1965 (este último extinto em 1986) e o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), criado em 1966.

O SFH foi um sistema responsável pela mobilização de recursos utilizados pelo BNH para a promoção das obras planejadas pelo Plano Nacional de Habitação e foi muito importante naquele primeiro momento. Ponto importante também foi a extinção

Figura 1: Evolução da regulamentação da legislação ao longo do tempo



Fonte: AMBIMA (2015) ROYER (2009, 2016) UQBAR (2016).Elaboração do autor.

do BNH em 1986 e a paulatina transferência e concentração das contas e da coordenação do FGTS para a Caixa Econômica Federal (CEF).

O segundo momento é marcado a partir de 1997 pela promulgação, pelo então Presidente Fernando Henrique Cardoso, do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI). A partir daí, é marcada a estruturação de um mercado de securitização como conhecemos hoje, com a implantação de uma série de elementos que passaram a visar a segurança jurídica do investidor e a criação de empresas para atuar neste mercado, tal como a primeira companhia de securitização brasileira, a CIBRASEC, em 1998.

Royer (2009) destaca as diferenças entre os dois sistemas e aponta qual era a argumentação proposta para justificar a criação do SFI.

“Ao contrário do sistema anterior, apoiado em um funding público, o SFI buscava deslançar o crédito imobiliário com o uso de instrumentos financeiros inovadores como o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), a Letra de Crédito Imobiliário (LCI) e a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI), buscando introduzir, ainda que em menor escala, um mercado de financiamento habitacional semelhante ao modelo norte-americano, provendo as condições necessárias ao desenvolvimento de um mercado secundário de hipotecas, que teria como função primordial transformar a concessão de crédito imobiliário num investimento dotado de segurança e liquidez.” (ROYER, 2009; p. 16)

Além do início da regulamentação do mercado, o período é importante para que tais agentes pudessem viabilizar o comércio, circulação e emissão de ativos secundários como os CRIs e para criarem condições “atrativas” aos investidores. É nesse período que se muda a vinculação do CRI para as cédulas de crédito imobiliário (CCI) que, na prática, torna mais simples a emissão de um CRI, não necessitando do consentimento do mutuário para realização da securitização.

Além disso, há a concessão da isenção de imposto de renda aos investimentos em títulos secundários e permissão da venda dos mesmos na bolsa de valores e não mais no mercado de balcão (BOTELHO, 2007). O período também é marcado pela primeira tentativa da CEF de entrar no mercado de securitização, com a sua primeira emissão de CRIs em 2002, tal como indicado na Figura 1.⁴

Se o primeiro momento marca a criação das estruturas e o segundo a regulamentação e atratividade, o terceiro momento denota a expansão e difusão dos CRIs pela CEF, como produto. Isso só é possível pelas regulamentações ocorridas de

2008 a 2012 que passaram a permitir que o FGTS compre CRIs residenciais (ROYER, 2016).

Esse terceiro momento marca, também, a volta da CEF ao mercado de securitização com o lançamento da sua segunda emissão, em 2011, como expresso pela Figura 1. Além do FGTS, o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) foi autorizado, no mesmo período, a comprar CRIs, como destacado por Eloy (2013).⁵ “Na mesma linha, a regulamentação do SBPE passou a admitir a contabilização de CRIs adquiridas e dos investimentos em FIIs e FIDCs⁶ como parte do cumprimento da exigibilidade em crédito habitacional.” (ELOY, 2013, p. 60).

Essa regulamentação de compras de CRIs pelo FGTS e pelo SBPE são extremamente importantes pois, com a disponibilização de fartos recursos, viabiliza a comercialização dos CRIs (ou seja, sua circulação), tendo no FGTS um investidor em potencial, representando, em 2016, o segundo maior investimento do FGTS em títulos e valores mobiliários⁷, com um total alocado de quase 10 bilhões, atrás apenas das Notas do Tesouro Nacional.

Além disso, o FGTS foi responsável por comprar 19% de todos os CRIs emitidos no país no período de 2010 a 2020 (UQBAR, 2020c). Ainda, a recente alteração na lei da Alienação Fiduciária, Lei 13.476 de 2017 garante a segurança do investidor e seu ressarcimento se, em caso de leilão do imóvel para quitação da dívida, os valores obtidos não cobrirem os valores da dívida. Acredita-se, assim, que se trata de um processo em permanente aperfeiçoamento, visando a expansão do mercado de CRIs, garantindo-lhe, assim, segurança, estabilidade e liquidez.

Recentemente, a Medida Provisória MP. 992 de 2020 (não incluída na Figura 1) regulamentou a alienação fiduciária compartilhada. Na prática, o dono do imóvel pode refinanciar uma dívida dando o imóvel ainda não quitado como garantia. Porém, pairam dúvidas sobre sua operacionalização. “Ainda não se sabe quais são os impactos dessa medida na securitização imobiliária, visto que ainda não foi divulgado como o mecanismo irá funcionar, entretanto a medida tem sido comemorada pelo mercado.” (TLON CRI Jornal. 2020).

⁵ Não foram identificadas quais as regulamentações que autorizam o SBPE a comprar CRIs, por isso as mesmas não adicionadas à linha do tempo.

⁶ FIIs são Fundos de Investimentos Imobiliários, já FIDICs são Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios. Neste trabalho não iremos nos aprofundar na apresentação e debate desses instrumentos, em caso de interesse no tema, indicamos a leitura de “Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDIC)” de Daniela Marin Pires (2015).

⁷ Dados obtidos a partir do relatório de administração do FGTS disponibilizado pela Caixa Econômica Federal

Royer (2009) e Eloy (2013) destacam que, durante a implantação do SFI, propunha-se um novo modelo em que se tencionava o fim do funding público. Entretanto, viu-se necessário à viabilização dos instrumentos criados com o SFI e a busca por recursos por meio de outras fontes que não o mercado. “Com a dificuldade para emplacar a securitização, foram concedidos incentivos fiscais por meio da isenção tributária. Além disso, o SFI buscou recursos junto às fontes do SFH – FGTS e SBPE – um contrasenso.” (Eloy, 2013, p. 60).

Fica evidente, após uma breve análise do processo de estruturação das regulamentações, dos marcos que viabilizaram os CRIs e dos debates propostos pela bibliografia, que esse processo não pode ser analisado de forma isolada. A Figura 1 e as regulamentações apresentadas devem, então, ser lidas como um processo de “longa duração” em que cada elemento compõe mais uma etapa das rodadas de financeirização da economia. Além disto, é preciso entender que cada elemento é necessário à compreensão dos processos anteriores e posteriores a ele e não compreensível de forma isolada.

2.0. Materiais e Métodos

Tivemos uma preocupação muito grande com os dados empíricos, pois entendemos que as informações que deles podem ser elaboradas permitem uma análise geográfica, atentos às diferentes escalas e às questões de cunho teórico-metodológico para sua interpretação. Tentamos, por meio dessas informações, fazer uma análise geográfica da financeirização, tendo como base as emissões de CRIs da CEF.

Os dados analisados são referentes às Séries de emissões de CRIs, todos da Caixa Econômica Federal (CEF), sendo eles a 11ª série da 2ª emissão da CIBRASEC - CIA Brasileira de Securitização no ano de 2002, as 203ª e 204ª séries da 1ª emissão da Brazilian Securities no ano de 2011, as 110ª e 111ª séries da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização referentes ao ano de 2014, além das 123ª e 124ª séries da 1ª emissão de 2015, de responsabilidade, também, da RB Capital Companhia de Securitização⁸ e as 265ª e 266ª séries da 2ª emissão da CIBRASEC - CIA Brasileira de Securitização referente ao ano de 2016.

Entendendo as especificidades deste trabalho, trazemos antes da apresentação dos dados um glossário básico com alguns dos termos que serão apresentados e utilizados ao longo do trabalho

- **Agencia de *Rating*:** É a empresa que avalia os empréstimos e estruturação dos CRIs para verificar a “qualidade” dos mesmos e garantir que não ocorram fraudes nem prejuízos aos investidores;
- **Agente Fiduciário:** É o agente responsável pela liquidação dos títulos da carteira, representar os investidores, administrar a emissão, além de comunicar os investidores quanto aos ganhos e desempenhos da carteira de investimento;
- **Prospecto definitivo:** É o documento que apresenta algumas das informações técnicas e de relevância para o investidor, referentes a emissão, nele contém as taxas de juros, as datas de vencimento, as taxas de administração, a agencia de *rating* (quando houver) entre outras informações;

⁸ As emissões são divididas em estruturas duas de séries, sendo a segunda sempre subordinada a primeira, isso se deve ao fato dos CRIs serem divididos em subordinados (ou júnior) e sênior, sendo o pagamento do primeiro sendo afetado somente após o pagamento ao qual ele se subordina, o CRI sênior (BRAZILIAN SECURITIES, 2011).

- **Securitizadora:** É a empresa responsável pela emissão em si, é ela que organiza e realiza o processo de emissão de um CRI junto ao mercado;
- **Termo de emissão de CRI:** É o documento que contém as informações referentes aos imóveis que tiveram suas dívidas securitizadas, são nesse documento que coletamos as informações que utilizamos nas nossas análises e que subsidiaram a produção cartográfica.

Neste trabalho, utilizamos as informações contidas nos prospectos definitivos das emissões. Dentre as informações disponíveis, selecionamos a cidade, o endereço e os valores do financiamento para elaborarmos essa análise.

As figuras apresentadas têm como finalidade demonstrar a forma que se apresentam os documentos das emissões e o conjunto das informações neles contidas e, também, possibilitar uma ideia do processo envolvido na tabulação e filtragem dos dados.

A emissão de 2011, de responsabilidade da Brazilian Securities, foi composta por 3337 imóveis distribuídos em 400 municípios de todo o território nacional. Quanto à qualidade do documento, o mesmo apresenta uma resolução muito baixa dificultando a leitura e extração de dados.

Figura 2: Captura de tela do documento da emissão de CRI da CEF - 2011

ANEXO I
IDENTIFICAÇÃO DOS CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS

#	Devedor	Série CRI	Nº CCI	Logradouro	Endereço	Complemento	BAIRRO	CEP	Cidade/Estado	Oficial de Imóvel	Nº matrícula Imóvel	Valor da Emissão
1	ABILIO JOSE DE SA	CEF 1	707	R	5 CJ	928	CID JARDIM	13501080	RIO CLARO / SP	1º ORI de Rio Claro / SP	31.135	180.710,92
2	ABRAHAM LINCOLN FERREIRA CARDOSO	CEF 1	1472	AV	SMPW OD 26 CONJ 11 LT	1	PARK WAY	71745611	BRASILIA / DF	4º ORI de Brasilia / DF	11.697	112.636,11
3	ACACIA SOARES PEIXOTO SUASSUNA	CEF 1	127	R	JOSE BONIFACIO	67	CENTRO	58100640	CAMPINA GRANDE / PB	1º ORI de Campina Grande / PB	60.387	102.390,39
4	ACACIO CABRAL GUERRA	CEF 1	1639	R	SANTO APOLO	265	DIX SEPT ROSAD	59054130	NATAL / RN	6º ORI de Natal / RN	47.353	92.882,23
5	ACARTIO JOSE SCHARDONG	CEF 1	985	R	BRUNO LOBO	537	BAIRRO ALTO	82820140	CURITIBA / PR	9º ORI de Curitiba / PR	64.086	87.442,09
6	ACHILES LIMA MACEDO	CEF 1	166	AV	AUGUSTO FRANCO	3600	PONTO NOVO	49097340	ARACAJU / SE	1º ORI de Aracaju / SE	21.594	52.914,56
7	ADALBERTO LEOPOLDO ADRIANO	CEF 1	2874	R	IPE ROSA	758	CARIANOS	88047626	FLORIANOPOLIS / SC	2º ORI de Florianópolis / SC	49.941	45.253,16
8	ADALBERTO WINTER	CEF 1	2703	R	PARA	134	AMERICA	89204420	JOINVILLE / SC	1º ORI de Joinville / SC	116.428	44.360,15
9	ADAO MOREIRA ROCHA	CEF 1	664	R	PEDRO BUENO	1072	IBIRAPUERA	4342000	SAO PAULO / SP	15º ORI de São Paulo / SP	115.675	47.602,59
10	ADAUARI DAS DORES RIBAS	CEF 1	2696	R	SENADOR ANTONIO VELELA	70	CIDADE NOVA	95112220	CAXIAS DO SUL / RS	1º ORI de Caxias do Sul / RS	28.705	41.113,37
11	ADAUTO PENNA	CEF 1	4284	R	BELO HORIZONTE	25	NOGUEIRA	25730340	PETROPOLIS / RJ	11º ORI de Petrópolis / RJ	14.571	61.268,88
12	ADECIO OMENA	CEF 1	1995	R	ALBERTO SOARES SAMPAIO	205	TAQUARA	22715300	RIO DE JANEIRO / RJ	9º ORI de Rio de Janeiro / RJ	27.093	47.233,14
13	ADECIR SANTOS ELIAS	CEF 1	2495	R	SAO LUCIANO	36	BOEHMERWALD	89232635	JOINVILLE / SC	3º ORI de Joinville / SC	25.390	36.696,18
14	ADELSON LEDO AVELINO ROCHA	CEF 1	3210	AV	SILVIO CARLOS VIANNA	1935	PONTA VERDE	57035160	MACEIO / AL	1º ORI de Maceió / AL	68.923	24.418,62
15	ADEIR ALVES DA SILVA	CEF 1	3159	R	8	CHACARA 95	ST RECREIO AME	75073110	ANAPOLIS / GO	1º ORI de Anápolis / GO	20.063	90.736,84
16	ADELAIDE ALTAMIRA XAVIER DOS REIS	CEF 1	1167	AV	CAVALHADA	6077	CAVALHADA	91320000	PORTO ALEGRE / RS	3º ORI de Porto Alegre / RS	23.564	28.459,52
17	ADELAR JOAO DE MARCO	CEF 1	2800	R	EDUARDO DE BRITTO	355	VILA ANNES	98100000	PASSO FUNDO / RS	1º ORI de Passo Fundo / RS	83.169	33.690,07
18	ADELICE LOPES FONTOURA	CEF 1	1446	AV	ROTARY INTERNACIONAL	1881	VILA AURORA II	78700000	RONDONOPOLIS / MT	1º ORI de Rondonópolis / MT	77.562	145.127,63
19	ADELINO MAC CORD DE FARIA	CEF 1	9009	R	FRANCISCO ROCHA	1700	BIGORRILHO	80730390	CURITIBA / PR	1º ORI de Curitiba / PR	3.064	104.547,49
20	ADELIR MACHADO	CEF 1	1134	R	FREDERICO KRAEMER	88	CENTRO	89190000	TAIO / SC	1º ORI de Rio do Sul / SC	15.503	10.032,26
21	ADELMAR LOPES FRANCO	CEF 1	3871	R	DR LAURO PARENTE	134	JD MARTINI	44382500	SAO PAULO / SP	11º ORI de São Paulo / SP	93.549	39.957,78
22	ADEMAR BOZZETTO	CEF 1	1314	R	FAGUNDES DOS REIS	535	CENTRO	99010070	PASSO FUNDO / RS	1º ORI de Passo Fundo / RS	71.086	28.168,69
23	ADEMAR SOARES DA LUZ	CEF 1	2098	R	RUI BARBOSA	347	VILA CAMISAO	79240000	JARDIM / MS	1º ORI de Jardim / MS	8.177	36.356,54
24	ADEMAR VALENTIM BINOTTO	CEF 1	1310	AV	NOSSA SENHORA DAS DORES	215	N S DORES	97050971	SANTA MARIA / RS	1º ORI de Santa Maria / RS	108.040	81.183,11
25	ADEMIR BARBOSA	CEF 1	4008	R	FELIPE ASSAD KARAN	512	ESTANCIA JOCKE	15077000	SAO JOSE DO RIO / SP	2º ORI de São José do Rio Preto / SP	2.195	129.525,54
26	ADEMIR CEZAR NOGUEIRA	CEF 1	1679	AV	DR ALBERTO BENEDETTI	349	VL SANTA TERE	90303400	SANTO ANDRE / SP	1º ORI de Santo André / SP	99.491	47.786,35
27	ADEMIR RENO DOS SANTOS	CEF 1	2691	R	ULISSES LOBO VIANA	85	CONJUNTO RESIDENCIAL TRINTA E UM DE MARCO	12237230	SAO JOSE DOS CA / SP	1º ORI de São José dos Campos / SP	39.544	32.000,01

63

Fonte: Brazilian Securities, 2011

A emissão de 2014, de responsabilidade da RB Capital Securitizadora, sendo a maior dentre as emissões aqui analisadas. É composta por 18521 imóveis securitizados distribuídos por 346 cidades. Diferentemente de outras emissões, é restrita apenas ao Estado de São Paulo. Chamamos a atenção para a baixa qualidade do documento,

Figura 3, na qual é possível observar que o mesmo é cortado pela metade, o que dificulta a leitura e a extração dos dados.

Figura 3: Captura de tela do documento da emissão de CRI da CEF - 2014

Fonte: RB Capital Companhia de Securitização, 2014

Quanto à emissão de 2015, de responsabilidade da RB Companhia de Securitização, é composta por 7462 imóveis securitizados, em 1236 municípios do território nacional.

Figura 4: Captura de tela do documento da emissão de CRI da CEF - 2015

Código do Documento	Nome do Emitente	Forma	CPF	Data de Emissão	Valor Nominal	Valor Real	Valor Nominal	Valor Real	Valor Nominal	Valor Real	Valor Nominal	Valor Real	Valor Nominal	Valor Real	Valor Nominal	Valor Real	Valor Nominal	Valor Real
0000000001	ALFA ROMEO FINANCIARIA S.A.	RENTA	07.000.000/0001-90	06/02/2015	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00
0000000002	ALFA ROMEO FINANCIARIA S.A.	RENTA	07.000.000/0001-90	06/02/2015	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00
0000000003	ALFA ROMEO FINANCIARIA S.A.	RENTA	07.000.000/0001-90	06/02/2015	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00
0000000004	ALFA ROMEO FINANCIARIA S.A.	RENTA	07.000.000/0001-90	06/02/2015	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00
0000000005	ALFA ROMEO FINANCIARIA S.A.	RENTA	07.000.000/0001-90	06/02/2015	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00
0000000006	ALFA ROMEO FINANCIARIA S.A.	RENTA	07.000.000/0001-90	06/02/2015	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00
0000000007	ALFA ROMEO FINANCIARIA S.A.	RENTA	07.000.000/0001-90	06/02/2015	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00
0000000008	ALFA ROMEO FINANCIARIA S.A.	RENTA	07.000.000/0001-90	06/02/2015	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00
0000000009	ALFA ROMEO FINANCIARIA S.A.	RENTA	07.000.000/0001-90	06/02/2015	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00
0000000010	ALFA ROMEO FINANCIARIA S.A.	RENTA	07.000.000/0001-90	06/02/2015	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00	9.876,00

Fonte: RB Capital Companhia de Securitização, 2015

A emissão de 2016, de responsabilidade da CIBRASEC, composta por 5321 imóveis securitizados, distribuídos por 678 municípios do território nacional. Quanto à qualidade do documento nota-se a evolução do mesmo, em termos de formato e dados disponíveis, quando comparado ao documento de 2011.

Figura 5: Captura de tela do documento da emissão de CRI da CEF – 2016

Emissor	CNPJ	Endereço Credor	Data Emissão	Data Vencimento	Prazo Vencimento	Juros Contrato	Atualização Monetária	Valor Crédito (R\$)
CAIXA ECONÔMICA FEDERAL Custodiante	00.360.305/0001-04	Sector Bancário Sul, Quadra 4, Lotes 3 e 4, Asa Sul, Brasília, DF	21/10/2016	01/02/2041	869 dias	8,56% a.a	TR	61.208,19
VORTX DTVM LTDA Devedor	22.618.500/0001-88	RUA FERREIRA DE ARAÚJO, 221, 9º ANDAR, CONJUNTO 94 + 95, PINHEIROS, Endereço Devedor	Número e Série 1 CEF1016	Cartório OFÍCIO DE REGISTRO DE IMÓVEIS Endereço Imóvel	Matrícula 118005	Seguro Sim	Multa Mora 2% 1% a.m	Fração 100%
MICHELE NELLO HOLZSCHUH	927.784.370-53	RUA 1, 13, QUADRA A, CERRITO, SANTA MARIA, RS, 97060500					COBRIGACÃO NAO	
CAIXA ECONÔMICA FEDERAL Custodiante	00.360.305/0001-04	Sector Bancário Sul, Quadra 4, Lotes 3 e 4, Asa Sul, Brasília, DF	21/10/2016	22/08/2041	907 dias	8,56% a.a	TR	53.405,58
VORTX DTVM LTDA Devedor	22.618.500/0001-88	RUA FERREIRA DE ARAÚJO, 221, 9º ANDAR, CONJUNTO 94 + 95, PINHEIROS, Endereço Devedor	Número e Série 2 CEF1016	Cartório TABELIONATO DE PROTESTO E OFÍCIO Endereço Imóvel	Matrícula 14088	Seguro Sim	Multa Mora 2% 1% a.m	Fração 100%
BRENDA GRAZELLI NOGUEIRA MORAES	959.771.041-20	RUA 1, 0, Q 06 L 13, JD PETROPOLIS, CERES, GO, 76300000					COBRIGACÃO NAO	
CAIXA ECONÔMICA FEDERAL Custodiante	00.360.305/0001-04	Sector Bancário Sul, Quadra 4, Lotes 3 e 4, Asa Sul, Brasília, DF	21/10/2016	27/05/2027	3870 dias	8,56% a.a	TR	40.737,32
VORTX DTVM LTDA Devedor	22.618.500/0001-88	RUA FERREIRA DE ARAÚJO, 221, 9º ANDAR, CONJUNTO 94 + 95, PINHEIROS, Endereço Devedor	Número e Série 3 CEF1016	Cartório 1ª TABELIONATO DE NOTAS E 2ª OFÍCIO Endereço Imóvel	Matrícula 15004	Seguro Sim	Multa Mora 2% 1% a.m	Fração 100%
BRUNA LUCIA DE OLIVEIRA DE ALMEIDA	045.569.425-00	RUA 1, 0, L 35-A Q 04, LAGOA, RATI, PR, 84500000					COBRIGACÃO NAO	
CAIXA ECONÔMICA FEDERAL Custodiante	00.360.305/0001-04	Sector Bancário Sul, Quadra 4, Lotes 3 e 4, Asa Sul, Brasília, DF	21/10/2016	25/10/2041	9135 dias	8,56% a.a	TR	85.856,90
VORTX DTVM LTDA Devedor	22.618.500/0001-88	RUA FERREIRA DE ARAÚJO, 221, 9º ANDAR, CONJUNTO 94 + 95, PINHEIROS, Endereço Devedor	Número e Série 4 CEF1016	Cartório 4º OFÍCIO DO REGISTRO DE IMÓVEIS Endereço Imóvel	Matrícula 3135	Seguro Sim	Multa Mora 2% 1% a.m	Fração 100%
GUILHERME PERINI PAES	089.598.457-94	RUA 1, 860, MORADA GRANJA, VOLTA REDONDA, RJ, 27265665					COBRIGACÃO NAO	
CAIXA ECONÔMICA FEDERAL Custodiante	00.360.305/0001-04	Sector Bancário Sul, Quadra 4, Lotes 3 e 4, Asa Sul, Brasília, DF	21/10/2016	30/11/2041	9171 dias	8,56% a.a	TR	106.920,58
VORTX DTVM LTDA Devedor	22.618.500/0001-88	RUA FERREIRA DE ARAÚJO, 221, 9º ANDAR, CONJUNTO 94 + 95, PINHEIROS, Endereço Devedor	Número e Série 5 CEF1016	Cartório 1º OFÍCIO DE REGISTRO DE IMÓVEIS Endereço Imóvel	Matrícula 79246	Seguro Sim	Multa Mora 2% 1% a.m	Fração 100%
MARILIA DE OLIVEIRA TAUMATURGO	419.205.703-49	RUA 1, 515 A, PAUPINA, FORTALEZA, CE, 60000000					COBRIGACÃO NAO	
CAIXA ECONÔMICA FEDERAL Custodiante	00.360.305/0001-04	Sector Bancário Sul, Quadra 4, Lotes 3 e 4, Asa Sul, Brasília, DF	21/10/2016	17/10/2041	9127 dias	8,56% a.a	TR	55.345,20
VORTX DTVM LTDA Devedor	22.618.500/0001-88	RUA FERREIRA DE ARAÚJO, 221, 9º ANDAR, CONJUNTO 94 + 95, PINHEIROS, Endereço Devedor	Número e Série 6 CEF1016	Cartório OFÍCIO DO REGISTRO DE IMÓVEIS Endereço Imóvel	Matrícula 13741	Seguro Sim	Multa Mora 2% 1% a.m	Fração 100%
JOSE ORLANDO TEIXEIRA DUARTE	849.090.728-91	RUA 1, 360, PERFERIA, CARMO DO PARANAIBA, MG, 38840000					COBRIGACÃO NAO	
CAIXA ECONÔMICA FEDERAL Custodiante	00.360.305/0001-04	Sector Bancário Sul, Quadra 4, Lotes 3 e 4, Asa Sul, Brasília, DF	21/10/2016	27/07/2040	8680 dias	8,56% a.a	TR	74.921,67
VORTX DTVM LTDA Devedor	22.618.500/0001-88	RUA FERREIRA DE ARAÚJO, 221, 9º ANDAR, CONJUNTO 94 + 95, PINHEIROS, Endereço Devedor	Número e Série 7 CEF1016	Cartório 1ª TABELIONATO DE NOTAS E OFÍCIO Endereço Imóvel	Matrícula 16434	Seguro Sim	Multa Mora 2% 1% a.m	Fração 100%
PAULO SERGIO CAETANO BATISTA	876.117.871-00	RUA 1, 0, QD.14 LT.15, SOL NASCENTE, INHUMAS, GO, 75340000					COBRIGACÃO NAO	
CAIXA ECONÔMICA FEDERAL Custodiante	00.360.305/0001-04	Sector Bancário Sul, Quadra 4, Lotes 3 e 4, Asa Sul, Brasília, DF	21/10/2016	21/09/2031	9448 dias	8,56% a.a	TR	34.759,94
VORTX DTVM LTDA Devedor	22.618.500/0001-88	RUA FERREIRA DE ARAÚJO, 221, 9º ANDAR, CONJUNTO 94 + 95, PINHEIROS, Endereço Devedor	Número e Série 8 CEF1016	Cartório 1ª TABELIONATO DE NOTAS E OFÍCIO Endereço Imóvel	Matrícula 4881	Seguro Sim	Multa Mora 2% 1% a.m	Fração 100%
CARLOS JOSE MARTINS	469.688.541-15	RUA 1, 0, QD 07 LT 03, ST MAGALHAES, PIRACANJUBA, GO, 75640000					COBRIGACÃO NAO	
CAIXA ECONÔMICA FEDERAL Custodiante	00.360.305/0001-04	Sector Bancário Sul, Quadra 4, Lotes 3 e 4, Asa Sul, Brasília, DF	21/10/2016	25/10/2041	9135 dias	8,56% a.a	TR	75.190,27
VORTX DTVM LTDA Devedor	22.618.500/0001-88	RUA FERREIRA DE ARAÚJO, 221, 9º ANDAR, CONJUNTO 94 + 95, PINHEIROS, Endereço Devedor	Número e Série 9 CEF1016	Cartório OFÍCIO DO REGISTRO DE IMÓVEIS Endereço Imóvel	Matrícula 7759	Seguro Sim	Multa Mora 2% 1% a.m	Fração 100%
SALOMÃO MATOS DA COSTA	886.453.321-58	RUA 2, 17, QD 04 LT 17, BEIRA RIO, PORTO NACIONAL, TO, 77500000					COBRIGACÃO NAO	

Fonte: CIBRASEC, 2016

Como já citado, esse trabalho é resultado de uma iniciação científica. A mesma é esteve vinculada ao projeto temático FAPESP “Fragmentação socioespacial e urbanização brasileira: escalas, vetores, ritmos e formas – FragUrb”. Sendo assim, a escolha das cidades analisadas partiu de uma análise prévia do conjunto de cidades estudadas no referido projeto temático, para então selecionarmos as cidades às quais nos dedicamos a analisar de forma mais aprofundada neste trabalho.

As cidades são: Chapecó/SC, Mossoró/RN, Marabá/PA, Ituiutaba/MG, Ribeirão Preto/SP, Presidente Prudente/SP, Dourados/MS, Maringá/PR e São Paulo/SP; sendo as três primeiras as quais iremos analisar de forma mais aprofundada neste trabalho. O objetivo central desta seleção é duplo: de um lado, ao incluir cidades de formações socioespaciais distintas, teremos a possibilidade de observar se, como e com qual intensidade os processos de securitização alcançam estas diferentes realidades e, de outro, contribuir com o citado Projeto Temático, articulando nossa análise às discussões mais amplas sobre a urbanização brasileira contemporânea.

Realizamos um esforço de trabalho em que a ajuda do grupo foi imprescindível para seu andamento, possibilitando a identificação do número de CRIs e em qual

município se localiza, nos permitindo elaborar mapas de dispersão dos CRIs em todo o território nacional. Devido ao volume de dados envolvidos, também foi possível recuperar as informações endereço dos imóveis securitizados apenas para os municípios de Chapecó/SC, Mossoró/RN, Marabá/PA.

Consideramos que os resultados obtidos foram extremamente importantes: além de permitir a análise espacial da financeirização e da securitização, vem permitindo, também, que construamos toda uma base de dados e informações que podem, além de subsidiar futuras pesquisas individuais, apoiar também a construção de futuras pesquisas coletivas.

Durante o processo de tabulação e georreferenciamento uma parte das informações foi perdida. Entretanto, essa perda não foi significativa e não impossibilitou a análise. Essa perda se deu entre os processos de digitação, filtragem e georreferenciamento dos dados. Esses dados não foram possíveis de serem recuperados por erros na informação analisada a partir dos termos de emissão. Tais erros vão desde imóveis securitizados em outros municípios, mas que foram registrados em cartórios das cidades analisadas, até ausência do endereço completo no termo de emissão, como é o caso dos imóveis securitizados em Marabá no ano de 2016, que analisaremos mais à frente.

É importante ressaltar que foi constatado que todos os imóveis securitizados pela CEF nas emissões de 2011, 2014, 2015 e 2016 são do tipo residencial.⁹ Os imóveis residenciais securitizados pela CEF, demonstra uma mudança no modelo vigente apontado pela bibliografia, que indicava a predominância dos grandes empreendimentos como *shoppings center*, complexos turísticos, grandes edifícios e galpões de empresas (BOTELHO, 2007; RUFINO, 2013). Esta constatação e a análise mais aprofundada da citada mudança serão melhor desenvolvidas a seguir

⁹ Informação retirada dos prospectos definitivos das respectivas emissões analisadas.

3.0. Estrutura de emissão de um CRI

A estruturação do mercado de securitização no Brasil é um processo recente e que gerou uma série de transformações no mercado financeiro, tanto pela adição de novas regulamentações, surgimento de novos agentes e novas necessidades do mercado para emitir, gerir e fazer circular um produto tão único quanto os CRIs, tal como já delineado.

Assim, procuramos nesse momento retomar o processo de emissão de um CRI, elaborando uma análise mais focada nos processos e agentes mais relevantes a nossa análise.

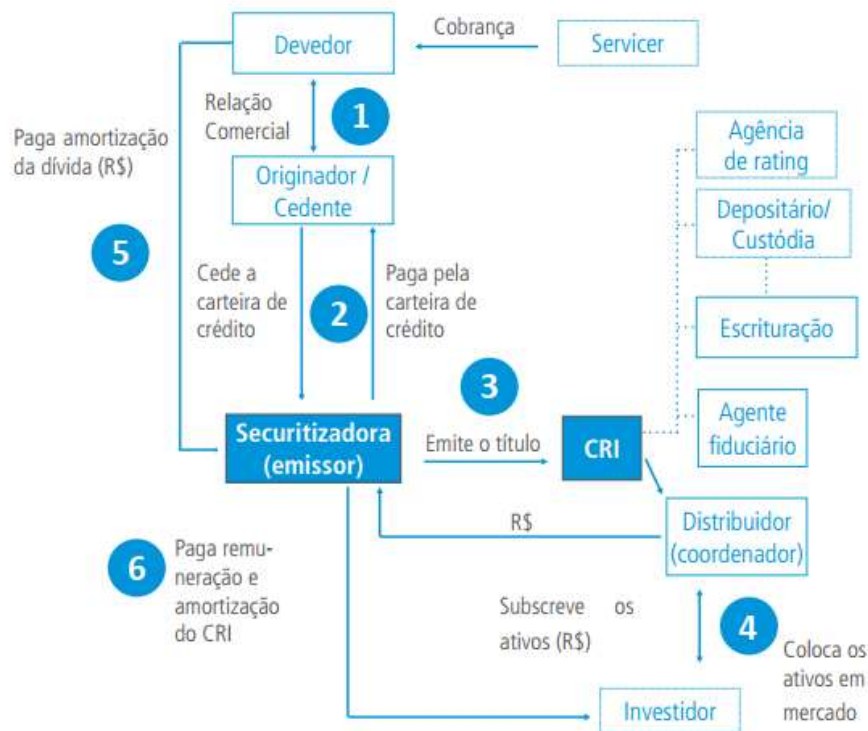
Diversos autores já se dedicaram a análise dos agentes envolvidos na emissão de um ativo securitizado, focando principalmente nas obrigações legais de cada agente (PIRES, 2015). É necessário destacar que o surgimento/criação desses agentes só se viabiliza com a regulamentação do mercado de Securitização pelo Estado.

Dentre os agentes envolvidos e necessários ao processo de securitização, destacamos a Securitizadora, que é a responsável por realizar o processo de emissão do CRIs. Entretanto, a Securitizadora não realiza esse processo sem o suporte e garantias legais articulados a outros agentes.

Entre esses agentes chamamos atenção para a Agência de *Rating*, que tem como função a avaliação dos riscos e da “qualidade” da carteira de Crédito que se deseja securitizar; o Agente Fiduciário responsável por supervisionar a liquidação dos títulos da carteira, administrar o processo da securitização, representar os investidores e enviar relatórios sobre o desempenho da carteira aos investidores. Destacamos também distribuidor ou coordenador que é o agente responsável pela distribuição das cotas aos investidores e indicar aos clientes qualquer alteração que ocorra no fundo ou na carteira de CRIs (PIRES, 2015).

Tão importante quanto conhecer os agentes e divisão de trabalho entres eles na estruturação deste mercado secundário de papéis lastreados em imóveis, é conhecer os processos envolvidos na emissão. Para isso, trazemos a Figura 6, que esquematiza o processo de emissão de um CRI.

Figura 6: Esquema de emissão de um certificado de Recebível Imobiliário.



Fonte: AMBIMA, 2015.

A emissão se inicia na etapa 1, indicada no esquema, com a relação entre o devedor e o cedente (ou originador) no momento em que o devedor busca o cedente para obtenção de crédito imobiliário. Essa relação nada mais é que o momento em que um indivíduo busca o banco para obtenção de um empréstimo imobiliário. É essa relação inicial que permite que se lastreia todo o processo de securitização imobiliária e emissão do CRI.

O processo segue com a cessão da carteira de créditos a uma empresa de securitização, etapa 2, que paga pela compra da mesma. A partir desse momento, a securitizadora, agora dona da carteira de créditos, pode, por meio de uma série de agentes, emitir o CRI. A Cessão da carteira de créditos à securitizadora garante, entre outras coisas, que os créditos cedidos saiam do balanço da empresa cedente, no caso analisado, a CEF. A partir desse momento a CEF não possui obrigações legais para com o processo.

O lastro da emissão, entretanto, não é no empréstimo em si, e sim a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI), tendo como o lastro da emissão o CCI. Este nada mais é que um produto derivado do empréstimo original. O lastro do processo no CCI torna mais

ágil e sem a necessidade de cessão do empréstimo, necessitando apenas do endosso no próprio título. Na prática, o CCI é um envelope, ou pacote, que torna o processo de emissão mais ágil e independente da vontade do devedor para a emissão do CRI.

A emissão propriamente dita de um CRI, indicada pela etapa 3, envolve alguns agentes específicos e isto se deve ao fato da necessidade de fornecer uma segurança jurídica aos investidores. Um CRI para ser emitido precisa ser avaliado por uma agência de *rating* para assegurar e avaliar a “qualidade” do CRI e se possui garantias de pagamento (MAFRA, 2006).

Mais ainda, é necessário que o CRI passe pela escrituração, por um agente fiduciário e este deve garantir que o CRI tenha validade e garantir, também, o recebimento dos direitos creditórios pelos compradores dos ativos.

Apesar das emissões da CEF passarem por avaliações de risco, nem todas as emissões de CRIs são obrigadas a passarem por tais avaliações, mas apenas aquelas que se enquadrem na Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (ICVM) 400. O Anuário UQBAR (2020A) destaca que 83,4% dos CRIs emitidos em 2019 não continham avaliações de risco.

“Apenas CRI distribuídos nos termos da ICVM 400 são obrigados a ter uma opinião de crédito emitida por uma agência de classificação de risco. Assim, não é surpresa que a maior parte dos CRI, tanto em termos de montante como em termos de títulos não são classificados. Em 2019, CRI representando 75,6% do montante total emitido, e 83,4% do número de títulos, não dispunham de nota de crédito por parte de uma agência de classificação de risco. Contudo, 23,0% do montante emitido diz respeito a CRI com nota de crédito atribuída entre ‘A’ e ‘AAA’, mas esse percentual cai para 5,7% sob a ótica do número de títulos. Adicionalmente, 1,4% e 10,9% do montante e do número de títulos, respectivamente, desfrutam de nota compreendida entre ‘B’ e ‘BBB’.” (UQBAR, 2020A. p. 29).

A evidência de que cerca de 83% das emissões de CRIs brasileiras não passem por avaliações de risco contrasta com o *marketing* feito pelas securitizadoras que indicam o investimento em CRIs, principalmente pela sua segurança, por se tratar de um ativo com lastro e que possui um imóvel como garantia. Entretanto, o que vem sendo indicado é que esses ativos podem não possuir tanta segurança.

Após a emissão, o “pacote” de CRIs é entregue a um coordenador, etapa 4, que os coloca no mercado disponibilizando-os para os investidores. A etapa 5 representa a constância de pagamento das parcelas do crédito imobiliário original e que garante o

fluxo de remunerações dos CRIs. Esses pagamentos são repassados diretamente à securitizadora, que os repassa aos vários investidores as devidas remunerações.

Em síntese, o processo de emissão de um CRI que reúne dividas variadas e heterogêneas em suas localizações, valores e fluxos futuros de pagamentos, as homogêneas e disponibiliza para investidores o direito de receber estas dividas na forma de fluxos contínuos e periódicos de pagamento.

Todo esse processo é extremamente técnico e jurídico e só possível de ser realizado de forma efetiva e atrativa aos investidores com a promulgação do SFI e a criação de um aparato sociotécnico¹⁰ (SANFELICI E HALBERT, 2018), que garanta a segurança jurídica e liquidez do ativo. Porém, possui, assim como todo bem imobiliário, uma dimensão espacial específica: a dimensão da escala urbana que é relevante a análise (MELAZZO e ABREU, 2019).

Ponto ainda muito controverso e pouco abordado pela bibliografia é a escolha dos imóveis a serem securitizados. Isso se deve em parte pelos recortes de análise elaborado, que em sua maioria analisam empreendimentos selecionados, como *shoppings centers* ou empreendimentos isolados, tais como prédios. A escolha dos imóveis a serem securitizados, então, depende muito mais das lógicas dos agentes envolvidos na construção, que da seleção dos imóveis em si.

O que exploraremos então será quais os critérios de seleção utilizados pela CEF para definir os imóveis dentro de sua carteira de créditos, que comporão dada emissão de CRIs.

A realização do curso de securitização de ativos da UQBAR no ano de 2020 nos apresentou os critérios de seleção padrão para o processo, sendo eles divididos em três categorias: as características do financiamento; o histórico de pagamentos e a análise do imóvel.

Focaremos então na análise do imóvel, o qual consideramos o critério mais importante em nossa análise e que vincula o processo em si de securitização a uma localização específica, ou seja, a uma cidade, ou bairro, por entender que as duas primeiras categorias se referem aos parâmetros básicos para que o empréstimo se adeque a securitização. O imóvel é analisado segundo três características sendo elas: a boa liquidez do imóvel, a área urbana na qual se encontra e a documentação regularizada do imóvel.

¹⁰ (sociotechnical devices) – Tradução nossa

O último critério que se refere à documentação do imóvel é mais um dos mecanismos de garantia colocados. Já os outros dois critérios são mais particulares ao imóvel e ao imobiliário local, entendendo que as diversas formações socioespaciais podem originar necessidades, tendências e características ao imobiliário próprios àquela formação socioespacial. Estes critérios, então, nos levam a refletir sobre a importância da espacialidade e das particularidades da escala local para a compreensão do potencial e limites da securitização imobiliária.

Entendendo então que os padrões de liquidez dos imóveis são próprios, também, à escala local e a escala do intra-urbano, a compreensão do imobiliário local se torna imprescindível à análise dos CRIs. Destacamos que para este trabalho utilizamos a definições e debates acerca do conceito de intra-urbano inicialmente elaborado por Villaça (1998).

Acreditamos que devido ao volume de imóveis selecionados, a escolha não é feita de forma manual, mas sim que os critérios de seleção são colocados como parâmetros em algum *software* que os selecione frente ao universo da totalidade da carteira de créditos da CEF.

4.0. As escalas da financeirização e as cidades analisadas

Durante o desenvolvimento do trabalho nos deparamos com novos temas, principalmente quando analisamos os CRIs pela escala das redes urbanas. O tema das redes é recorrente na Geografia e já debatido por diversos autores e por diversas perspectivas (CHRISTALLER, 1966; CORREA, 1997, 2018 entre vários outros). Os trabalhos analisados chamam a atenção para as diversas influências que a rede urbana exerce, desde as questões econômicas até na circulação das pessoas, sendo forte elemento da produção do espaço.

Nesse sentido, também, destacamos a importância de trabalhos tal como a recente REGIC - Regiões de Influência das Cidades (IBGE, 2018). Trabalho esse que além de elaborar uma hierarquização das cidades brasileiras, também identifica as áreas de influência das cidades e suas conexões e fluxos com as principais cidades do país. Trabalhos como esse permitem que realizemos análises mais amplas acerca dos papéis e funções realizados pelas cidades estudadas.

A análise proposta busca entender o fluxo e a captura da rede urbana por um dos instrumentos do capital financeiro, os CRIs. Ao elaborar uma análise dos mapas identificamos o que parece ser a capacidade da CEF de dispersar seus CRIs pela rede urbana e pelo sistema urbano. Aqui utilizaremos o termo redes urbanas ao analisar o recorte regional e sistema urbano quando a análise for relativa ao recorte nacional.

A constatação da disseminação desse instrumento a partir do sistema e rede urbana só reitera a necessidade de analisarmos e pensarmos os CRIs e a financeirização como fenômenos e processos multiescalares, não apenas compreendendo sua dispersão pelo sistema e rede urbana, como também, sua localização no intraurbano das cidades, investigando quais as áreas vem apresentando as maiores concentrações de CRIs e quais as características dos mercados imobiliários locais.

São retomados, então, alguns autores que nos levam a refletir sobre as múltiplas dimensões escalares dos processos socioespaciais e da necessidade de analisá-los por várias escalas (DEL VALLE, 2018; MELAZZO, 2019; SANFELICI, 2015). Se, por um lado, não compreendemos a financeirização quando analisamos um único imóvel securitizado em dada cidade, por outro, não podemos analisar a financeirização apenas por meio de escalas globais ou mesmo nacionais, pois não conseguiremos compreender o que os processos vêm resultando no espaço urbano.

Em outras palavras, existe o desafio de relacionar como a financeirização condiciona as operações de financiamento e de despesas públicas, modificando as estratégias de diversos agentes, com uma abordagem que seja mais sensível às principais dimensões espaciais: escalas, lugares, redes e territórios. Assim, será possível uma melhor compreensão das relações micro e macro do fenômeno e da evolução de suas geografias históricas no Brasil. (KLINK e SOUZA, 2017 p. 383.).

A citação nos leva a crer que a compreensão da realidade e da totalidade do processo de financeirização só é possível com uma análise multiescalar do fenômeno, buscando entender o processo em sua totalidade e compreendendo, também, que o mesmo não é unidirecional e que possui diferenças entre modelos e as diversas realidades (SANFELICI, 2015).

Desta forma, o que propomos com a análise da rede urbana é apresentar que o processo em análise não se limita às cidades analisadas, mas sim que o mesmo se apresenta de forma generalizada pelo território, com repercussões nas cidades. Trata-se de um processo de duplo condicionamento, em que o processo analisado se generaliza pelo sistema urbano, mas que as características das cidades condicionam como este irá se apresentar na escala intraurbana.

Neste trabalho buscamos entender e comparar como a securitização vem se apresentando em formações socioespaciais diferentes, entendendo por formação socioespacial a definição de Santos (1977), bem como o debate estabelecido por ele, destacando a importância de se pensar o espaço como um condicionante das formações econômicas e considerando, também, as consequências dos processos atuantes e dos instrumentos que nele agem.

“De fato, a redistribuição dos papéis realizados a cada novo momento do modo de produção e da formação social depende da distribuição quantitativa e qualitativa das infra-estruturas e de outros atributos do espaço. O espaço construído e a distribuição da população, por exemplo, não têm um papel neutro na vida e na evolução das formações econômicas e sociais.” (Santos, 1977, p. 91).

Sendo assim partimos do recorte territorial nacional elaborando os mapas de dispersão de CRIs pelo sistema urbano e rede urbana das cidades analisadas. Posterior a análise da escala nacional e dentro do recorte de cidades do Projeto Temático FragUrb,

realizamos uma análise prévia da securitização nessas cidades e optamos pela seleção de três delas, para então incluí-las como recorte da pesquisa.

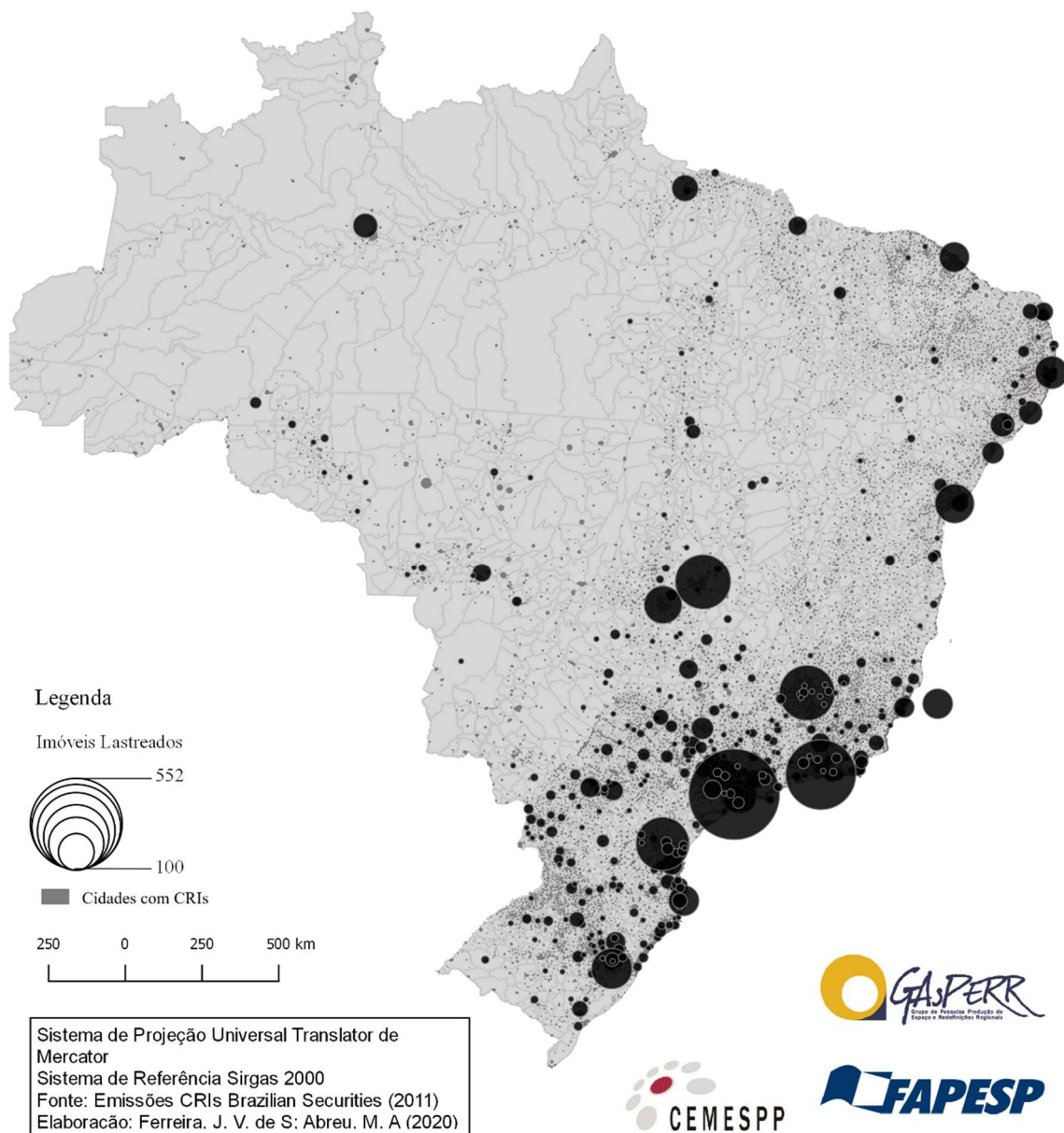
As cidades selecionadas pertencem a estados e realidades distintas para que seja possível compreender como a securitização passa a estar presente e compor a dinâmica da produção e do consumo do imobiliário, em geral, e da habitação, em particular, ou seja, fazendo parte da produção do espaço.

Temos como subsídio para esta investigação trabalhos recentes que descreveram e analisaram a presença de tais instrumentos nas cidades médias paulistas (ABREU, 2019; FERREIRA, 2019a; MELAZZO E ABREU, 2019). Além disso, o trabalho publicado recentemente por Abreu, Melazzo e Ferreira (2020) realiza uma análise da CEF a partir de um recorte nacional, e que nos auxilia a entender a visão de conjunto deste processo.

Buscamos com a elaboração dos mapas de concentração dos CRIs pelo território nacional responder principalmente ao objetivo geral da pesquisa, procurando analisar a securitização frente a rede urbana. Já com a elaboração dos mapas de concentração intra-urbana, além de contribuir com o objetivo geral de responder aos objetivos específicos da pesquisa, procuramos entender a dispersão dos CRIs pelas cidades analisadas, contribuindo com o debate da fragmentação socioespacial do projeto temático FragUrb, ao qual este projeto se vincula.

Iremos, neste momento, apresentar e analisar os mapas de concentração dos CRIs pelo território nacional utilizando, para isso, as emissões referentes aos anos de 2011, 2015 e 2016. Para tanto, elaboramos os mapas de círculos proporcionais para visualizar as concentrações de CRIs por cidade. Procuramos, neste momento, identificar diferenças na distribuição e concentração dos CRIs e as alterações no processo nas diferentes emissões analisadas.

Mapa 1: Concentração dos Certificados de Recebíveis Imobiliários no Brasil - 2011



Ao analisarmos a dispersão da emissão 2011, apresentada no Mapa 1, fica evidente que os CRIs conseguem capturar as principais cidades da rede urbana brasileira. Chamamos a atenção para a cidade de São Paulo, que apresenta a maior concentração de CRIs, 478, e para a cidade do Rio de Janeiro que apresenta a segunda maior concentração, 277, seguindo por Brasília com 181 imóveis securitizados pela CEF no ano de 2011.

Chamamos a atenção, ainda, para as diferenças entre alguns estados que apresentam uma distribuição mais homogênea dos CRIs, tal como os estados do Paraná e São Paulo e outros estados que apresentam uma distribuição mais restrita as suas capitais, o que fica muito demarcado na Região Nordeste

O mapa parece indicar que os CRIs se distribuem seguindo a rede urbana dos estados, sendo que os estados que contam com uma rede urbana mais complexa e diversificada apresentam uma distribuição relativamente mais homogênea.

Elaboramos, então, o Quadro 1, que apresenta as 10 cidades com as maiores concentrações de CRIs da CEF para o ano de 2011.

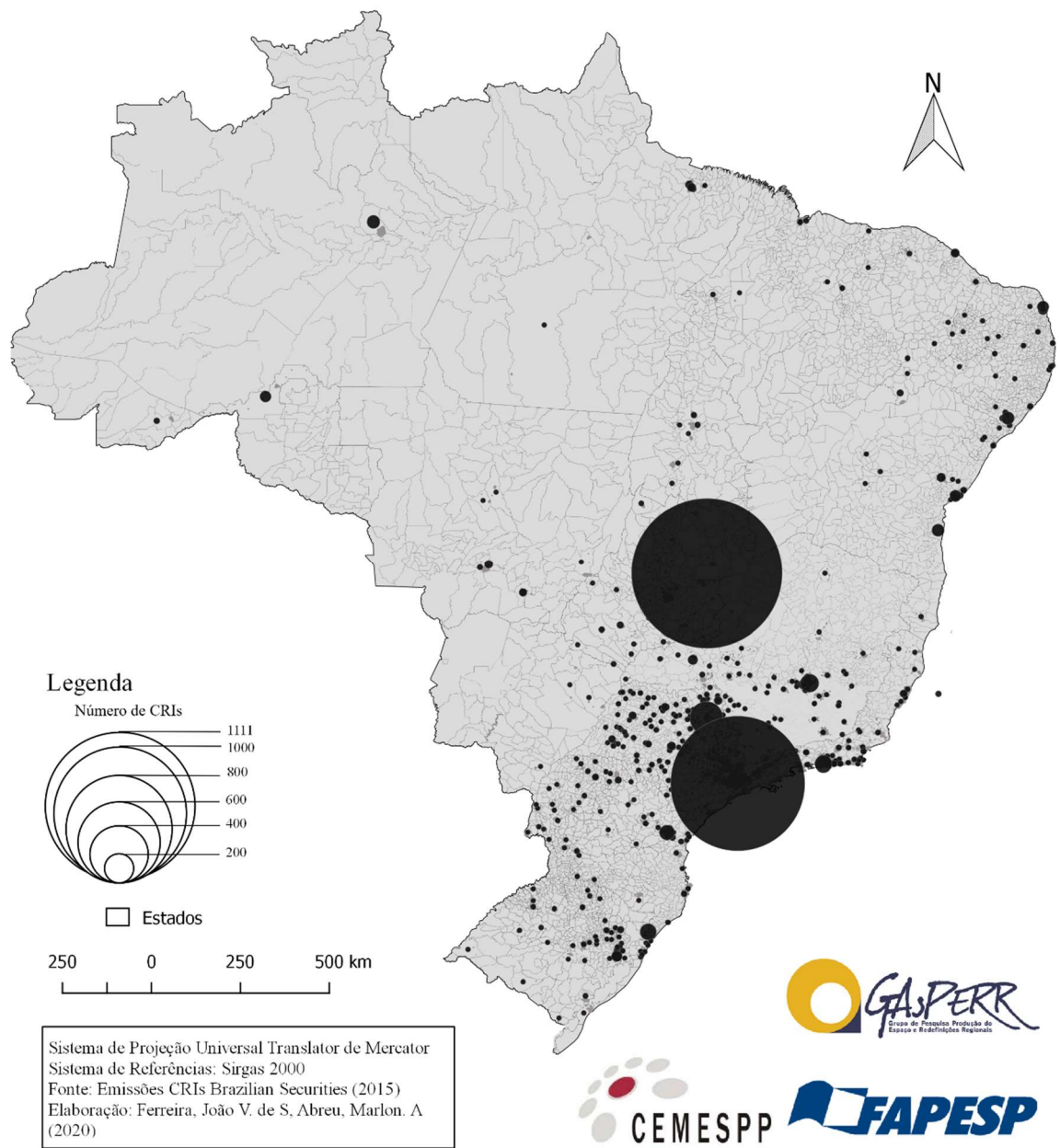
Quadro 1: 10 cidades com maiores concentrações de CRIs da CEF – 2011

Cidades	Nº de CRIs
São Paulo/SP	458
Rio De Janeiro/RJ	277
Brasília/DF	181
Belo Horizonte /MG	178
Curitiba/PR	163
Porto Alegre /RS	104
Salvador/BA	94
Goiânia/GO	79
Santo André /SP	70
Recife/PE	63

Fonte: Brazilian Securities (2011) Org.: do autor

Ainda no Quadro 1, chamamos a atenção para apenas uma das cidades não ser capital de seu estado, no caso Santo André. Entretanto, a mesma se encontra localizada na região metropolitana de São Paulo.

Mapa 2: Concentração dos Certificados de Recebíveis Imobiliários no Brasil - 2015



Chamamos a atenção para o Mapa 2, dando destaque para a cidade de Brasília, que apresenta a maior concentração de CRIs, com 1111 imóveis securitizados, seguido por São Paulo, com 988, e Goiânia, com 304 CRIs. Logo atrás, encontra-se Ribeirão Preto e São José dos Campos com 215 e 184 CRIs, respectivamente.

Chamamos a atenção, também, para o número de cidades que possuem CRIs no ano de 2015, saltando de 400 cidades na emissão de 2011 para 1236 em 2015, além de um crescente número de imóveis securitizados, que passam de 3337, em 2011, para 7462, em 2015.

Destacamos, ainda, que, apesar dessa disseminação os CRIs para mais cidades, ocorre um processo de concentração espacial dos mesmos, principalmente na Região Metropolitana de São Paulo

O Quadro 2, apresenta 10 cidades com as maiores de CRIs da CEF para o ano de 2015:

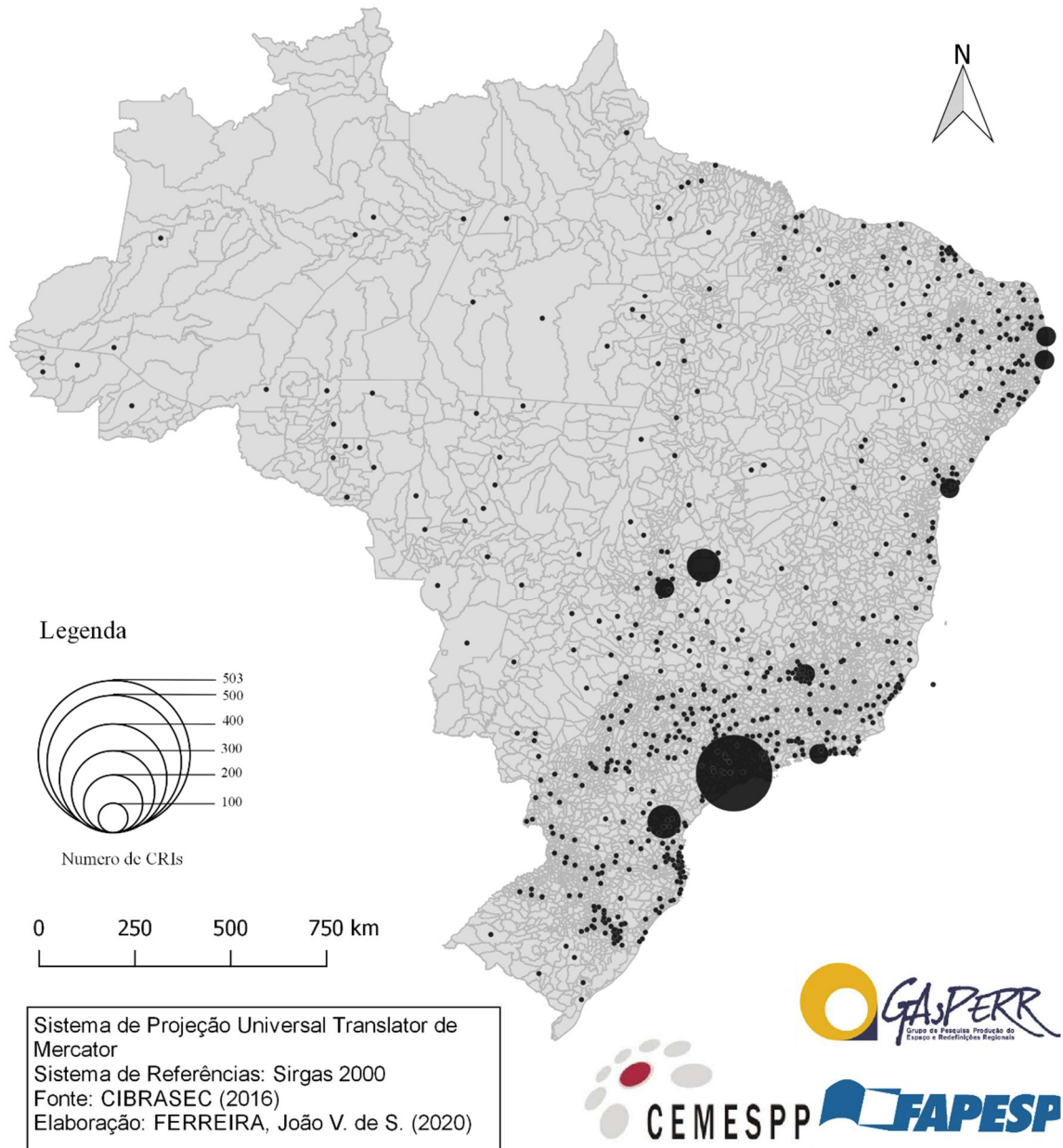
Quadro 2: 10 Cidades com maiores concentrações de CRIs da CEF no Brasil – 2015

Cidade	Nº De Cris
Brasília/DF	1111
São Paulo/SP	988
Goiânia/GO	304
Ribeirão Preto/SP	215
São Jose Dos Campos/SP	184
São Bernardo Do Campo/SP	114
Guarulhos/SP	108
Santo André/SP	104
Belo Horizonte/MG	99
Campinas/SP	98

Fonte: Brazilian Securities (2015) Org: do Autor

Destacamos, no Quadro 2, que, além da Cidade de São Paulo, outras três cidades dentre as 10 se encontram na Região Metropolitana de São Paulo, sendo elas São Bernardo do Campo, Guarulhos e Santo André.

Mapa 3: Concentração dos Certificados de Recebíveis Imobiliários no Brasil - 2016



Uma aproximação ao que está representado no Mapa 3, do ano de 2016, permite observar uma continuidade do processo de 2015. Chama a atenção o destaque que Curitiba assume no mapa, com a segunda maior concentração de CRIs da CEF no ano, logo atrás de São Paulo e o destaque também para algumas cidades da região nordeste

que, pela primeira vez (exceto Recife), se apresentam entre as 10 maiores concentrações de CRIs da CEF do país.

Destacamos a relativa desconcentração espacial que ocorre na região metropolitana de São Paulo, confirmado pelo Quadro 3, que apresenta as 10 cidades com maiores de CRIs da CEF em 2016.

Quadro 3: 10 cidades com as maiores concentrações de CRIs da CEF - 2016

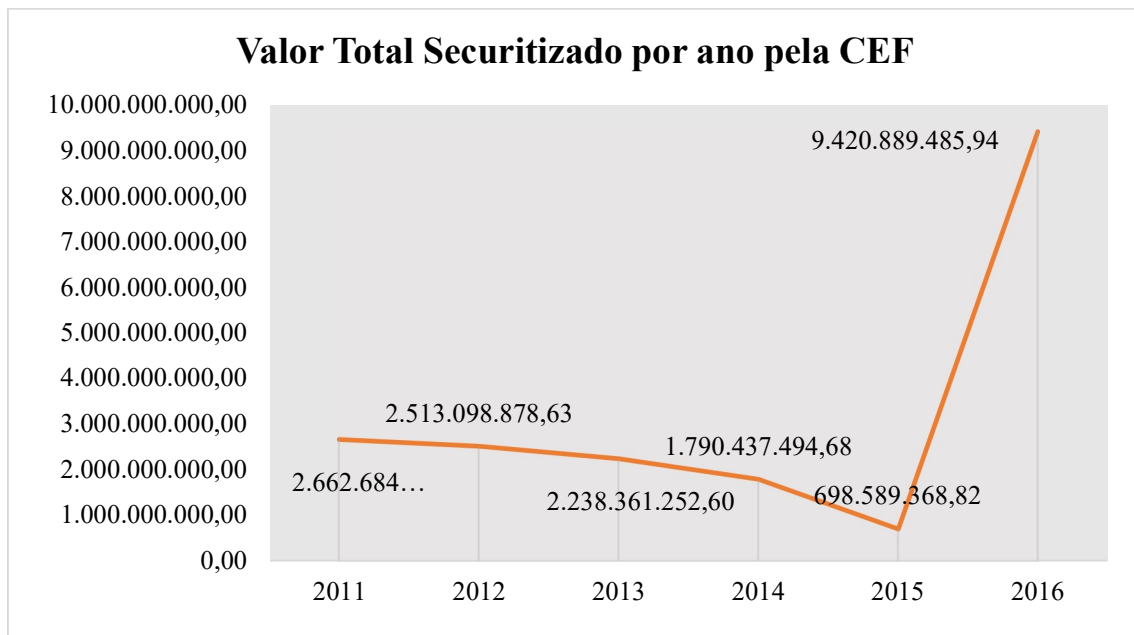
Cidade	Nº de CRIs
São Paulo/SP	503
Curitiba/PR	237
Brasilia/DF	225
Belo Horizonte/MG	166
Salvador/BA	151
Rio de Janeiro/RJ	140
Goiania/GO	133
Recife/PE	111
Joao Pessoa/PB	105
Fortaleza/CE	97

Fonte: Cibrasec (2016). Org.: do autor

Essa dispersão pela rede urbana e desconcentração dos CRIs do estado de São Paulo e, principalmente, da Região Metropolitana de São Paulo, pode se apresentar para os investidores como mecanismos de segurança, ao diminuir os riscos da operação desconcentrando-a pelo território, mas também, pode ter sido ocasionado pelo dinamismo dos mercados imobiliários respectivos, que se apresentavam naquele momento em um crescimento econômico e que uma série de lançamentos estavam ocorrendo no período.

Muito apesar de não termos acesso à informação de endereço dos imóveis securitizados pela CEF nos anos de 2012 e 2013, temos os valores totais das emissões. O Gráfico 1 indica os volumes totais de CRIs emitidos no Brasil pela CEF no período de 2011 a 2016 (em valores nominais).

Gráfico 1: Valor total securitizado pela Caixa Econômica Federal – 2002 a 2016



Fonte: Brazilian Securities (2011); RB Capital Securitizadora S.A. (2012, 2014); Gaia Securitizadora S.A.(2011, 2013); RB Capital Securitizadora S.A. (2015); Cibrasec (2016). Org: Do autor

Chamamos a atenção para o Gráfico 1 em dois pontos. Primeiro, mesmo sendo uma emissão restrita ao estado de São Paulo, a emissão de 2014 mantém o valor total da emissão muito próximos dos valores das emissões nacionais. Segundo, a redução total no valor da emissão de 2015 com subsequente crescimento exponencial na emissão de 2016 pode indicar que as emissões da CEF podem, também, serem suscetíveis aos processos macroeconômicos e políticos que se instauraram na época.

Após a realização dessa análise da concentração dos CRIs partindo da análise do sistema urbano nacional, iremos então analisar a concentração dos CRIs a partir da escala intra-urbana, buscando entender como esse instrumento se adapta a mercados imobiliários distintos

A seleção das cidades a serem analisadas foi feita a partir das cidades estudadas no projeto temático da Fapesp, ao qual este trabalho se vincula, a partir da análise prévia da presença dos CRIs em tais cidades nas emissões analisadas.

Quadro 4: Número de imóveis Securitizados nas cidades do projeto Temático da Fapesp (FragUrb) para os anos de 2011, 2014, 2015 e 2016.

Cidade/ano	2011	2014	2015	2016
Chapecó/SC	6	0	3	9
Dourados/MS	7	0	12	4
Ituiutaba/MG	2	0	4	1
Marabá/PA	1	0	58	6
Maringá/PR	16	0	14	27
Mossoró/RN	0	0	1	4
Presidente Prudente/SP	5	211	18	15
Ribeirão Preto/SP	23	627	218	62
São Paulo/SP	458	4246	989	503

Fonte: Brazilian Securities (2011); RB Capital Securitizadora S.A. (2014); RB Capital Securitizadora S.A. (2015); Cibrasec (2016). Org: Do autor

A partir da análise do volume das emissões nas cidades do projeto temático e levando em conta, também, que as cidades que já haviam tido estudos semelhantes quanto à presença de tais instrumentos de securitização imobiliária em seu recorte intra-urbano, selecionamos, então, como foco do trabalho, três cidades que possuem formações socioespaciais distintas, sendo elas Chapecó-SC, Marabá-PA e Mossoró-RN.

O Quadro 5 apresenta o número de imóveis securitizados em cada cidade e suas respectivas capitais estaduais para os anos analisados. Mesmo sendo poucos os casos registrados, a presente análise considera sua relevância a partir de dois pontos de vista: o primeiro encontra-se relacionado à identificação da presença dos processos de securitização imobiliária residencial para além das metrópoles e das grandes cidades do país; o segundo, como será tratado adiante, refere-se às localizações e tipologias destes imóveis em cada cidade.

Quadro 5: número de imóveis securitizados para as cidades selecionadas e suas capitais estaduais nos anos de 2011, 2015 e 2016

Municípios/Ano	2011	2015	2016
Chapecó	6	3	10
Florianópolis	65	56	56
Marabá	1	58	6
Belém	47	25	41
Mossoró	0	1	4
Natal	22	51	70

Fonte: Brazilian Securities (2011); RB Capital Securitizadora S.A. (2014); RB Capital Securitizadora S.A. (2015); Cibrasec (2016). Org: Do autor

A partir do Quadro 5 evidencia-se que nas três cidades analisadas ocorre um aumento no número de imóveis securitizados do ano de 2011 para o ano de 2016. Ainda no Quadro 5 chamamos atenção para os 58 imóveis securitizados em Marabá no ano de 2015, sendo que no mesmo ano o número de imóveis securitizados na capital estadual, Belém, foram 25. Além disso, percebe-se que com exceção da emissão de Marabá em 2015, todas as capitais estaduais possuem mais imóveis securitizados que as cidades analisadas.

O Quadro 6 identifica os valores máximos e mínimos dos imóveis securitizados no ano de 2015 para os municípios analisados, assim como para as capitais de seus estados.

Quadro 6: Valores máximos e mínimos dos imóveis securitizados nas cidades analisadas e suas capitais estaduais - 2015¹¹

Valores/Cidades	Valor Mínimo	Valor Máximo
Chapecó/SC	R\$ 84.987,64	R\$ 130.552,77
Florianópolis/SC	R\$ 129.898,28	R\$ 203.780,01
Marabá/PA	R\$ 97.802,26	R\$ 193.855,66
Belém/PA	R\$ 83.638,81	R\$ 394.916,43
Mossoró/RN	R\$ 119.846,81	R\$ 119.846,81
Natal/RN	R\$ 78.276,36	R\$ 396.164,51

Fonte: RB Capital Securitizadora S.A. (2015). Organização: do Autor.

Uma análise do Quadro 6 indica que o padrão dos imóveis que foram securitizados pela CEF nas cidades analisadas apresenta baixos valores. Chamamos atenção ainda que os imóveis securitizados nas capitais estaduais atingem valores mais elevados que os securitizados nas cidades analisadas, sem, entretanto, se aproximar dos valores que a bibliografia analisa. Essa evidencia indica que as emissões da CEF se diferenciam do que era tido como o padrão até recentemente pela bibliografia.

Chamamos a atenção para os valores mais elevados para os imóveis securitizados nas capitais estaduais das cidades analisadas, sendo que esse fato pode ser explicado pelos valores mais elevados praticados nos mercados imobiliários das capitais e pelo preço da terra urbana mais elevado nas capitais.

Tanto a presença de imóveis securitizados nas cidades analisadas, como também os valores desses imóveis, indicam que a participação da CEF destoa do modelo de securitização que era aplicado no Brasil até então. Esse modelo era marcado por grandes

¹¹ A escolha pelo ano de 2015 se deve ao fato dessa ser a única emissão que contém o valor dos imóveis que tiveram suas dívidas securitizadas, as outras emissões apresentam apenas o valor dos empréstimos concedidos.

empreendimentos de alto valor e localizados nas principais metrópoles do país (BOTELHO, 2007, RUFINO, 2013).

Tendo analisado o processo de securitização a partir da escala do sistema urbano, partiremos, então, para a análise desse processo a partir da escala intraurbana das cidades. Iniciaremos com uma breve apresentação das cidades analisadas, para então adentrarmos na análise do processo de securitização. Entendemos que o objetivo deste trabalho não é a elaboração de um extenso debate acerca dos processos históricos e geográficos que conformaram as cidades estudadas, entretanto, vemos a necessidade de apresentá-las, mesmo que brevemente.

Chapecó

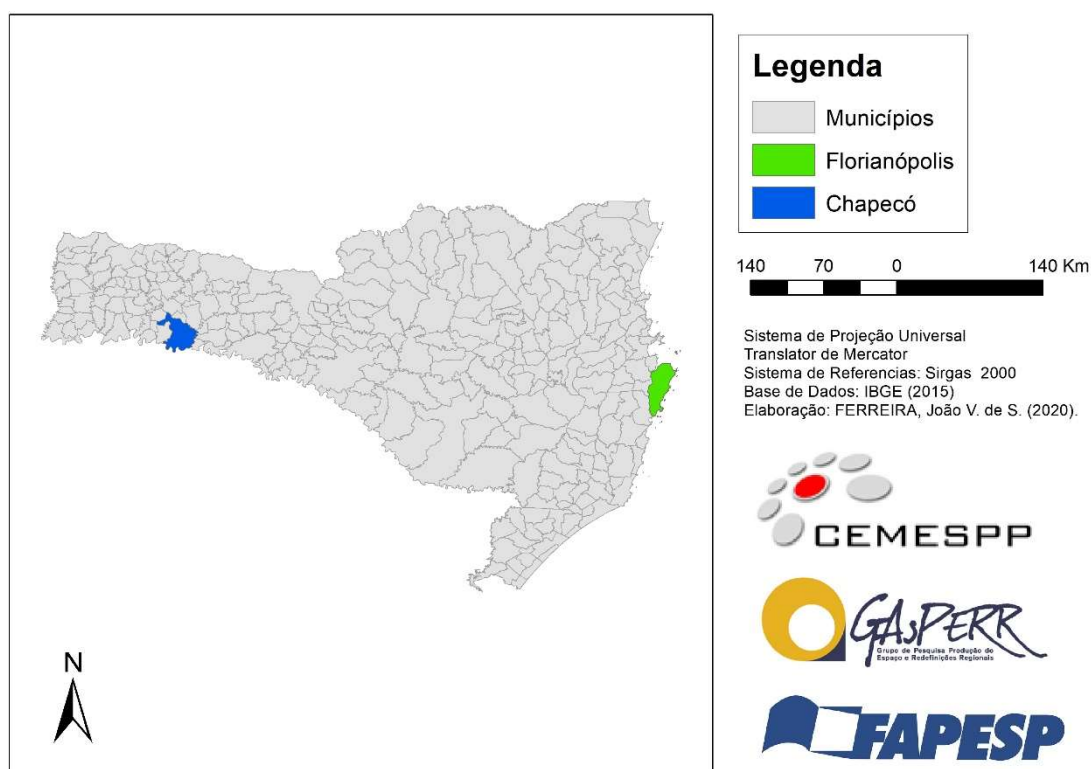
Fundada em 1917, Chapecó destaca-se pela atividade agroindustrial, principalmente na produção de alimentos “mais especificamente na suinocultura, na avicultura e, ultimamente, na bovinocultura de leite” (SPOSITO e MAIA, 2016; p. 178). Possui uma população estimada, para o ano de 2020, de 224.013 (IBGE, 2020). Dentre as cidades analisadas é a que se encontra no nível hierárquico mais alto, sendo classificada como “Capital Regional A” na nova REGIC (2018).

A formação da região e da cidade de Chapecó está inserida em um contexto de disputas internacionais e regionais pelo controle do território, que datam desde o século XIX.

“Desde o século XIX, o território que abrange o oeste de Santa Catarina foi palco de frequentes disputas, como a acontecida entre a Argentina e o Brasil. Ambas as nações reivindicavam a posse da região. Esse conflito se encerrou em 1895, quando o então presidente dos Estados Unidos, Grover Cleveland, mediador indicado para solucionar o impasse, legitimou as terras como propriedade do Brasil. Porém, isso não pôs fim aos problemas de posse, pois a região continuou contestada entre os estados do Paraná e Santa Catarina, episódio que ficou conhecido como a questão do Contestado.” (MATIELLO, VILLELA, FUJITA, OTSUSCHI E ALBA, 2016. p. 193)

O Mapa 4 apresenta a localização do município de Chapecó e da capital estadual, Florianópolis.

Mapa 4: Localização dos municípios de Chapecó e Florianópolis.



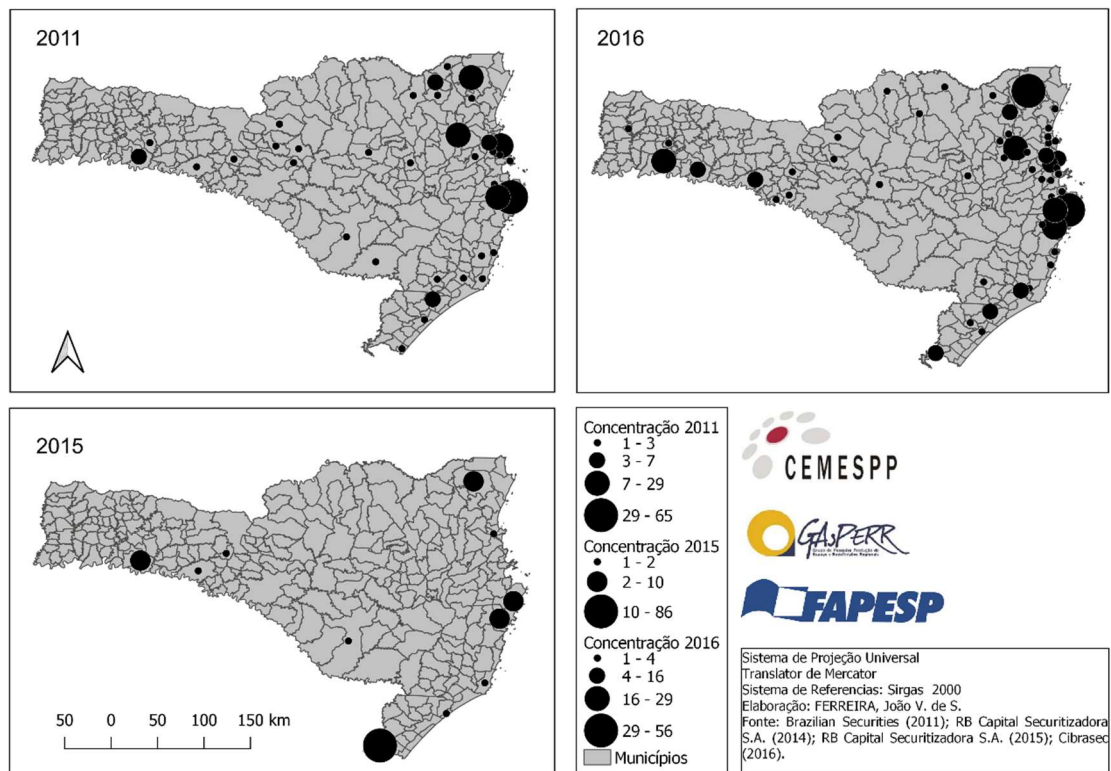
A região onde hoje se localiza Chapecó passou por um longo processo histórico de ocupação e atividades econômicas. Esses processos datam desde a região como rota de passagem do gado, à exploração da erva mate e as companhias colonizadoras até se estruturar na forma de pequenas propriedades rurais familiares. Tais propriedades deram origem a estrutura agroindustrial baseada no sistema de integração das pequenas propriedades em torno de um capital agroindustrial de exportação desses produtos pelos pequenos agricultores.

O denominado modelo de integração foi a forma encontrada para a manutenção da fragmentação dos agricultores em suas unidades produtivas, simultaneamente à sua “integração” a uma cadeia de produção necessária à nova fase de desenvolvimento do capital. Sob esse modelo, padrões de produção puderam ser preestabelecidos pela empresa, com a vantagem de manter o produtor sob o seu controle econômico e também ideológico, criando uma relação de dependência (MATIELLO, VILLELA, FUJITA, OTSUSCHI E ALBA, 2016. p. 200).

Todos esses processos acabam conformando a região e a cidade analisada. Compreendido, mesmo que brevemente, os processos históricos de formação da região,

partimos então para a análise dos processos de securitização na rede urbana catarinense e na cidade de Chapecó. Após uma apresentação, mesmo que breve, do processo histórico que produziu Chapecó, partimos então para a análise do processo de securitização na rede urbana Catarinense e na cidade de Chapecó. O Mapa 5 apresenta a localização e concentração dos imóveis securitizados no estado de Santa Catarina para os anos de 2011, 2015 e 2016.

Mapa 5: Imóveis securitizados Santa Catarina – 2011, 2015 e 2016



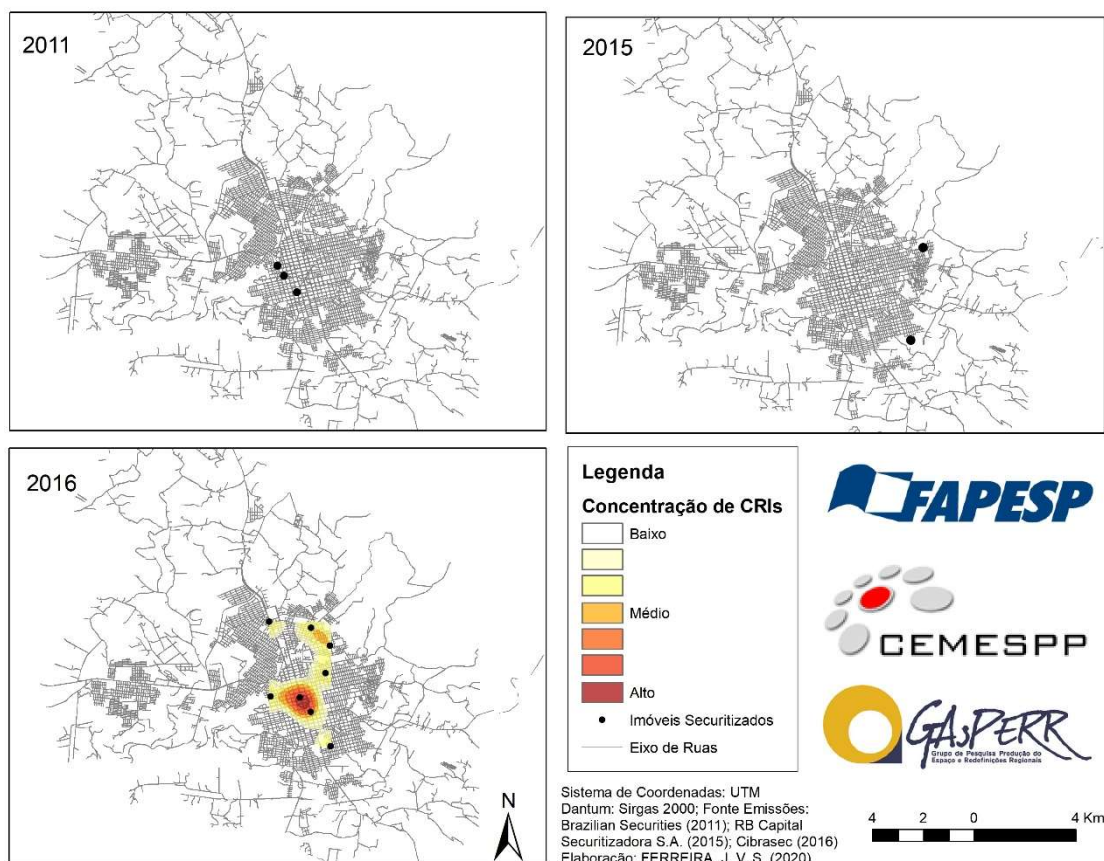
Da análise do Mapa 5, chamamos atenção para alguns pontos. O mapa de 2011 indica uma relativa disseminação desse instrumento por uma boa parte da rede urbana analisada. Já no ano de 2015, ocorre uma concentração dos imóveis securitizados e essa concentração pode ser explicada pela diminuição do valor total emitido no ano de 2015, como expresso pelo Gráfico 1. No ano de 2016 ocorre uma nova disseminação desses CRIs pela rede urbana, com destaque para a região litorânea do estado.

Ainda no Mapa 5, indicamos que mesmo com a relativa concentração de CRIs na faixa litorânea, apresentada no ano de 2016, existe uma disseminação desses CRIs pelo estado. Além disso, a concentração apontada não se constitui a partir de um único município, ela se dá a partir de uma série de municípios com expressiva concentração,

indicando que a rede urbana catarinense tem se apresentado de forma atrativa a esses instrumentos do capital financeiro.

O Mapa 6 apresenta a localização e concentração dos imóveis securitizados no intraurbano de Chapecó para os anos de 2011, 2015 e 2016.

Mapa 6: Imóveis securitizados Chapecó, 2011, 2015, 2016



Em uma primeira aproximação aos mapas de localização e concentração dos CRIs identificados em Chapecó – SC é possível verificar uma relativa concentração dos CRIs. No ano de 2011 é possível verificar uma relativa concentração dos imóveis na área central. Porém, no ano de 2015¹² eles aparecem mais dispersos e no ano de 2016 ocorre um crescimento do número de CRIs identificados e eles se dispersam mais pela malha urbana, apesar de manterem uma relativa concentração.

Relembramos que a origem dos CRIs são empréstimos imobiliários para compra ou construção de um imóvel. Sendo assim, a localização dos CRIs torna-se um

¹² Apesar de serem identificados 6 imóveis securitizados em Chapecó para o ano de 2015 só foi possível georreferenciar 2 deles, estamos trabalhando para identificar qual o erro que ocorreu no processo e corrigi-lo para o relatório final.

indicativo de onde a produção imobiliária vem se acentuando, permitindo que chamemos a atenção para parte dos imóveis securitizados em Chapecó, bem como para o fato de que, parte destes se encontram na periferia geográfica, às margens da malha urbana. Isto condiz com o crescimento do mercado imobiliário nacional, ocorrido no período analisado.

Marabá

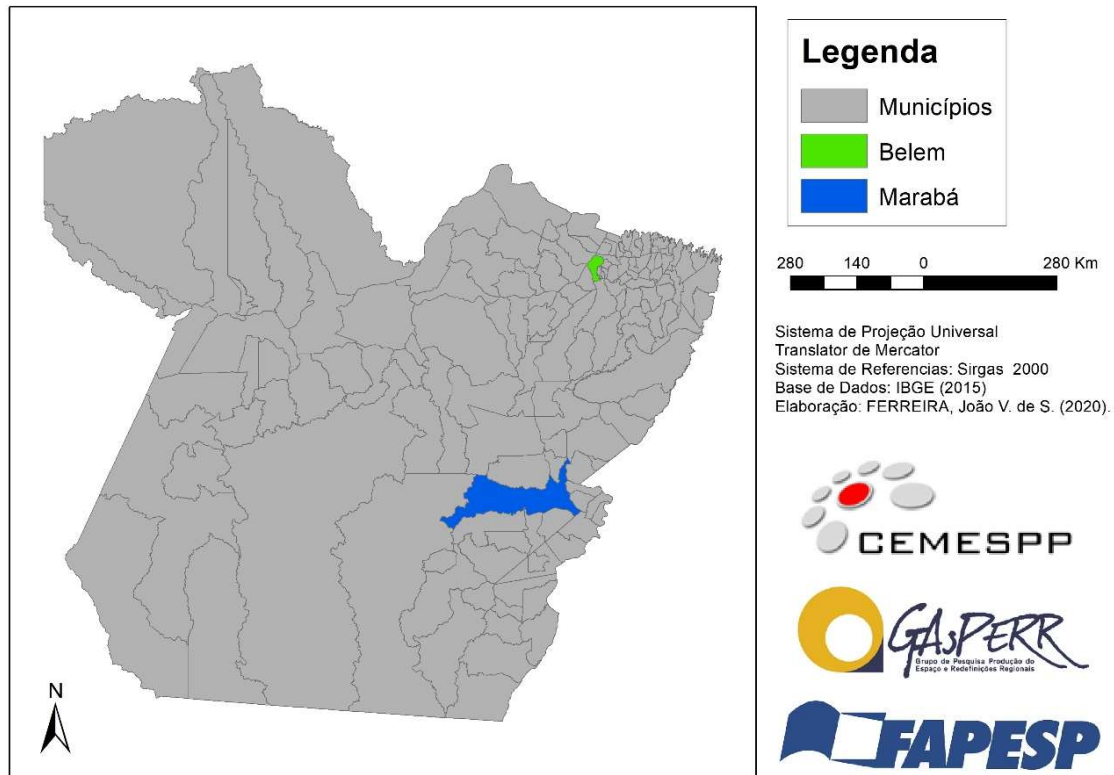
A origem de Marabá e da região advém de um processo de ocupação extremamente antigo e tem sua história ligada à busca pelas drogas do sertão e ao processo catequização de indígenas pelos jesuítas (ALMEIDA, 2002). Porém, sua ocupação oficial é datada a partir de 1895 e somente em 1913 é reconhecida como município (TRINDADE JÚNIOR, AMARAL, RIBEIRO, MALHEIRO, RODRIGUES, 2016).

“Tal gênese resulta, ainda, do avanço de frentes pioneiras que tenderam a migrar das regiões Nordeste e Centro-Oeste para o Sudeste do Pará e se estabeleceram em algumas áreas nas proximidades da confluência entre os rios Tocantins e Itacaiúnas, no final do século XIX, conformando aldeamentos que deram origem ao núcleo urbano de Marabá.” (Rodrigues, 2015, p. 107).

Rodrigues (2015) destaca, ainda, que o avanço desses “agentes do capital mercantil” e a produção do aldeamento, que resultou no que hoje é a cidade de Marabá, se deu não sem que ocorresse um etnocídio das populações indígenas, as tribos Gavião, que lá se encontravam.

O Mapa 7, localiza os municípios de Belém e a capital estadual, Marabá.

Mapa 7: Localização dos Municípios de Belém e Marabá.



Apesar de sua ocupação histórica, o “boom” de Marabá se dá com o início do ciclo da Borracha. Neste momento, também, o município assume importância na centralidade regional, por se tornar importante centro estratégico, entreposto comercial e de transportes, devido a sua localização junto ao encontro dos rios Tocantins e Itacaiunas (TRINDADE JÚNIOR, AMARAL, RIBEIRO, MALHEIRO, RODRIGUES, 2016).

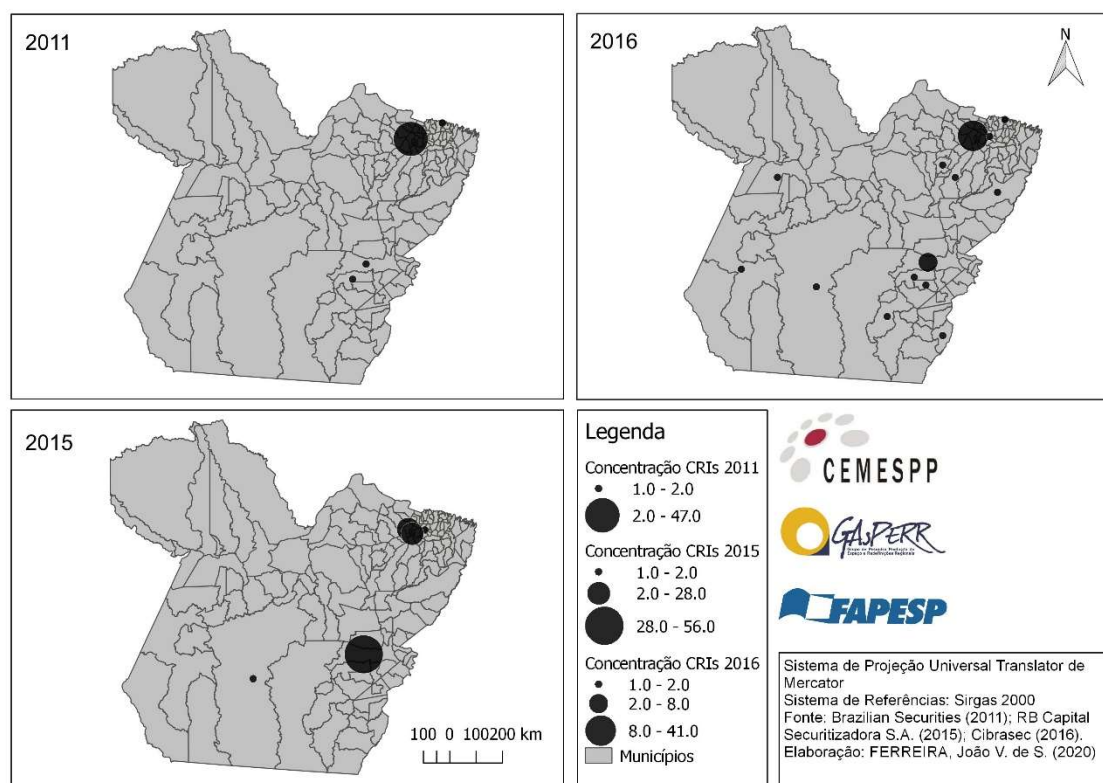
Convém destacar, que todo o processo histórico econômico de Marabá sempre esteve ligado ao extrativismo, com destaque para as drogas do sertão, a borracha, o caucho, e, mais recentemente, a castanha. Destacamos, também, que a extração desses produtos sempre foram motivos para disputas entre os agentes sociais e políticos, tendo como objetivo o controle da extração desses produtos. “Dentro dessa perspectiva, a estrutura econômica deste núcleo urbano produziu-se em bases fortemente atreladas à inserção deste espaço na divisão territorial do trabalho, como fornecedor de matérias primas para o mercado internacional.” (RODRIGUES, 2015. p. 109).

Já na década de 1970, o município se torna palco de ações da Superintendência do Desenvolvimento da Amazônia (SUDAM), que planejou a criação do núcleo urbano Nova Marabá. Decorre deste núcleo e de sua organização um dos problemas

encontrados no decorrer da pesquisa e que serão apresentados quando analisarmos a espacialização dos CRIs localizados em Marabá. “Anos de 1970: criação e implantação do núcleo urbano planejado da Nova Marabá, com um traçado orgânico em forma de ‘folhas’ de castanheira, com ingerência direta do governo ditatorial e sob coordenação da Sudam” (TRINDADE JÚNIOR, AMARAL, RIBEIRO, MALHEIRO, RODRIGUES, 2016; p. 58).

Apresentado, mesmo que de forma sucinta, o processo histórico que conforma o município de Marabá, damos início a análise do objeto de estudo desse trabalho, os Certificados de Recebíveis Imobiliários. O Mapa 8 apresenta os CRIs identificados no Estado do Pará nos anos analisados.

Mapa 8: Concentração dos Certificados de Recebíveis Imobiliários no Pará – 2011, 2015 e 2016.¹³



A partir da análise do mapa de concentração dos imóveis securitizados no estado do Pará, indicamos dois pontos fundamentais. Primeiro, a forte relevância da capital

¹³ Por conta do baixo volume de CRIs em algumas das emissões e o contraste evidente entre cidades que apresentam apenas alguns CRIs, para cidades que apresentam algumas dezenas optamos por apresentar legendas próprias a cada emissão,

estadual, nas emissões analisadas, que se destaca nos três anos, com exceção do ano de 2015, em que Marabá apresenta uma maior concentração de CRIs emitidos. Segundo, chamamos a atenção para a baixa presença de CRIs na rede urbana paraense. Entretanto, essa presença vem aumentando com a inclusão de mais cidades e com mais cidades se destacando na concentração de CRIs, em especial Marabá.

Durante a tabulação dos dados foram identificados 58 imóveis securitizados em Marabá no ano de 2015. Porém, o termo de emissão destes CRIs identifica como sendo todos os imóveis localizados em Nova Marabá, sem, entretanto, indicar em qual folha estão localizados os imóveis, ou seja, sem sua localização precisa.

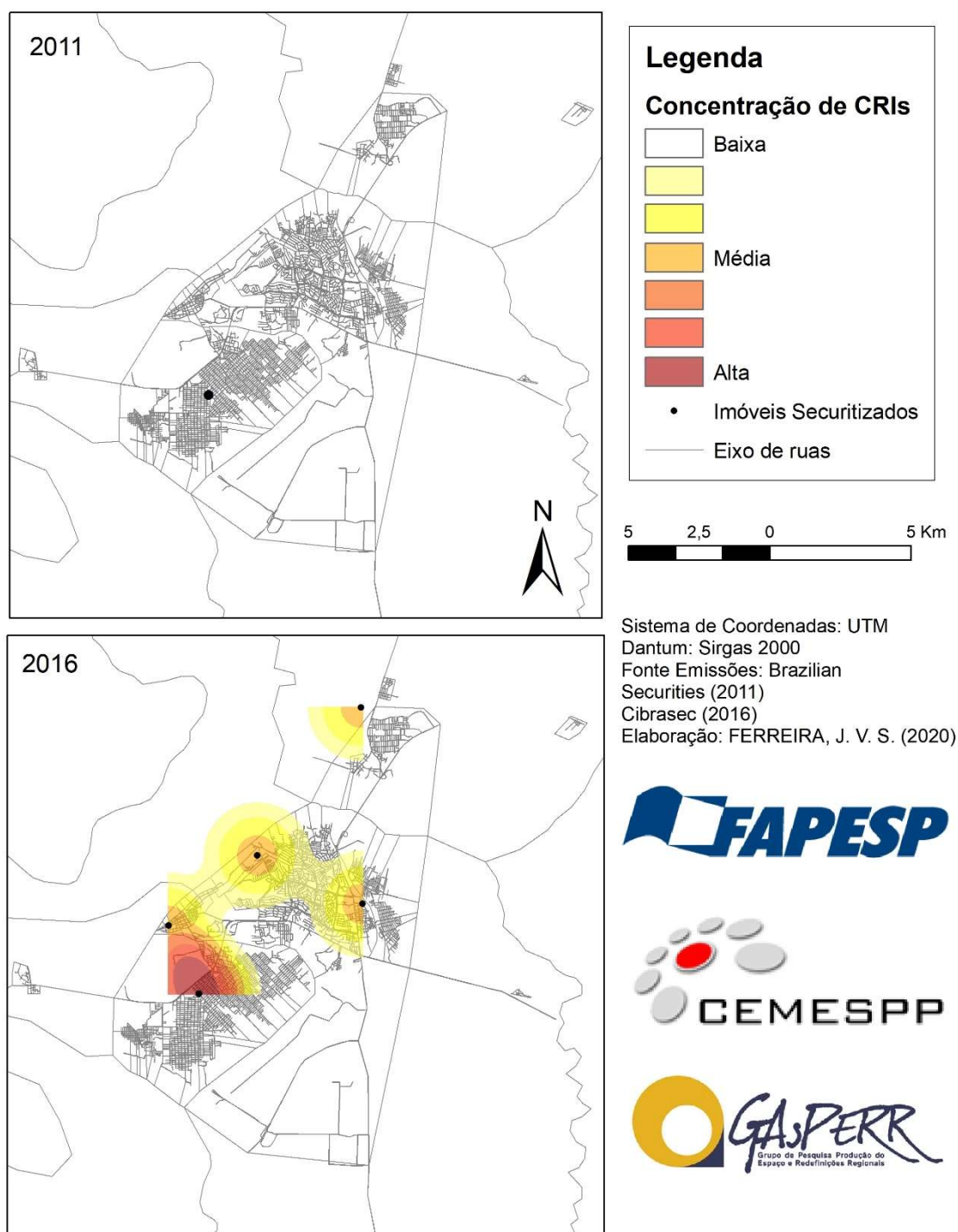
Uma análise mais detalhada do termo de emissão, nos leva a crer que os 58 imóveis securitizados em 2015, na cidade de Marabá, são referentes a um mesmo empreendimento, devido às datas de assinaturas dos contratos e valor dos empréstimos serem todos iguais.¹⁴

Devido a este problema não foi possível georreferenciar os dados intraurbanos de Marabá para o ano de 2015. Sendo assim, os mapas apresentam apenas os anos de 2011 e 2016. Entretanto, elaboramos um mapa de localização dos dois possíveis empreendimentos aos quais a emissão possivelmente se refere.

O Mapa 9 localiza e identifica a concentração de imóveis securitizados no espaço intraurbano de Marabá para os anos de 2011 e 2016.

¹⁴ Entramos em contato com colegas pesquisadores que residem na cidade e que indicaram que os imóveis provavelmente são referentes aos condomínios Tocantins - Total Ville e/ou Itacaiunas - Total Ville pela localização, datas e valores dos CRIs serem condizentes com os empreendimentos.

Mapa 9: Imóveis securitizados Marabá 2011, 2016

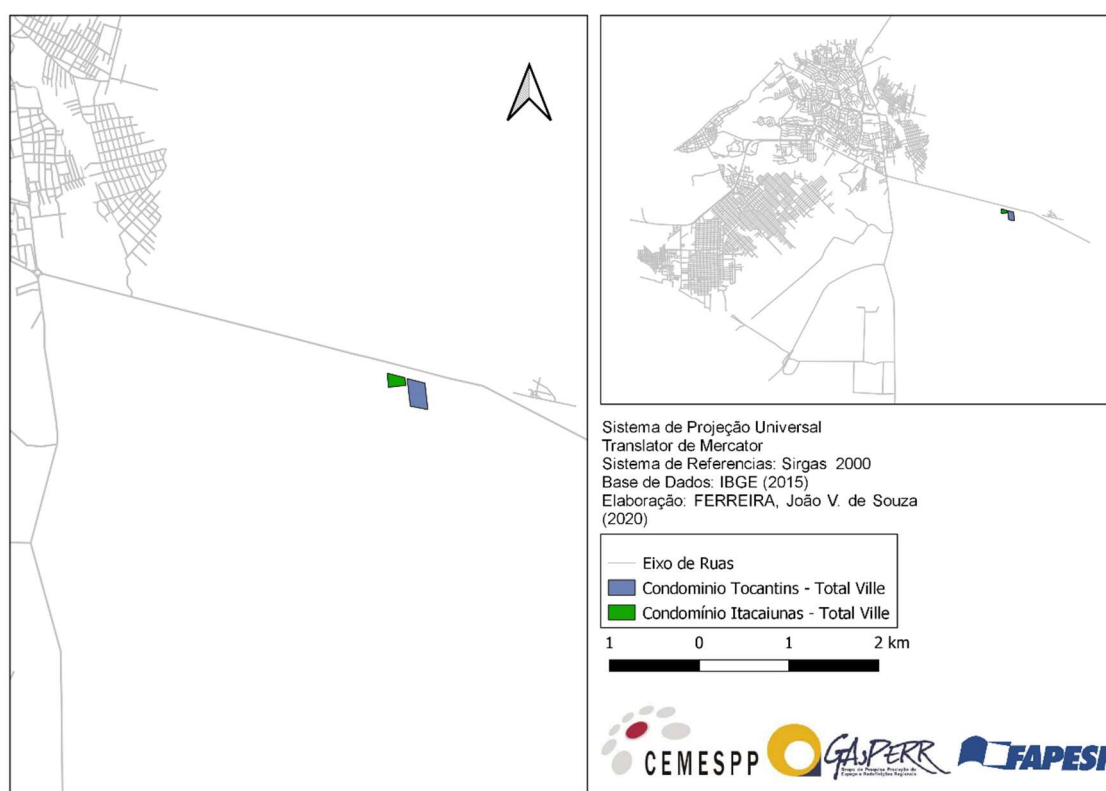


Em uma aproximação ao Mapa 9, que indica a localização dos imóveis securitizados de Marabá – PA para os anos de 2011 e 2016, é possível identificar a presença de apenas um imóvel securitizado no ano de 2011, localizado na porção centro sul da cidade. Já no ano de 2016, ocorre um aumento no número de imóveis

securitizados e os mesmos se dispersam pela malha urbana de Marabá com uma ligeira concentração de CRIs ao sudoeste da cidade, indicada pela mancha vermelha no mapa.

Ao identificar a impossibilidade de georreferenciar os imóveis securitizados pela CEF em Marabá no ano de 2015, optamos apenas por identificar os condomínios aos quais possivelmente os imóveis se referem. O Mapa 10 identifica os condomínios supracitados na malha urbana de Marabá. Ambos os condomínios se localizam as margens da rodovia BR-230 (transamazônica).

Mapa 10: Localização dos condomínios Tocantins - Total Ville e Itacaiunas - Total Ville – Marabá/PA



A Figura 7 é correspondente a uma imagem de satélite obtida a partir do *software* Google Earth e apresenta a área correspondente aos dois condomínios analisados. A imagem de satélite deixa clara a proximidade entre os dois condomínios e a semelhança entre as estruturas existentes em ambos, dentre elas, quadras abertas e piscina.

Figura 7: Captura de tela do *Software* Google Earth da imagem de satélite dos condomínios Tocantins - Total Ville e Itacaiunas - Total Ville – Marabá/PA



Fonte: Google Earth. Acesso em: 29/10/2020

Devido às informações contidas nos termos de emissão aos quais temos acesso, não podemos identificar quais os imóveis do condomínio foram securitizados. Entretanto, podemos generalizar suas localizações e analisá-los. Uma análise locacional desses imóveis mostra um deslocamento espacial da securitização, destoando do que era visto até então na cidade. Além disso, a securitização desses imóveis indica que as características do imobiliário local tem capacidade de alterar, em certa medida, a securitização.

Ao analisar a securitização desses 58 imóveis, comparado aos 25 imóveis securitizados pela CEF em Belém no mesmo ano, identificamos duas possibilidades. A primeira delas consiste no fato de que, nesse dado momento, o imobiliário de Marabá foi dado como mais atrativo a esse instrumento. A segunda possibilidade é que a implantação destes condomínios neste período tornou o imobiliário de Marabá mais dinâmico e atrativo a securitização imobiliária.

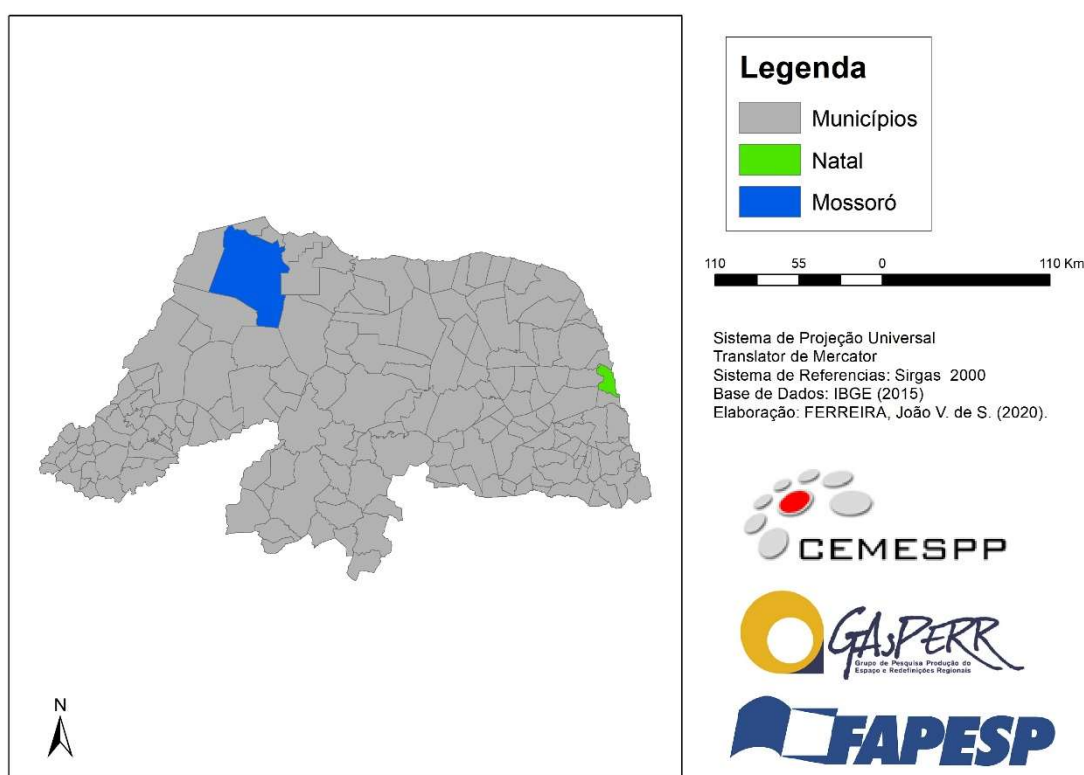
Mossoró

Possuindo uma área de influência que se estende para além dos limites do estado do Rio Grande do Norte, Mossoró possui uma economia bem diversificada dividida entre a agricultura irrigada, salinicultura, agropecuária e a economia petrolífera e seus ramos associados (AMORIN, 2016).

O processo de formação do município data do período colonial, tendo como uma de suas primeiras atividades econômicas a pecuária, atividade essa que resultou na ocupação do interior da então capitania do Rio Grande do Norte. Mossoró tem origem no sec. XVII, com a extração de sal, entretanto, a região ganha destaque mais especificamente no sec. XVIII, como região de entroncamento das rotas de passagem do gado (AMORIN, 2016).

O Mapa 11 localiza os municípios de Mossoró e Natal no estado do Rio Grande do Norte.

Mapa 11: localização dos municípios de Mossoró e Natal



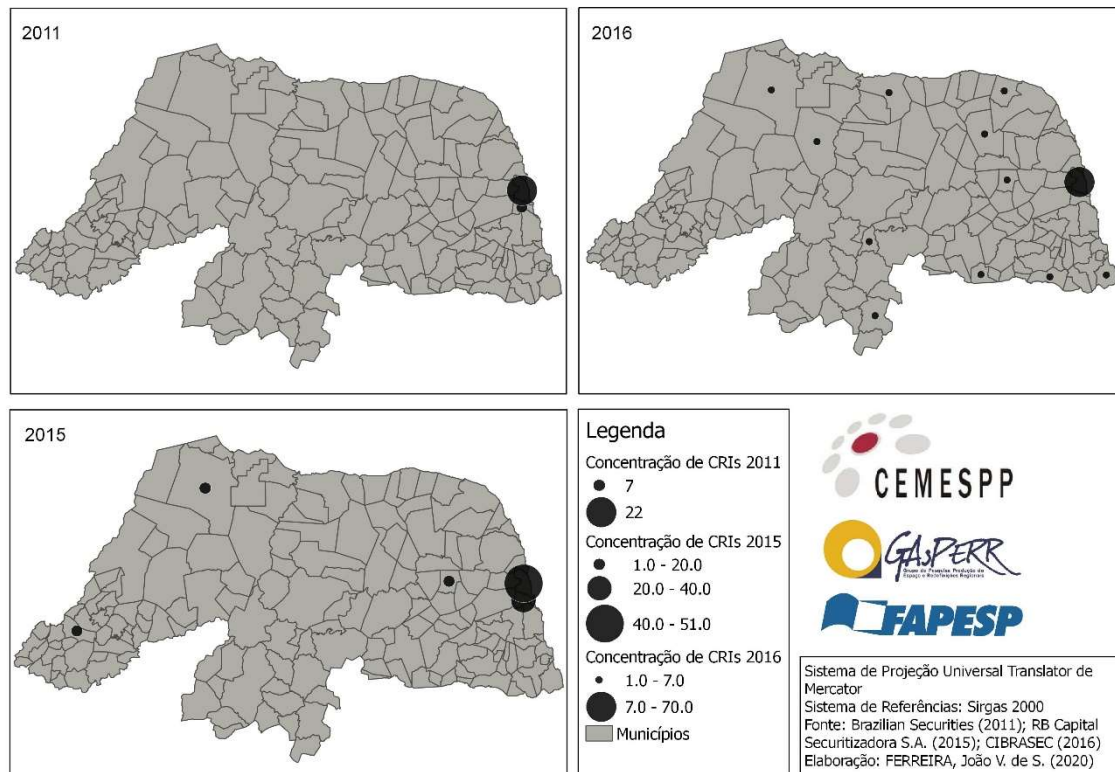
Além disso, a região passou por inúmeras atividades econômicas, não menos importantes que as já citadas, até chegar aos dias atuais. Dentre elas, podemos citar a cultura do algodão, produção essa que se destacou por um breve momento durante as guerras de independência e secessão estadunidenses, como destacado por Furtado (2005). Mais tarde, como resultado da criação da SUDENE (Superintendência de Desenvolvimento do Nordeste) e de suas estratégias, a região começa a se destacar pela fruticultura de exportação. “Uma das estratégias adotadas pela SUDENE foi a integração da agricultura à indústria, com uma mudança no perfil produtivo da

agropecuária nordestina, voltado à produção de frutas tropicais para exportação.” (AMORIN, 2016. p. 34)

Amorin (2016) destaca, ainda, a importância regional assumida pelas atividades de comércio e serviços com a implementação de grandes equipamentos de consumos principalmente no início do sec. XXI (AMORIN, 2016; COUTO, 2011). Os resultados desses processos históricos, dessas atividades econômicas e dos agentes de produção do espaço urbano envolvidos é a conformação de Mossoró, tal como conhecemos hoje. Um município cuja população estimada é de 300.618 habitantes (IBGE 2020) e que se conforma como Capital Regional C, segundo a REGIC (2018), com destaque para sua área de influência interestadual, muito por conta de sua posição geográfica quase ocupando a fronteira do estado.

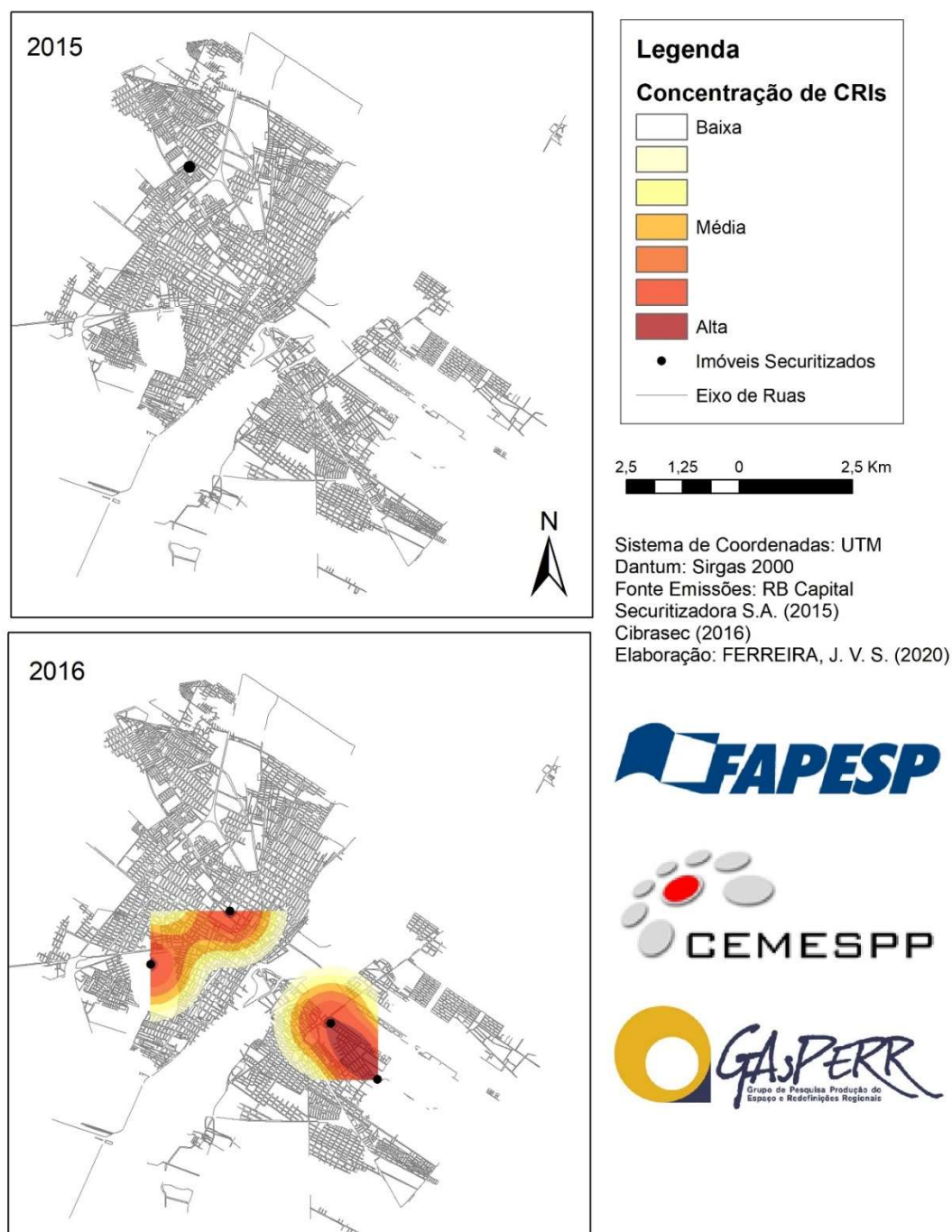
Em suma, por se tratar de um município tão antigo, que data do período colonial, podemos citar inúmeras atividades econômicas e funções exercidas pelo município e pela região. Tratemos então, da análise dos processos de securitização a parte da escala da rede urbana estadual, utilizamos para isso o Mapa 11, que apresenta a concentração de CRIs na rede urbana do estado do Rio Grande do Norte.

Mapa 12: Concentração de CRIs no estado do Rio Grande do Norte – 2011, 2015 e 2016.



Da análise da concentração dos CRIs na rede urbana analisada, chamamos a atenção para três pontos. Primeiro, a baixa presença de CRIs na rede urbana analisada. Segundo, a relevância que a capital estadual, Natal, apresenta na rede urbana analisada, assim como de uma das cidades de seu entorno, Parnamirim, que se destaca em dois dos três anos analisados. Terceiro, a crescente disseminação de CRIs pela rede urbana, que independente do volume, vem se expandindo.

Mapa 13: Imóveis securitizados Mossoró 2015, 2016¹⁵



Em uma primeira aproximação aos mapas de Mossoró é possível identificar um único imóvel securitizado para o ano de 2015 na porção norte da cidade. Já no ano de 2016, ocorre um aumento do número de imóveis securitizados, ocorrendo, também, uma

¹⁵ A cidade não apresenta CRIs em todos os anos analisados. Sendo assim, os mapas de concentração intraurbana de CRIs contêm apenas os anos de 2015 e 2016.

dispersão dos imóveis pela cidade, apesar deles se conformarem em dois blocos, um na porção centro sul e outro a sudeste da malha urbana.

Considerações Finais

Buscamos, até o momento, compreender como o processo de securitização e financeirização vem se apresentando nas diversas realidades sócioespaciais do país, o que auxilia na elaboração de uma visão de totalidade do processo, não limitada ao recorte territorial de um estado ou de uma cidade particular.

Ao trabalhar com o recorte nacional buscamos, primeiramente, identificar a presença ou não desses ativos nestas cidades e, em segundo, buscar entender como ocorre a espacialização desses ativos no intra-urbano, utilizando, para isso, os mapas de localização, os quais tem como base os endereços contidos nas emissões, tal como apresentado.

Como afirmado anteriormente, mais que uma questão quantitativa, trata-se de identificar a disseminação e presença do processo em todas estas cidades, mesmo que de maneira diferenciada.

Assim, o recorte possibilita trazer para o debate um novo ponto, que é a dispersão da financeirização pelo território, visto que muitas vezes as análises só tratam a escala nacional e internacional (RUFINO, 2013; AALBERS, 2008) de maneira genérica.

Para tanto, trazemos o debate a partir da rede urbana e de algumas cidades médias e, como os agentes financeiros vem se inserindo nesses espaços e atuando como agentes de produção do espaço (MELAZZO, 2013).

“O processo de securitização da habitação tem ocupado crescente interesse em investigações que identificam as relações entre o processo de financeirização e da produção do espaço urbano a partir dos nexos entre a criação, expansão e sofisticação de instrumentos financeiros que ampliaram e transformaram, nas últimas décadas, o volume e a intensidade dos recursos mobilizados no mercado imobiliário e voltados à produção da moradia e das cidades. (ABREU, MELAZZO, FERREIRA, p. 2, 2020).

A citação nos leva a refletir sobre as crescentes relações e aproximações entre os capitais imobiliário e financeiro e os resultantes espaciais decorrentes dessa nova lógica de produção e consumo do espaço urbano.

O debate da financeirização e de uma de suas facetas, a da securitização, vem sendo extensamente debatido nos últimos anos, principalmente a partir de sua relevância na crise financeiro-imobiliária de 2008 (AALBERS, 2008; ROUBINI, 2010; dentre

outros). Entretanto, apesar do recente interesse pelo tema, ainda existem muitas questões a serem investigadas. A Geografia, em especial, pode, em muito, contribuir com esse debate, apresentando uma análise geográfica a partir da difusão espacial desses instrumentos, tal como exposto por Del Valle (2018).

No Brasil, a securitização imobiliária se desenvolve a partir da promulgação do SFI e, como Aalbers (2019) indica, o Estado atua apenas na regulamentação e estruturação do mercado. No caso brasileiro, com suas particularidades, o que vemos é o Estado, através de diversos agentes, atuando ativamente na cessão de crédito imobiliário e na posterior compra do CRI emitido através do crédito cedido. Nesse sentido, destacamos as participações da CEF e do FGTS.

Destacamos a importância que o estudo da legislação assume. Ele foi primordial ao desenvolvimento da pesquisa. É impossível compreender o surgimento e a disseminação da securitização imobiliária sem analisar o avanço paulatino de uma legislação que visa viabilizar tais instrumentos e ampliar a rentabilidade e segurança dos investidores.

Salientamos, ainda, o caráter contraditório do processo em que o mesmo se estrutura a partir de um contexto em que se propunha a criação de tais instrumentos como forma de *funding* habitacional e imobiliário via mercado.

Entretanto, o que identificamos é um processo em que cerca de 19% do total de CRIs emitidos nos últimos 10 anos foram comprados com recursos do FGTS. Além disso, a descoberta de que mais de 80% dos CRIs emitidos no Brasil não passam por uma avaliação de risco, o *rating*, indica mais uma das contradições do processo que, apesar de vender como *marketing* do produto sua segurança, não verifica e avalia se essa segurança é real.

Ainda, a constatação da expressiva participação do FGTS na compra de CRIs e o expressivo volume de CRIs emitidos pela CEF indica a relevância da análise dos agentes públicos para compreensão do caso brasileiro de securitização.

O desenvolvimento da pesquisa nos indicou ainda que a tipologia e valores dos imóveis e créditos imobiliários, que vem sendo securitizados no Brasil, tem sofrido alterações, se comparados ao que vinha sendo apresentado pela bibliografia até então. Até recentemente, a bibliografia indicava a securitização como restrita aos grandes centros e a imóveis de alto valor, tais como *shoppings centers*, galpões de empresas, imóveis residenciais de alto padrão e edifícios empresariais.

Entretanto, as tipologias e valores dos imóveis que vem sendo securitizados pela CEF diferem em muito do que era tido como padrão até então pela bibliografia, apresentando imóveis residenciais, de baixo valor e localizados em cidades médias. Ademais, a descoberta dos padrões de seleção para os imóveis a terem seus créditos imobiliários securitizados responde a uma das principais questões da pesquisa.

Durante a realização do trabalho algumas questões foram levantadas frente às descobertas que foram realizadas, assim como algumas hipóteses. Entendemos que apesar do recente interesse e dos trabalhos que vem sendo publicados, o tema ainda carece de muitas investigações e não pretendemos aqui esgotá-lo.

Não temos a pretensão de elaborar teorias gerais sobre a financeirização ou securitização imobiliária, mas buscamos levantar algumas hipóteses que possam guiar agendas de pesquisas que procurem analisar o tema e, em certa medida, responder a alguns dos questionamentos levantados ao longo da pesquisa.

As hipóteses levantadas se relacionam, na maior parte, com a localização dos imóveis e na forma como diferentes áreas do território nacional são capturadas pelos CRIs

1ª hipótese: O CRI é um instrumento que não pode ser analisado a partir de apenas uma escala;

2ª hipótese: Os CRIs se dispersam a partir do sistema e da rede urbana;

3ª hipótese: A captura do território de se dá de maneira diferenciada em cada região.

Além disso, levantamos alguns questionamentos que guiaram a pesquisa. Questionamos se os imóveis que tiveram suas dívidas securitizadas são novos ou usados. Questionamos também quais as semelhanças e diferenças entre a securitização imobiliária no Brasil frente a outros modelos. Procuramos, também, entender qual a intencionalidade da Caixa Econômica Federal, do FGTS e do SBPE com a emissão e a compra desses títulos. Além disso, procuramos entender essa dupla atuação do FGTS no financiamento dos empréstimos imobiliários e na compra dos títulos derivados de empréstimos imobiliários, os CRIs.

No decorrer da pesquisa, com a luz de algumas das descobertas, nossas hipóteses foram, em partes, se confirmando. Com a descoberta dos critérios de seleção dos imóveis já apresentados, a hipótese de que os CRIs não podem ser analisados a partir de uma única escala se confirma. A revelação de que as características do imóvel, sua

liquidez e a área urbana ao qual está inserida fazem parte de critérios de seleção nos confirma a necessidade de analisar os CRIs no contexto em que está inserido. Ou seja, devemos analisar o imobiliário local, suas características e formações para, então, compreendê-lo em sua totalidade.

Mais além, permitem indagar o quanto a presença de tais processos de securitização em cada cidade não seria capaz de alterar o próprio funcionamento do mercado imobiliário, dimensão crucial para uma avaliação mais precisa dos seletivos processos de produção do espaço da moradia de cada, marcados já, mas tendencialmente mais propensos às desigualdades socioespaciais e, por consequência, propensos a processos de fragmentação socioespacial, compreendido aqui como acirramento das distâncias entre os diferentes com base em suas distintas capacidades econômicas para consumir (no sentido estrito) e de se apropriar (no sentido amplo) da própria cidade.

Os mapas produzidos e aqui apresentados nos levam a considerar, também, que nossas segunda e terceiras hipóteses também se confirmam. Visto que, os CRIs aparentemente se dispersam através da rede urbana e que essa dispersão acompanha a densidade e complexidade da rede e sistema urbanos. Além disso, podemos verificar que a captura do território por esses instrumentos se dá de forma diferenciada e isso se dá muito em função da capacidade dos CRIs de se adequarem à formação socioespacial ao qual estão se inserindo.

A confirmação das hipóteses apresentadas nos auxiliam a construir um caminho necessário ao desenvolvimento de pesquisas desse gênero, assim como a construir uma agenda de pesquisa que se dedique a análise espacial da securitização a partir de realidades não metropolitanas. Nesse sentido, este trabalho se insere dentro de um conjunto de outras pesquisas (ABREU,2019; ABREU, MELAZZO e FERREIRA, 2020; FERREIRA 2019A 2019B) que vem demonstrando que o processo em análise vem sofrendo alterações e que vem se disseminando pela rede urbana, em especial nas cidades médias.

Assim, entendemos que, apesar dos avanços e das recentes descobertas, o estudo da securitização imobiliária ainda precisa avançar e a Geografia pode e deve contribuir com este debate. Uma agenda de pesquisa deve ser construída de modo a continuar a analisar esses processos e entender quais suas lógicas, sua capacidade de produzir o espaço urbano, seus potenciais riscos e qual a relevância desse processo frente aos meios mais “tradicionais” de financiamento. Verifica-se então, que o financiamento

imobiliário, fundamental para viabilizar a produção e o consumo dos bens imobiliários, deixa de ser apenas um elemento facilitador e que muitas vezes deve ser disponibilizado pelo Estado, passa a ser capturado pela lógica financeira como veículo que visa sobretudo acelerar e facilitar a circulação do capital através do imobiliário.

Referências

- AALBERS, Manuel B. The Financialization of Home and the Mortgage Market Crisis. *Competition e Change*, vol. 12, No. 2. New York. Junho 2008.
- AALBERS, Manuel B. *Financial Geographies of Real Estate and the City. A Literature Review*. Leuven: Financial Geography Working Paper Series, 46 p., 2019.
- ABREU, Marlon A. *Produção imobiliária e os espaços da financeirização: entre o abstrato da riqueza financeira e o concreto da cidade produzida*. Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Geografia da Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho (UNESP), campus de Presidente Prudente/SP. 2019.
- ABREU, Marlon A. MELAZZO, Everaldo S. FERRERIA, João V. de S. *Produzindo casas de papel: As engrenagens da securitização de ativos imobiliários residenciais no Brasil*. Confins [Online]. 2020.
- ALMEIDA, F. S. de. *O entroncamento como forma espacial no urbano em área de fronteira: caso do Km 6, Marabá-PA*. Monografia (Graduação em Licenciatura e Bacharelado em Geografia) – Colegiado de Geografia, Universidade Federal do Pará. Marabá, 2002.
- AMBIMA. *Estudos Especiais e produtos de Captação. Certificados de Recebíveis Imobiliários*, Rio de Janeiro (2015).
- AMORIN, Edna Maria Jucá Couto. *As cidades médias e suas múltiplas particularidades : produção e consumo do espaço urbano em Marília/SP e Mossoró/RN / Edna Maria Jucá Couto*. - Presidente Prudente : [s.n.], 2016
- BELLUZZO, Luiz. G. *Dinheiro e as transformações da riqueza*. In: TAVARES, M. C; FIORI, I. L. (Orgs.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, RJ. Vozes, 7ª edição. 2017
- BOTELHO, Adriano. *O urbano em fragmentos: a produção do espaço e da moradia pelas práticas do setor imobiliário*. São Paulo: Annablume; Fapesp, 2007.
- BRAGA, J. C. *Financeirização global. O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo*. In: TAVARES, M. da C. e FIORI, J. L. *Poder e dinheiro. Uma economia política da globalização*. Petrópolis/RJ: Vozes, 1997.
- BURANELLO, Renato; OIOLI, Erik. *Certificados de Recebíveis do Agronegócio: Os sistemas agroindustriais e o mercado de capitais*. Editora Thoth. Londrina - PR. 2019
- CHRISTALLER, W. *Central Places in Southern Germany*. Englewood Cliffs: Prentice-Hall Inc., 1966.

CORRÊA, Roberto L. Repensando a teoria das localidades centrais. In: CORRÊA, Roberto L. *Trajetórias Geográficas*. Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 1997 (1982).

CORRÊA, Roberto, L. *Caminhos Paralelos e entrecruzados*. São Paulo: Editora Unesp, 2018.

DEL VALLE, *Ricardo M. G.*. *La telaraña financiera: Una geografía de la financiarización y su crisis*. Barcelona: RiL Editores, 424 p. 2018.

FERREIRA, João V. de S. O circuito financeiro-imobiliário em Presidente Prudente: Novos condicionamentos na produção do espaço urbano, o estudo de caso a partir de instrumentos de securitização imobiliária. *Revista Geografia em Atos*, Departamento de Geografia, Faculdade de Ciências e Tecnologia, UNESP, Presidente Prudente, (60 anos do curso de Geografia da FCT/UNESP: memórias e desafios), n. 15, v. 8, p. 198-216, dez/2019. 2019a

FERREIRA, João V. de S, *Relatório Final*, FAPESP, 2019b

FIX, Mariana. *Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil*. Tese (Doutorado em Economia). Unicamp: Campinas/SP. 2011.

FIX, M.; PAULANI, L. M. Considerações teóricas sobre a terra como puro ativo financeiro e o processo de financeirização. *Brazil. J. Polit. Econ.* [online]. 2019, vol.39, n.4, pp.638-657. Epub Oct 17, 2019.

HAILA, Anne. Land as a financial asset: The theory of urban rent as a mirror of economic transformation. *Antipode* 20:2, pp. 79 – 102, 1988.

HAILA, A. The theory of land rent at the crossroads. *Environment and Planning D: Society and Space*, volume 9, pp. 276 – 296. 1990.

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

KLINK, Jeroen; SOUZA, Marcos Barcelos de. Financeirização: conceitos, experiências e a relevância para o campo do planejamento urbano brasileiro. *Cadernos Metrópole*, Rio de Janeiro, v. 19, n. 39, p.379-406. 2017.

MAFRA, F. D. B. *Classificação de risco dos certificados de recebíveis imobiliários – estruturação de um processo de rating da perda potencial da carteira securitizada*. 2006. 127 f. Dissertação de Mestrado. Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo. 2006.

MATIELLO, Alexandre M; VILLELA, Ana. L. V; FUJITA, Camila; OTSUSCHI, Cristina; ALBA, Rosa. S. CHAPECÓ: o agronegócio, o setor terciário em expansão e a crescente desigualdade socioespacial. In: Maria Encarnação Beltrão Sposito; Doralice

Sátyro Maia. (Org.). Agentes Econômicos e Reestruturação Urbana e Regional: Dourados e Chapecó. 01ed.São Paulo: Cultura Acadêmica, 2016, v. 01, p. 171-312. 2016.

MELAZZO, Everaldo S. Estratégias fundiárias e dinâmicas imobiliárias do capital financeirizado no Brasil Mercator, Fortaleza, v. 12, número especial (2)., p. 29-40, set. 2013.

MELAZZO, Everaldo. S.; ABREU, Marlon. A. A expansão da securitização imobiliária: uma prospecção a partir da cidade de Ribeirão Preto-SP. Geosp – Espaço e Tempo (Online), v. 23, n. 1, p. 022-039, abr. 2019. ISSN 2179-0892.

PIRES, Daniela M. Os fundos de investimentos em direitos creditórios (FIDIC). 2ª ed. – São Paulo: Almedina, 2015.

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

REGIC. Regiões de influência das cidades. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística Rio de Janeiro; 2018.

ROLNIK, Raquel. Guerra dos lugares: a colonização da terra e da moradia na era das finanças. Tese apresentada à Faculdade de Arquitetura e Urbanismo da Universidade de São Paulo para obtenção do título de livre-docente (2015).

ROUBINI, Nouriel. MIHM, Stephen A economia das crises: Um curso-relâmpago sobre o futuro do sistema financeiro internacional; tradução Carlos Araújo- Rio de Janeiro : Intrínseca, 2010.

ROYER, Luciana. de O. Financeirização da política habitacional: Limites e perspectivas. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo). São Paulo: USP/FAU, 2009.

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

RUFINO, Maria B. Reestruturação do setor imobiliário e mudanças no padrão espacial de reprodução do capital: a produção imobiliária como elemento central na reconfiguração das cidades brasileiras. In: Recife: Anais do XV Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Planejamento Urbano e Regional, 2013.

SANFELICI, Daniel. As escalas de acumulação na produção das cidades. In: A Cidade como negócio. CARLOS, Ana F. VOLOCHKO, Danilo. ALVAREZ Isabel P. (organizadores). - São Paulo: Editora Contexto, 2015.

SANFELICI, Daniel; HALBERT, Ludovic: Financial market actors as urban policy-makers: the case of real estate investment trusts in Brazil, *Urban Geography*. 2019

SANTOS, M. Sociedade e Espaço: A Formação Social como Teoria e como Método. *Boletim Paulista de Geografia*, São Paulo, n.54, p.81-100, jun. 1977.

SPOSITO, Maria Encarnação Beltrão; MAIA, Sátyro Doralice (Orgs). *Agentes econômicos e reestruturação urbana e regional: Dourados e Chapecó*, São Paulo: Editora Cultura Acadêmica, 2016.

SPOSITO, Maria Encarnação Beltrão; ELIAS, Denise; SOARES, Beatriz Ribeiro (Orgs). *Agentes econômicos e reestruturação urbana e regional: Passo Fundo e Mossoró*, São Paulo: Editora Expressão Popular, 2010. 288 p. 2010.

SPOSITO, Maria. E. B.; ELIAS, Denise; SOARES, Beatriz R. (Orgs) . *Agentes econômicos e reestruturação urbana e regional: Marabá e Los Angeles*. 1a. ed. São Paulo: Cultura Acadêmica, Editora da UNESP, 2016. v. 1. 329p . 2016.

TLON Journal (2020). Criada a alienação fiduciária de imóvel compartilhada. Disponível em: <http://www.tlon.com.br/cri/jornal/artigos/14036-criada-a-alienacao-fiduciaria-de-imovel-compartilhada> ou as ferramentas oferecidas pelo site. Acesso em: 30/10/2020.

Todo o conteúdo, incluindo textos, imagens, gráficos, dados, informações e demais materiais do TLON estão protegidos pela legislação brasileira sobre direito autoral. Consulte os termos e condições de uso do site.

TRINDADE JUNIOR., Saint-Claire. C.; AMARAL, Marcio. D. B; RIBEIRO, Rovaine; MALHEIRO, Bruno C. P; RODRIGUES, Jovenildo. C. Uma cidade média na Amazônia oriental: a centralidade urbano-regional de Marabá no sudeste paraense. In: Maria Encarnação Beltrão Sposito; Denise Elias; Beatriz Ribeiro Soares. (Org.). *Agentes econômicos e reestruturação urbana e regional: Marabá e Los Angeles*. 1ed.São Paulo: Cultura Acadêmica, 2016, v. 1, p. 27-222.

UQBAR (2016). Anuário UQBAR securitização e financiamento imobiliário 2016. Disponível em: www.uqbar.com.br/publicacoes/anuario-securitizacao-financiamento-imobiliario-2017.jsp

UQBAR (2020A) Anuário UQBAR Certificados de Recebíveis Imobiliários. Disponível em: <https://www.uqbar.com.br/anuario-certificado-de-recebiveis-imobiliarios-2020/>.

UQBAR (2020B). Anuário UQBAR Certificados de Recebíveis do Agronegócio. Disponível em: <https://www.uqbar.com.br/anuario-certificado-de-recebiveis-do-agronegocio-2020/>.

UQBAR (2020C) UQBAR Day – O maior evento de securitização do país. Disponível em: https://www.uqbar.com.br/uqbar_day/

VILLAÇA, Flávio. Espaço intra-urbano no Brasil. São Paulo : Studio Nobel, FAPESP. Lincoln Institute. São Paulo. 1998.

WEBER, Rachel. From boom to bubble: How finance built the new Chicago. The University of Chicago Press. Chicago. 2015.