



# Articulações imobiliário-financeiras na consolidação dos ativos de locação residencial no Brasil: novos enlaces entre incorporadoras, instrumentos e agentes financeiros

*Real Estate-Financial articulations in the consolidation of residential rental assets in Brazil: new links between developers, instruments, and financial agents*

Carlos Alberto Penha Filho <sup>[a]</sup>

São Paulo, SP, Brasil

<sup>[a]</sup> Universidade de São Paulo (USP), Faculdade de Arquitetura e Urbanismo

Vinicius Kuboyama Nakama <sup>[a]</sup>

São Paulo, SP, Brasil

<sup>[a]</sup> Universidade de São Paulo (USP), Faculdade de Arquitetura e Urbanismo

Beatriz Rufino <sup>[a]</sup>

São Paulo, SP, Brasil

<sup>[a]</sup> Universidade de São Paulo (USP), Faculdade de Arquitetura e Urbanismo

Beatriz Tamaso Mioto <sup>[b]</sup>

São Bernardo do Campo, SP, Brasil

<sup>[b]</sup> Universidade Federal do ABC (UFABC)

CAPF é Doutor em desenvolvimento econômico, Pós-Doutorando na Universidade de São Paulo, e-mail: carlos.penhafh@gmail.com  
VKN é arquiteto e urbanista, doutorando na área de arquitetura e urbanismo, e-mail: vinicius.nakama@usp.br

BR é Professora Doutora da Faculdade de Arquitetura e Urbanismo e do Programa de Pós-graduação em Arquitetura e Urbanismo, e-mail: beatrizrufino@usp.br

BTM é professora adjunta do Bacharelado em Planejamento Territorial, Doutora em Desenvolvimento Econômico, e-mail: beatriz.mioto@ufabc.edu.br

**Como citar:** Penha Filho, C. A., Nakama, V. K., Rufino, B., & Mioto, B. T. (2025). Articulações imobiliário-financeiras na consolidação dos ativos de locação residencial no Brasil: novos enlaces entre incorporadoras, instrumentos e agentes financeiros. *urbe. Revista Brasileira de Gestão Urbana*, v. 17, e20240193, 2025. <https://doi.org/10.1590/2175-3369.017.e20240193>

## **Resumo**

Desde o início dos anos 2000, o setor imobiliário brasileiro tem se aproximado do mercado financeiro mediante aberturas de capital, emissões de dívidas e Fundos de Investimento Imobiliário. Recentemente, destacou-se a articulação entre incorporadoras de capital aberto e agentes financeiros no desenvolvimento de ativos de locação residencial. Este artigo objetiva compreender o papel das grandes incorporadoras nacionais na formação do mercado de propriedades residenciais em conjunto com os FIIs e investidores globais. Argumenta-se que, devido às particularidades do caso brasileiro, as incorporadoras são essenciais no fornecimento de habitações em escala necessária para os investidores financeiros, contribuindo para a estruturação de um novo mercado. Ademais, essa união permite às empresas realizarem seus estoques ou obterem ganhos rentistas. O artigo investiga dois dos principais FIIs ligados às incorporadoras abertas e discute novos enlaces dessas empresas com investidores institucionais, particularmente as Asset Managers, demonstrando a relevância das incorporadoras na reestruturação do segmento de locação residencial.

**Palavras-chave:** Mercado imobiliário. Habitação. Multifamily. Aluguel.

## **Abstract**

*Since the early 2000s, the Brazilian real estate sector has moved closer to the financial market through IPOs, debt issuances, and Real Estate Investment Funds. Recently, the collaboration between publicly traded developers and financial agents in developing residential rental assets has stood out. The article aims to understand the role of major national developers in shaping the residential property market in conjunction with REITs and global investors. It is argued that, due to the particularities of the Brazilian case, developers are essential in supplying housing on the scale required by financial investors, contributing to the structuring of a new market. Furthermore, this union allows the companies to sell their stocks or obtain rentier gains. The article investigates two of the main REITs linked to publicly traded developers and discusses new connections between these companies and institutional investors, particularly Asset Managers, demonstrating the relevance of developers in restructuring the residential rental segment.*

**Keywords:** Real estate market. Housing. Multifamily. Rent.

## **Introdução**

Parte expressiva da literatura sobre a financeirização do urbano enfatizou a relação das grandes empresas de incorporação com o mercado financeiro a partir das aberturas de capital (Initial Public Offerings, IPO) (Shimbo, 2010; Fix, 2011; Rufino, 2012; Sanfelici, 2013; Rolnik, 2015; Penha Filho, 2020) e pelos instrumentos de financiamento habitacional (Royer, 2009; Abreu, 2019). Os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) receberam menor atenção, com análises circunscritas aos processos de reestruturação da metrópole de São Paulo (Botelho, 2005; Fix, 2007) e aos movimentos recentes de expansão desse instrumento (Sanfelici, 2017; Sanfelici & Halbert, 2018; Nakama, 2021; Kalinoski & Prokopiuk, 2022 e 2023).

Inspirado no REIT estadunidense, o FII foi concebido no início de 1990 como um veículo para o financiamento da produção imobiliária (Nakama, 2022). Embora visasse diversificar os *fundings* para promoção habitacional, ele se mostrou bastante vinculado ao estoque imobiliário, especialmente nos segmentos corporativos e shopping centers. Desde 2019 avançaram sobre galpões logísticos, títulos mobiliários de base imobiliária e, recentemente, sobre o segmento de aluguel residencial. Apesar de emergente, esse novo segmento se destaca como objeto do conhecimento por indicar novas formas de articulação entre os interesses imobiliários e financeiros, reorientando as grandes incorporadoras nacionais como parceiras centrais.

O envolvimento precoce dessas empresas com os processos de financeirização, via IPOs (Rufino, 2023), suportou importantes movimentos de centralização e concentração de capital (Lencioni, 2008), tornando-as protagonistas da produção habitacional brasileira. Essa condição particular do imobiliário as configurou como parceiras privilegiadas de grandes FIIs na produção de ativos de locação residencial. Esse protagonismo foi renovado em suas articulações com investidores globais, especialmente com *asset managers*, uma classe emergente que adquiriu posição dominante no capitalismo contemporâneo (Braun & Christophers, 2024).

Em contraste com o mercado imobiliário do Norte Global, onde a crise de 2008 condicionou a superação de barreiras como a fragmentação do mercado e da propriedade imobiliária residencial devido à massiva desvalorização, no Brasil essas condições permaneceram praticamente inalteradas. Nesse contexto, as incorporadoras despontam na atualidade como um importante vetor de fornecimento do estoque residencial na escala exigida pelos instrumentos e agentes financeiros. Elas se beneficiam e influenciam na distribuição de unidades residenciais tanto em termos quantitativos quanto qualitativos (como tipologias de produtos, localizações etc.).

Diante desse contexto, este trabalho objetiva compreender a articulação entre as incorporadoras de capital aberto, os instrumentos e agentes financeiros no desenvolvimento do segmento residencial para locação no Brasil. A hipótese sustenta que esses enlaces ampliam as possibilidades de realização do estoque das incorporadoras e, simultaneamente, criam bases para o desenvolvimento de negócios rentistas sobre habitações. Apesar das limitações e dos resultados de rentabilidade discutíveis, elas desempenham um papel crucial na estruturação de um mercado de ativos de locação residencial, mediando e formulando novos produtos imobiliários neste mercado em consolidação. Assim, pretendemos mostrar a importância das incorporadoras na estruturação do segmento de locação residencial no Brasil.

Além desta introdução, o artigo está dividido em mais quatro seções e as considerações finais. Primeiramente, são exploradas as frentes de articulação imobiliário-financeira, referenciadas em

revisão bibliográfica e nos movimentos históricos do caso brasileiro nas três últimas décadas. Posteriormente, é apresentada a metodologia que guiou a análise, os tipos de dados e as fontes. Na quarta seção, é discutido o primeiro movimento de articulação entre interesses imobiliários e financeiros, explorando-se o papel da MRV e da Cyrela no desenvolvimento dos FIIs de locação residencial: Luggo e o Vectis Renda Residencial. Por fim, a quinta seção examina os novos rumos do entrelaçamento entre incorporadoras e agentes financeiros no desenvolvimento desse segmento. São abordadas as alianças com gestoras globais de ativos e fundos de pensão, destacando a forte influência das incorporadoras nestas parcerias.

## **Frentes de articulação imobiliário-financeiras: um panorama do desenvolvimento das formas de financiamento da produção imobiliária no Brasil**

A aproximação entre o setor imobiliário e o mercado financeiro emerge da demanda por recursos para viabilizar tanto a produção como o consumo habitacional, situando-se no cerne do desenvolvimento da produção privada e do capital de incorporação. Na literatura, diversos trabalhos demonstraram a importância do crédito na constituição da forma capitalista de produção habitacional. Ao observar o caso francês, Topalov (1979) discute o papel do capital de incorporação na organização dos recursos que viabilizam a produção e circulação das mercadorias imobiliárias. Ball (1983) argumenta que as grandes incorporadoras britânicas se sobressaiam às demais por articular estratégias produtivas e locacionais com as financeiras, destacando as diferentes fontes de financiamento. Harvey (2018), por sua vez, reforça a importância do crédito na produção imobiliária ao direcionar recursos para um setor capaz de absorver os excedentes dos demais e, de forma mais abrangente, evitar crises, estendendo a acumulação de capital.

A mobilização de capital de empréstimo para efetivar a produção constitui uma estratégia central para as empresas de incorporação. Elas podem combinar diferentes fontes, custos, prazos e riscos, permitindo a geração de diversos títulos de dívida que, posteriormente, são alvo de investidores. Em geral, quando se fala em “destravar” o setor, diz sobre a necessidade de novas frentes de crédito, ampliando as disponibilidades para o financiamento da produção e do consumo.

Alinhado ao surgimento de uma série de instrumentos financeiros, o desenvolvimento das formas de financiamento da produção imobiliária no Brasil adquiriu particularidades. Como se verá, é a partir desse processo que surge, no início de 1990, o embrião do que se pode considerar uma das formas mais “avançadas” na articulação de recursos para o financiamento da produção imobiliária, o FII.

A modalidade mais habitual de financiamento é o empréstimo bancário, no qual a incorporadora obtém recursos dos bancos, que emprestam com condições de juros e prazos. A intermediação bancária é especialmente relevante para o Brasil desde os anos 1960. Respondendo à escassez de recursos privados, o Estado estruturou um sistema de crédito direcionado, que combina recursos da poupança voluntária (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo) com os da poupança compulsória (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço) (Royer, 2009). Este sistema, denominado Sistema Financeiro Habitacional (SFH), foi fundamental para o desenvolvimento das formas privadas de produção da habitação no país.

Na década de 1990, o avanço do neoliberalismo sobre a América Latina teve implicações econômicas diversas. No Brasil, a retração dos recursos públicos para a promoção imobiliária, abriu

novos caminhos para a criação de instrumentos de financiamento vinculados ao mercado de capitais. Em 1993, o FII foi instituído visando captar e direcionar recursos de investidores para o imobiliário (Nakama, 2021). Em 1997, foi estruturado o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), criando um canal de aglutinação de recursos privados para a captação direta entre produtores e emprestadores, dispensando a necessidade de um *funding* direcionado, como ocorre no SFH.

Na segunda metade dos anos 2000, a abertura de capital de diversas incorporadoras ensejou mudanças estruturais na dinâmica imobiliária nacional, despertando interesse em uma série de pesquisadores (Fix, 2011; Rufino, 2012; Shimbo, 2010; Sanfelici, 2013; Rolnik, 2015; Penha Filho, 2020; Mioto, 2021). Entre 2005 e 2009, 24 incorporadoras ofertaram ações na bolsa de valores e, em posição minoritária, vários agentes do mercado financeiro, como os fundos de investimento (domésticos e estrangeiros), adentraram na composição acionária dessas empresas. Parte da literatura nacional enfatizou que os IPOs e a consequente penetração de investidores na estrutura de propriedade das empresas reduziram as barreiras entre os setores imobiliário e financeiro, sendo, portanto, um mecanismo exemplar da financeirização (Rolnik, 2015). Deve-se ponderar que grande parte delas preservaram as respectivas famílias fundadoras como acionistas majoritárias, controlando as decisões estratégicas (Penha Filho, 2020). Ademais, os IPOs no imobiliário foram interrompidos a partir de 2010 voltando em menor monta em 2020 com novos conteúdos e dinâmicas.

A listagem das incorporadoras também permitiu a elas diversificarem suas fontes de financiamento. Habilidades a tomar recursos no mercado de capitais, por meio de debêntures, reforçando a desintermediação bancária, podendo definir os prazos, rentabilidade e amortização. Outro instrumento relevante para acelerar a rotação do capital são os créditos securitizados emitidos pelas próprias incorporadoras, como os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), que foram instituídos junto ao SFI.

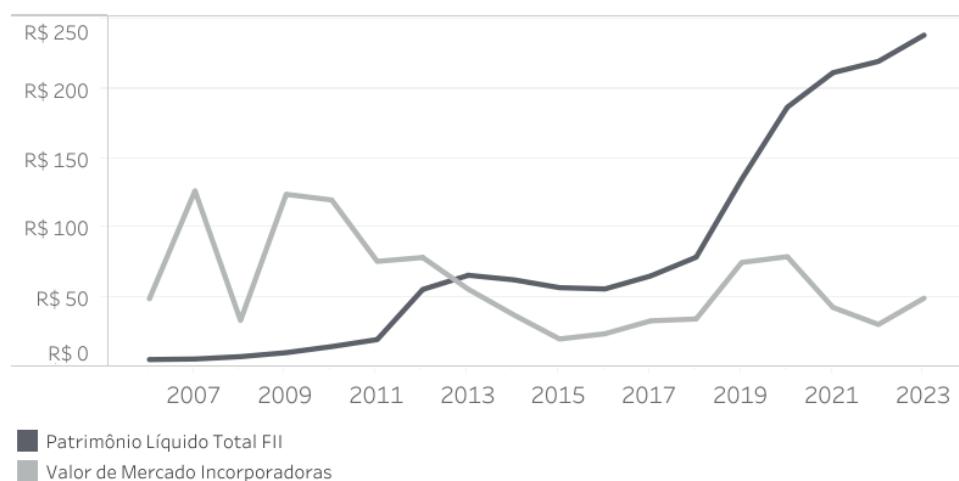
Semelhantes aos *mortgage-backed securities* estadunidenses, os CRIs permitem às empresas venderem seus recebíveis futuros, encurtando o prazo para serem remuneradas. Para isso, formatam emissões de títulos por meio de securizadoras e repassam as dívidas de seus consumidores, ou as próprias dívidas, para investidores. Neste último caso, a securitização de uma debênture (da própria dívida privada) indica um maior grau de complexificação e imbricamento entre esses instrumentos, servindo como manobra de ajuste do balanço da companhia (*off balance sheet*) e do seu grau de alavancagem.

O FII é outra estrutura nativa do mercado de capitais que foi concebida no seio da reestruturação dos sistemas de financiamento habitacional da década de 1990 (Botelho, 2005). Todo FII possui uma gestora e uma administradora. As decisões estratégicas de composição do portfólio dos FIIs são adotadas pelos seus gestores, que no caso podem ser instituições financeiras especializadas em gestão de ativos, ao passo que questões organizacionais e administrativas são realizadas pelos administradores.

A trajetória do instrumento revela, em contraste com a sua concepção inicial<sup>1</sup>, uma forte tendência em atuar sobre o estoque imobiliário, ou seja, na aquisição de imóveis já incorporados e considerados maduros, uma vez que não estão mais sujeitos aos riscos associados à incorporação imobiliária (Nakama; Rufino, 2022).

<sup>1</sup> Quando associado ao desenvolvimento imobiliário (para renda ou venda), que representa 10% dos mandatos do mercado, o FII aparece como um veículo alternativo de *funding* e diversificação para poucas incorporadoras, visto que a primeira necessidade é predominantemente atendida por instrumentos e processos já expostos (financiamento bancário, IPOs, etc.).

Em comparação com as incorporadoras de capital aberto, o mercado de FIIs demonstra maior dinamismo sobre os processos de capitalização. O gráfico 1 mostra as diferentes formas de capitalização do mercado imobiliário, uma via FIIs (observado pela evolução do patrimônio líquido) e outra pelos IPOs das incorporadoras (pelo seu valor de mercado). Observa-se que, entre 2007 e 2013, a forma principal de capitalização do setor no mercado de capitais ocorreu por intermédio das incorporadoras. Entretanto, após 2013, há um descolamento da capitalização via FIIs, que cresce de maneira exponencial a partir de 2019.



**Gráfico 1 - Patrimônio Líquido da indústria de FIIs vs Valor de Mercado Incorporadoras (em bilhões de reais, 2007-2023).**  
Fonte: elaboração dos autores a partir de dados da Economática.

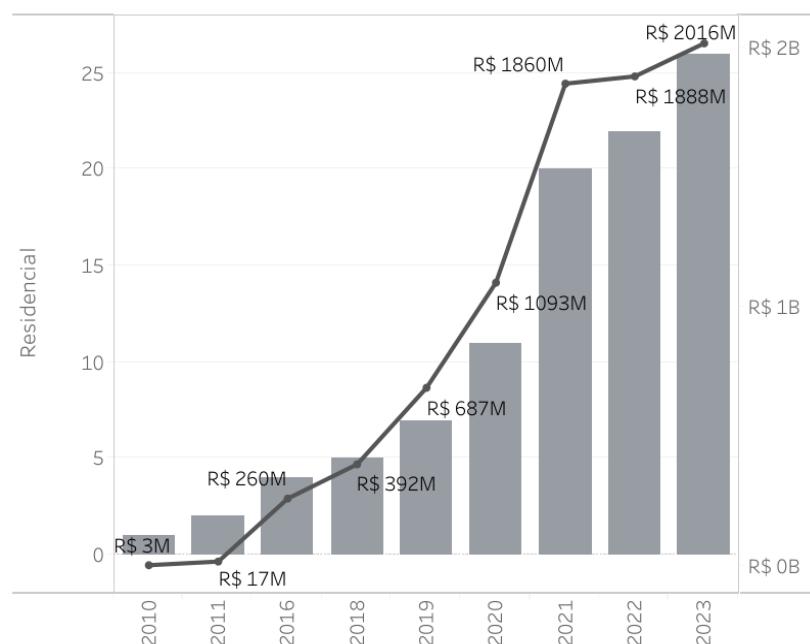
Esse movimento mostra que a centralidadeposta na financeirização do setor imobiliário através dos IPOs em meados de 2000 foi superada pela expansão dos FIIs. Embora não seja possível apontar uma relação de causalidade entre esse movimento, diversas razões o fundamentam. Em contraste com o cenário adverso enfrentado pelas incorporadoras a partir da crise político-econômica que se desenhava em 2013, os FIIs colhiam os frutos da ampliação da sua base de investimentos (ICVM 473/2008), da paulatina queda da taxa básica de juros a partir de 2017, da migração de investidores de varejo para esse mercado e, também, pela entrada de grandes instituições financeiras na estruturação dessa indústria (Nakama, 2021). Os FIIs se articulam em diversas frentes do imobiliário e, como demonstraremos, no desenvolvimento do segmento de locação residencial, vinculados a algumas incorporadoras.

Considerando a classificação utilizada pela Anbima, a atual segmentação do mercado de FIIs evidencia uma proeminente centralização de capital nas categorias híbrido<sup>2</sup> (32,88%) e de TVM (29,01%), seguido por outros (9,77%), logístico (8,89%), shopping (8,54%), corporativo (8,21%), hospitalar (1,5%), residencial (0,82%) e hoteleiro (0,38%). Quanto aos objetivos dos FIIs (classificado como “mandato”), a

<sup>2</sup> O segmento híbrido refere-se aos FIIs que investem em mais de um segmento imobiliário. Difere-se do mandato híbrido que, no caso, caracteriza os FIIs que não concentram ao menos ⅔ do seu patrimônio nas demais classificações de mandatos (renda, desenvolvimento para venda ou para renda e TVM).

maior parte do mercado é composta por fundos de renda (34%), híbridos<sup>3</sup> (31%) e títulos de valores mobiliários (TVM) (25%). Em uma parcela menor, encontram-se os fundos de desenvolvimento para venda (5%) e desenvolvimento para renda (5%). Observa-se que a alocação de recursos pelos FIIs prioriza, sobretudo, a obtenção de fluxos de renda a partir de investimentos em TVM de lastro imobiliário e nos segmentos comerciais e corporativos.

Porém, embora emergentes, aqueles que formam estoques residenciais para obtenção de rendas de aluguel ganharam força a partir de 2019. Conforme o Gráfico 2, o patrimônio de fundos residenciais aumentou de forma consistente, entre 2019 e 2023 o patrimônio líquido cresceu 193%. Com ampla representatividade no Norte Global, esta categoria possui grande relevância na consolidação do *Private Rental Sector* (Aalbers et al., 2020; Nethercote, 2019). No caso brasileiro, o FII surge como um modelo de ancoragem e articulação entre o capital financeiro em busca de aluguéis e propriedade residencial.



**Gráfico 2** - Total acumulado (No. e PL) de FIIs Residenciais (2010-2023). Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CVM (2024).

Conforme Christophers (2023), transformar a habitação em uma classe de ativos para investidores institucionais enfrenta barreiras, pois a propriedade é fragmentada e há elevados custos de transação para formar os portfólios requeridos por esses agentes. Além disso, comprando no varejo, eles competem com compradores com fins de moradia e enfrentam toda a ordem institucional e burocrática vinculada à aquisição de um imóvel. Fields (2022) acrescenta que converter a moradia em uma classe rentável de ativo requer: capacidade de comprar unidades em escala, reabilitá-las, locar, gerir as operações e a rotatividade. A autora coloca também que esses fatores limitam a capacidade de expansão territorial dos agentes envolvidos nesse segmento.

<sup>3</sup> A extensão do segmento híbrido impossibilita determinar com maior precisão a real dimensão dos investimentos financeiros nos demais segmentos imobiliários. Apesar disso, pode-se inferir que o seu crescimento acentuado ilumina uma forte racionalidade em diversificar os portfólios dos FIIs.

Como demonstram uma série de pesquisas (Wijburg, 2019; Wijburg; Aalbers; Heeg, 2018; García-Lamarca, 2020; August, 2020; Christophers, 2023), o desenvolvimento do mercado de ativos de aluguéis residenciais nos países centrais esteve fortemente atrelado a existência de um estoque habitacional público alvo de privatizações, sobretudo na Europa (Aalbers *et al.*, 2023). Ademais, em países como os EUA e a Espanha, a erupção de crises imobiliárias, pós 2008, provocou execuções hipotecárias em massa (García & López, 2021), deflação do parque habitacional privado, facilitando a aquisição de grandes volumes por investidores financeiros. August (2020) destaca o papel da crise de 2008-2009 no forte crescimento da demanda de investidores financeiros, especialmente FIIs, por imóveis para locação no Canadá.

Diante da ausência desses elementos no Brasil, a expansão dos FIIs de locação residencial articula-se fortemente com a disseminação dos empreendimentos *multifamily*. Considerada uma classe de ativos já consagrada nos Estados Unidos, as *multifamily properties* são empreendimentos com várias unidades residenciais pertencentes a um único proprietário, geralmente uma empresa ou fundo. Essa forma particular de propriedade permite a maximização dos retornos através de um conjunto de estratégias operacionais e financeiras, que influenciam as características materiais dos empreendimentos e suas localizações (Rufino, 2023).

A necessidade de produzir um estoque com as características e a escala requerida pelos FIIs residenciais, voltados para locação na forma de *multifamily properties*, aproxima esses fundos das grandes incorporadoras. Devido ao seu poder econômico e forte aderência às práticas e princípios dos mercados financeiros globais (Lorrain, 2011), essas companhias se tornam parceiros privilegiados desses fundos. Alguns FIIs articulados com incorporadoras foram discutidos por Kalinoski e Procopick (2022 e 2023) onde os autores mostram a estrutura organizacional e apontam para uma nova fase da financeirização da habitação, por meio do aluguel, após uma fase estruturada pela abertura de capital das incorporadoras. Em nosso trabalho, mostramos como interagem as empresas de capital aberto com FIIs e outros investidores globais. Os autores também reforçam a importância das plataformas digitais (como Airbnb e Quinto Andar) como veículos importantes para financeirização do aluguel e o papel da localização na formação dos portfólios, ponto que retomaremos à frente. A análise detalhada dessa nova frente de articulação imobiliária-financeira é apresentada a seguir, por meio de dois fundos residenciais originados de parcerias com as duas maiores incorporadoras - MRV e Cyrela.

## **Metodologia**

A metodologia, de natureza qualitativa e caráter exploratório, observa os vínculos imobiliários-financeiros entre os FIIs, incorporadoras de capital aberto e agentes financeiros. O trabalho utilizou dados secundários, provenientes de diversas fontes, incluindo relatórios gerenciais dos FIIs e das incorporadoras, bases de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e Economática, além de consulta a entrevistas de especialistas disponíveis no *Youtube* e em jornais.

A escolha dos FIIs pesquisados ocorreu em duas etapas, considerando o foco de atuação residencial<sup>4</sup>, definido pela Economática, a classificação da Anbima (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais) e buscando articulação com as incorporadoras abertas. O primeiro passo foi separar, dentre os FIIs, aqueles com atuação restrita no segmento residencial e em

<sup>4</sup> A plataforma de dados Economática define 11 tipos de foco de atuação para os FIIs: agências bancárias, educacional, híbrido, hospital, hotel, lajes corporativas, logística, residencial, shoppings, títulos e valores mobiliários e outros.

seguida escolher aqueles com participação das incorporadoras abertas. Em 2024 há, nesse segmento, 17 FIIs, dos quais três possuem vínculos com incorporadoras listadas: Luggo (LUGG11), ligado à MRV; Even II Kinea (KEVE11), associado à Even; e Vectis Renda Residencial (VCRR11), relacionado à Cyrela. Destes, a investigação se concentra no LUGG11 e no VCRR11, que se particularizam pelo controle de habitações para locação<sup>5</sup>, diferentemente do KEVE11, cujo objetivo é financiar a incorporadora. Eles também se destacam pelo Luggo ser o primeiro FII listado no Brasil cujo objetivo é a locação residencial, enquanto o Vectis sobressai pelo porte. Em 2023, era o maior fundo do segmento em patrimônio líquido (R\$ 261 milhões) e ativos (R\$ 270 milhões). Além disso, as incorporadoras ligadas a eles são as duas mais valiosas do segmento na bolsa de valores de São Paulo. Em 2023, conforme a Economática, a Cyrela valia R\$ 9,1 bilhões e a MRV R\$ 6,3 bilhões.

O método de pesquisa também se pauta na investigação de dois movimentos estruturados por essas incorporadoras para inserção no segmento de locação residencial: a aproximação aos FIIs e a associação com investidores globais. A análise do primeiro movimento explora três dimensões: (i) a visão geral, apresentando as principais características e aspectos da listagem; (ii) características dos produtos imobiliários associados aos fundos, considerando tipologias e localizações; e (iii) a dimensão econômico-financeira por meio de indicadores contábeis. A primeira dimensão examina a estrutura organizacional dos fundos, agentes envolvidos e objetivos da emissão, entendendo seus propósitos iniciais. A segunda identifica as tipologias habitacionais e localizações da produção imobiliária. Já a terceira dimensão analisa a situação patrimonial dos fundos e variações no tempo.

O segundo movimento, por dispor de menos informações, centra-se em fontes como comunicados ao mercado, matérias jornalísticas, entrevistas e *press-releases*. O exame do conjunto dessas dimensões permite avançar na compreensão sobre como as incorporadoras pesquisadas intensificaram as interações com o mercado financeiro e de capitais.

## **O papel da MRV e da Cyrela no desenvolvimento do segmento de aluguel residencial em associação com Fundos de Investimento Imobiliário**

O quadro 1 resume as principais características das aberturas dos FIIs estudados.

**Quadro 1 - Características dos FIIs**

	<b>Luggo</b>	<b>Vectis Renda Residencial</b>
Ano	2019	2021
Incorporadora	MRV	Cyrela
Gestor	Inter Asset Gestão de Recursos	Vectis Gestão de Recursos
Administrador	Inter DTVM	BRL Trust Distribuidora

<sup>5</sup> Além desses, há outros dois focados na locação residencial, porém sem articulação com incorporadoras. São o Yucca FII e JFL Living Class. Também há outros FIIs relacionados com incorporadoras, mas enquadrados em outros tipos de focos pela Economática e outras classificações da Anbima. Na categoria híbrido (que combina ativos de tijolo e papel) há o FII Rio Bravo que tem relações com a Cyrela e o Housi que tem aproximação com a Vitacon, a qual é uma incorporadora de capital fechado. Pode-se citar também, não no âmbito dos FIIs, mas o Fundo de Investimentos e Participações Share Living, que loca moradias estudantis e tem participação da Mitre.

	<b>Luggo</b>	<b>Vectis Renda Residencial</b>
Prazo	Indeterminado	Indeterminado
Valor IPO (em MM de R\$)	90	200
% realizado no IPO	100%	100%
Classe	Renda	Renda
Objetivo	Obtenção de renda a partir da locação de imóveis residenciais	Exploração de imóveis residenciais para locação, sublocação ou arrendamento de médio e alto padrão, imóveis não residenciais para serviços de hospedagem
Ativos Alvo na abertura	Quatro empreendimentos da MRV, totalizando 452 unid. (204 entregues e o restante em construção).	Compra de empreendimentos ofertados pela Cyrela totalizando 502 unidades em construção.

Fonte: Elaboração dos autores a partir dos prospectos de abertura.

Na esteira do crescimento dos FIIs no Brasil, o *primeiro fundo* listado com a função de gerar ganhos com aluguel foi o Luggo, em 2019, ligado à MRV, uma das maiores incorporadoras do país que produz habitações voltadas para famílias de renda média e baixa, especialmente vinculadas ao programa Minha Casa, Minha Vida. Antes do FII, a empresa Luggo foi criada pela companhia como seu braço de exploração de imóveis para aluguel e gestão imobiliária dos condomínios. Em seu material institucional, a Luggo se autodenomina uma “proptech da MRV&Co focado em aluguel residencial” e gestora de empreendimentos *multifamily*. Segundo a MRV, o objetivo de formar a Luggo e posteriormente associá-la ao fundo foi para diversificar os *fundings* e acessar um segmento de mercado (residencial para locação) pouco explorado no país. Com isso, afirma que:

[...] a MRV revolucionou o mercado mais uma vez com o lançamento da LUGGO, que oferece empreendimentos projetados e desenvolvidos para o mercado de aluguel e, posteriormente, serem vendidos a um Fundo de Investimento Imobiliário (FII), garantindo, assim, o acesso a mais uma fonte de funding além de atender a um público novo, em um mercado até então inexistente no país (MRV, 2019, p. 7).

Neste relatório a MRV afirma que as medidas restritivas de concessão de crédito habitacional pela Caixa Econômica Federal levaram a empresa a buscar novos instrumentos de financiamento. Assim, a criação do LUGG11 surgiu como uma alternativa para absorver parte dos empreendimentos construídos. Com a listagem do FII, os empreendimentos da Luggo foram direcionados para o fundo, que passou a gerenciá-los (manutenção, elaboração e gestão dos contratos etc.). Destaca-se que o LUGG11 é administrado por empresas do Banco Inter, cujo principal acionista e controlador, com 78% das ações, é Rubens Menin, também controlador da MRV. Trata-se, de um arranjo corporativo que envolve três empresas da família: a MRV, incorporando e construindo; a Luggo, responsável pela gestão

dos imóveis; e o Banco Inter administrador e gestor do FII. As empresas relacionadas à oferta foram os maiores adquirentes das cotas: de acordo com o relatório de fechamento, as partes relacionadas adquiriram cerca de 60% do LUGG11.

A emissão primária do LUGG11 teve como objetivo adquirir quatro empreendimentos nas cidades de Belo Horizonte–MG, Campinas–SP e Curitiba–PR, somando 452 unidades, das quais 204 estavam prontas e aptas para locação. Ou seja, apesar da perspectiva inicial de diversificação das formas de financiamento para o desenvolvimento dos projetos imobiliários da construtora, o FII adquiriu, na verdade, um estoque ainda em construção e cujos fluxos de aluguel eram expectativas futuras. As tipologias dos imóveis consistem em unidades de um e dois dormitórios, com metragens de 36 e 45 m<sup>2</sup>. Em termos de localização, esses imóveis estão situados em bairros de classe média. O público-alvo são famílias com renda entre 7 e 10 salários-mínimos, focando na locação de longa temporada.

O prospecto de abertura do FII afirma que os aluguéis esperados, para os empreendimentos eram, R\$1.021 em Belo Horizonte, R\$1.550 em Campinas e entre R\$1.300 e R\$1.604 em Curitiba. Parte desse estoque é locado com mobília interna. Em geral, os projetos seguem o padrão daqueles produzidos pela incorporadora e contam com equipamentos de lazer e facilities. Trata-se do empreendimento idealizado para o segmento *multifamily*, com inúmeras habitações em um mesmo terreno e com equipamentos de uso comum. Em 2023, o fundo diversificou as tipologias adquirindo 36 unidades no “Luggo Inter Residence” em Belo Horizonte–MG. Com plantas de 36 m<sup>2</sup>, esse projeto, diferente dos anteriores, é voltado para alta renda com aluguéis médios de R\$3.260.

A avaliação do preço a ser pago pelos empreendimentos foi realizada pelo método de capitalização das rendas futuras do aluguel (*Fair Value*), considerando um período de dez anos, excluindo as despesas e aplicando uma taxa de desconto de 7,5% a.a. Segundo Shimbo *et al.* (2020), esses métodos, em detrimento da avaliação por custos de construção, privilegiam a visão dos investidores sobre a habitação. Para eles, ao projetar os fluxos futuros de renda desconsidera-se o valor atribuído no passado, como os custos com materiais de construção, trabalho, aquisição do terreno, métodos típicos da ordem industrial. Em vez disso, insere na precificação da habitação a sua capacidade de gerar rendimentos no futuro. Essa nova racionalidade na valoração dos imóveis é disseminada no Brasil por consultorias estrangeiras como a Colliers, que realizou o trabalho para MRV (Shimbo *et al.*, 2020).

A aquisição dos imóveis em construção é percebida como uma frente estratégica de absorção dos estoques não comercializados da empresa, melhorando seus balanços - prática denominada de *off-balance sheet* - e injetando recursos no caixa. Por outro lado, trata-se de um processo de capitalização dos imóveis residenciais ainda em construção, projetando recebimentos futuros de aluguel.

Neste arranjo de compra de unidades não finalizadas, o cotista “empresta” dinheiro para o fundo adquirir um conjunto de residências com a promessa de fluxos futuros de aluguel e possível valorização das cotas. Sem locatário e sem habitação finalizada, as decisões são fundamentadas em bases fictícias e chanceladas por cálculos baseados em expectativas, como o fluxo de caixa descontado. Trata-se de uma organização com fundamentos especulativos, onde a habitação serve como veículo e os retornos são provenientes dos fluxos de aluguel.

Embora inicialmente previssem apenas quatro projetos para o LUGG11, a MRV em 2019, em um relatório para acionistas, afirma que a Luggo detinha dez novos empreendimentos, somando 2.244 unidades em seis diferentes cidades. Isso sugere a possibilidade de que esses projetos pudessem ser absorvidos pelo FII em caso de novas emissões. No entanto, apesar da Luggo estar envolvida em novas

construções<sup>6</sup>, essas unidades não foram disponibilizadas no FII nos anos subsequentes. Mais adiante será apresentado que, em 2021, a MRV vendeu 5.100 unidades da Luggo à gestora global de ativos Brookfield.

O Vectis Renda Residencial foi listado em 2021, captou R\$ 200 milhões, e se assemelha ao Luggo quanto ao objetivo e na aquisição de unidades residenciais em construção. Contudo, difere no tipo de locação, no público-alvo (alta renda) e no papel desempenhado pela incorporadora Cyrela, maior incorporadora de capital aberto do país, presente em diversos estados além da Argentina e Uruguai. Segundo o prospecto de abertura do FII, além de finalizar e entregar as unidades, a Cyrela incumbiu-se de garantir uma rentabilidade mínima ao fundo por 36 meses (período de execução das obras). Neste ponto, comprometeu-se a garantir rendimentos de 7% a.a. sobre o capital investido pelos cotistas e a adquirir 5% das cotas, mantendo-as por sete anos. Trata-se de um arranjo onde a incorporadora fornece o produto e atua como partícipe e garantidora do fundo.

A Vectis, gestora do fundo, foi fundada em 2017 com o propósito de estruturar veículos de financiamento aproximando investidores e tomadores. Seus sócios incluem o bilionário Paulo Lemann, executivos do setor bancário e o *hedge fund* estadunidense Centerbridge Capital Partners. Em uma entrevista<sup>7</sup>, um dos sócios do FII relata que a incursão no segmento residencial para locação se deve à experiência do fundo americano nesse segmento.

Inicialmente, o VCRR11 adquiriu 502 unidades produzidas pela Cyrela em quatro projetos localizados no bairro Vila Mariana, em São Paulo. Conforme a gestora, devido à escala da compra, a incorporadora concedeu descontos no preço do m<sup>2</sup>, reduzindo-o de R\$15.000 para R\$9.000, em média. O objetivo do FII é obter fluxos de aluguéis de curto prazo, que serão administrados pela Charlie, uma plataforma brasileira de locação de imóveis. A Cyrela se destaca no arranjo institucional do negócio, pois é uma importante “grife” do mercado imobiliário, conferindo status ao fundo. No prospecto de abertura, das seis vantagens apontadas aos possíveis investidores, quatro fazem referência à incorporadora. Uma afirma que o VCRR11 oferece “Investimentos em ativos reais de alto padrão com selo Cyrela destinados à locação.” (Vectis Gestão, 2021: 61- grifo do original).

Segundo o gestor do fundo, o modelo de negócio adotado é semelhante ao da hotelaria, pois, para ele, o “aluguel de curto prazo é onde a gente acha que vai conseguir maior rentabilidade.”<sup>8</sup> Em diversas matérias jornalísticas, o VCRR11 é descrito como o fundo que faz locações “em semelhança ao Airbnb” pelo foco na locação *short stay*.

A opção pela locação de curta temporada já estava formatada no modelo de avaliação dos imóveis, e a viabilidade do fundo foi elaborada pela Colliers. Assim como o Luggo, o Vectis recorreu a ela para valorar o fundo, estimando sua viabilidade econômica. Utilizando o método comparativo, que busca aluguéis de imóveis semelhantes nas proximidades, e o fluxo de caixa descontado, a Colliers avaliou a rentabilidade e viabilidade do FII por um período de 10 anos. Esse caso reforça como os processos de capitalização da moradia são estruturados para capturar fluxos de aluguel e ganhos de

<sup>6</sup> Conforme o press-release de dezembro de 2023, a Luggo tem um landbank para produção de 3.164 unidades, somando um valor geral de vendas de R\$ 1,3 bilhão.

<sup>7</sup> BM&C News. Você Comdinheiro entrevista Laercio Boaventura - Sócio Fundador da Vectis Gestão. Youtube, 01/03/2024. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=akTWIyVRqB4&t=3207s>

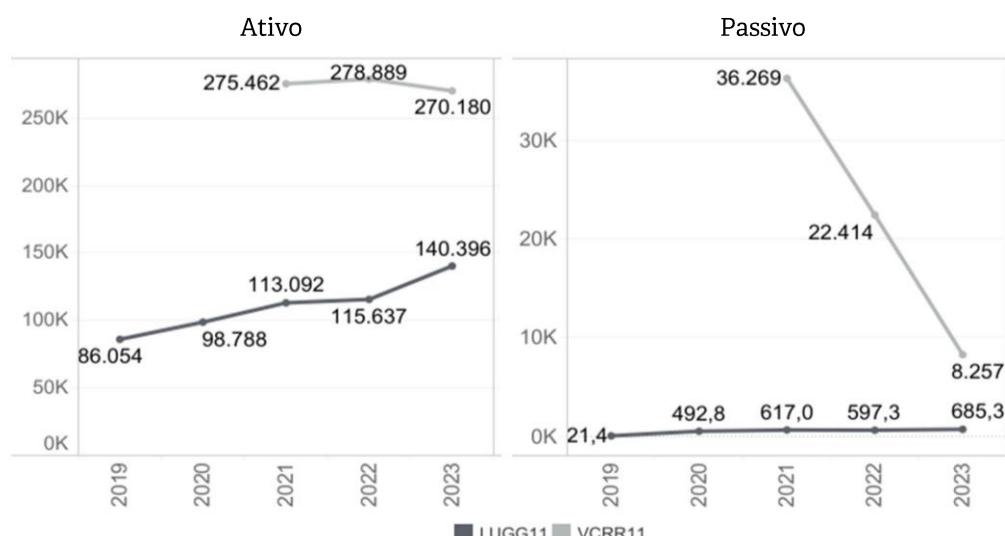
<sup>8</sup>Ribeiro, Ana Paula. FII aluga imóveis ao estilo “Airbnb” mirando retorno de 10% ao ano; modelo faz sentido?. Infomoney. 08/05/2023. Disponível em: [https://www.infomoney.com.br/onde-investir/fii-vai-alugar-imoveis-no-estilo-airbnb-para-garantir-renda-de-10-ao-ano/\\_](https://www.infomoney.com.br/onde-investir/fii-vai-alugar-imoveis-no-estilo-airbnb-para-garantir-renda-de-10-ao-ano/_)

capital através da valorização dos imóveis, fundamentando e viabilizando a própria existência do fundo.

Em termos de tipologia, são habitações de metragens reduzidas (em torno de 29 m<sup>2</sup>) denominadas de studios, que começaram a ser fartamente produzidas a partir de 2017 na cidade de São Paulo (Rufino *et al.*, 2023). Legalmente, parte dessas unidades foram aprovadas como não-residenciais, permitindo seu uso para locação semelhante aos hotéis. Esse dispositivo foi criado para estimular a diversidade de usos nos empreendimentos imobiliários. Porém, os imóveis também são direcionados para locação temporária e portfólios de FIIs. Kalinoski e Prokopiuk (2023) pontuam que a aquisição por imóveis em áreas elitizadas e com oferta de infraestrutura urbana está no cerne da estratégia dos FIIs residenciais, possibilitando ampliar a rentabilidade das unidades. Podemos acrescentar também que, em busca de menor exposição ao risco, esses fundos tendem a ser mais seletivos territorialmente, buscando imóveis em regiões com disponibilidade de infraestrutura.

O Vectis comprou tanto unidades residenciais em construção quanto na planta. Assim, absorveu parte do estoque da incorporadora, melhorando o fluxo de caixa e o balanço patrimonial. Embora a temporalidade de locação seja diferente, a estratégia de manter unidades para locação, comprar unidades em construção e contar com a incorporadora como cotista aproximam esses dois FIIs em termos de dinâmica geral e influência da incorporadora. A participação delas é essencial para a viabilização operacional e financeira do FII, desempenhando um papel fundamental em moldar os ativos pelos quais o veículo financeiro extrairá rendas.

O gráfico 3 apresenta os resultados sobre a dimensão econômico-financeira dos fundos analisados. Em relação aos ativos (bens e direitos), o VCRR11 se destaca com o maior montante, cerca de R\$ 270 milhões, enquanto o LUGG11 possui aproximadamente R\$ 140 milhões. Ambos demonstram estabilidade nos ativos ao longo do período, oscilando pontualmente.



**Gráfico 3** - Ativos e Passivos dos FIIs considerados (em milhões de reais, 2019-2023). Fonte: Elaboração dos autores a partir da Economática.

As variações sobre os ativos ocorrem devido ao método contábil de apuração, conforme estabelecido em norma brasileira, que determina que os ativos mobiliários ou imobiliários dos FIIs devem ser avaliados pelo seu “valor justo”, isto é, o valor de venda. Botzem e Dobusch (2016) discutem

esse método com base no caso alemão, evidenciando os desafios dessa prática, como a possibilidade de sobrevalorização e a falta de mercado efetivo para realizar vendas nos preços atribuídos. Ou seja, forma-se um preço baseado em expectativas, sem garantia de um mercado para concretizar as transações vislumbradas.

Sobre os passivos, nota-se que o fundo com mais obrigações era o VCRR1 com um montante de R\$36 milhões logo após sua abertura. Esse valor inicialmente elevado e sua retração ocorreram devido à obrigatoriedade de remunerar os cotistas por 36 meses. Por outro lado, os passivos do Luggo são estáveis e concentram-se sobretudo no pagamento de taxas.

O último indicador apresentado no quadro 3 expressa a relação entre o valor de negociação e o seu valor patrimonial<sup>9</sup>. Esse indicador reflete a avaliação dos investidores frente às condições do fundo. Um valor maior que 1 indica que os investidores acham que o fundo vale mais do que seu valor patrimonial, enquanto um valor menor que 1 sugere que os investidores acreditam que o fundo deve ser negociado abaixo do seu valor patrimonial. Em outros termos, isso pode mostrar a capacidade do fundo em atender as expectativas dos investidores e remunerá-los a partir da sua estrutura de ativos e passivos. A formação do preço da cota, assim como no mercado de ações, envolve as condições operacionais e de rentabilidade, os tipos de ativos e as possibilidades futuras de rentabilizar o investimento.

**Quadro 3 – Preço da Cota/ Valor Patrimonial**

	Luggo	Vectis	Média. FII Res.	Média FII
Dec. 31, 2019	1,3	-	1,5	1,2
Dec. 31, 2020	0,9	-	1,1	1,0
Dec. 31, 2021	0,7	0,7	0,8	0,9
Dec. 31, 2022	0,6	0,7	0,6	0,9
Dec. 31, 2023	0,7	0,5	0,9	0,9
Apr. 19, 2024	0,6	0,5	0,9	0,9

Fonte: Elaboração dos autores a partir de dados da Economática.

Pelos dados, é possível identificar que ambos os fundos têm suas cotas subavaliadas pelos investidores, ou seja, seus preços de mercado estão abaixo do valor patrimonial, indicando deflação após a abertura. Destaca-se ainda que a avaliação está abaixo tanto do conjunto de FIIs residenciais como de todos os FIIs listados. Para o diretor do VCRR11, essa situação reflete apenas as mudanças no patamar de juros do país a partir de 2022 e a maior rentabilidade de outros tipos de investimentos financeiros, especialmente os de renda fixa e aqueles atrelados à taxa SELIC<sup>10</sup>.

Mesmo com a mudança do patamar de juros e as sucessivas quedas a partir de 2023, ambos deflacionaram e em valores acima de seus pares. Isso indica que o arranjo estabelecido com a compra

<sup>9</sup> O primeiro é o valor de compra e venda no mercado acionário, o segundo é o valor dela dividindo o patrimônio líquido pelo número de cotas.

<sup>10</sup> BM&C News.Você Comdinheiro entrevista Laercio Boaventura - Sócio Fundador da Vectis Gestão. Youtube, 01/03/2024. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=akTWIyVRqB4&t=3207s>

de unidades em construção e as promessas de rendimentos não se materializaram, colocando em questão a dinâmica do aluguel residencial como fonte de renda futura para os FIIs.

Em que pese as condições apresentadas evidenciarem limitações da rentabilidade dos fundos de locação residencial originados pela parceria com grandes incorporadoras, esses novos arranjos capacitam as incorporadoras a participarem de novas articulações imobiliário-financeiras, contribuindo para a consolidação do mercado de locação residencial e facilitando a entrada de grandes *asset managers* globais. Exemplos dessas parcerias incluem a associação da MRV com a Brookfield Asset e da Cyrela com o fundo de pensão canadense CPP Investments e a gestora de ativos americana Greystar, que serão exploradas na próxima seção.

## **Novos enlaces: a entrada de investidores globais no aluguel residencial brasileiro e a mediação das incorporadoras estudadas**

As incorporadoras de capital aberto, como MRV e Cyrela, intensificaram as imbricações entre a sua produção e os mercados financeiros, tornando-se relevantes no fornecimento de unidades para atender à demanda por estoques no mercado residencial. Este movimento, que não está limitado à criação dos FIIs pesquisados, também ilumina uma nova estratégia de penetração do capital financeiro através de grandes gestoras de ativos globais, como a Brookfield e Greystar, além de fundos de pensão como a CPP. Os *asset managers*, fundos de pensão, seguradoras e outros investidores institucionais caracterizam-se por reunir um grande *pool* de recursos privados com o objetivo de rentabilizar o capital, lucrando com taxas e tarifas. Para isso, adquirem participações acionárias, controlam infraestruturas, investem em dívidas públicas e corporativas, além de ativos com lastro imobiliário (como securitização de dívidas, lajes corporativas, habitações etc.). Estima-se que o conjunto desses grupos financeiros detinham em 2023 cerca de US\$ 90 trilhões em ativos ao redor do globo (Christophers, 2023).

Segundo Christophers (2023), a Brookfield *Asset Management* possui um portfólio diversificado que inclui infraestrutura, habitação, terra rural, dívidas e outros. A empresa se promove destacando os US\$ 925 bilhões sob gestão e oferecendo retornos aos clientes em todos os ciclos econômicos<sup>11</sup>. Já a norte-americana Greystar se diferencia da Brookfield por não gerir recursos de terceiros, mas seu próprio capital. Especializada em *real estate*, a Greystar é reconhecida como líder global em investimento, desenvolvimento e gestão de propriedades residenciais para renda. Embora limitadas, as informações institucionais disponíveis indicam que opera nos EUA, Europa, Ásia, Brasil e Chile. Por fim, a CPP Investments se distingue por ser um fundo de pensão. Fundado no Canadá, o fundo se define como um investidor global atuando em *private equities*, dívidas públicas e privadas, *real estate* e infraestrutura. No Brasil, especificamente no imobiliário, a companhia detém ativos nos segmentos corporativos, shoppings e logístico. Sua estreia no segmento residencial no Brasil data de 2021, por meio de parcerias estratégicas com a Greystar e Cyrela.

Explorando primeiramente a relação entre a MRV e a Brookfield, esta parceria iniciou-se em 2021 com a aquisição, pela gestora, de 5.100 unidades da incorporadora, sob a estrutura da Luggo, ao custo de R\$ 1,21 bilhões. O pacote de habitações se deu em três fases: a primeira incluindo 1.842 unidades com um valor de R\$ 453 milhões, a segunda com 2.550 unidades totalizando R\$ 630 milhões, e a terceira com 710 unidades e um total de R\$ 175 milhões. Esse faseamento ocorreu conforme o fluxo de

<sup>11</sup> Brookfield. Press Release. Disponível em: <https://bam.brookfield.com/sites/brookfield-bam/files/BAM-IR-Master/Press-Releases/2024/2024%20-%20Q1%20Press%20Release%20-20BAM.pdf>

entregas dos imóveis produzidos, garantindo que apenas unidades prontas para locação fossem incluídas.

O acordo entre as empresas ocorreu por meio do BPG IV Multifamily Fundo de Investimento que em 2024 tinha cerca de R\$ 325 milhões em ativos e apenas cinco cotistas. Os empreendimentos do portfólio estão distribuídos em 20 cidades brasileiras, com maior presença nos estados de São Paulo, Minas Gerais, Paraná, Rio Grande do Sul e Bahia. Neste caso, a Luggo continuará gerindo os imóveis e auferindo taxas de administração. Para a MRV, este acordo representa uma sólida avenida de diversificação de ‘funding’ para a venda de produtos” (MRV, 2021). Ou seja, reforça o entendimento que esta empresa utiliza diversos arranjos financeiros para dinamizar sua produção, além disso, se beneficia desse acordo ao obter parte dos ganhos na forma de taxas e tarifas.

Em entrevista à Bloomberg Línea o diretor da *asset manager* destacou que objetivo do negócio foi ampliar seu portfólio de unidades habitacionais em empreendimentos *multifamily*. A MRV foi escolhida devido à sua capacidade de capturar a demanda de locação de famílias de renda média (aluguel entre R\$ 1.500 até R\$ 3.000), alinhado ao baixo custo de construção da empresa e à sua habilidade de incorporar terrenos em áreas “bem localizadas”. Segundo ele, “as categorias de baixa e média renda estão indo muito bem no segmento e devem crescer mais do que o *multifamily* de alto padrão. A demanda tem crescido muito”<sup>12</sup>.

A dimensão do negócio foi tão significativa sendo necessário aprovação do CADE, devido à possibilidade de concentração de propriedades pela Brookfield. No parecer, a autarquia aprovou a aquisição, pois a concentração de mercado na maioria das cidades situava-se abaixo do percentual considerado anticoncorrencial (20%)<sup>13</sup>. A necessidade de validação do CADE reforça o argumento de que a MRV é um importante *player* de produção de imóveis na escala requerida pelos agentes financeiros. Ademais, essa relação destaca a relevância da incorporadora na produção de imóveis econômicos, na gestão dos custos de construção e no controle de terrenos em áreas estratégicas. De modo geral, a MRV define o tipo de produto e a localização das habitações alvo da Brookfield, influenciando diretamente a estratégia da *asset manager*. Outro ponto importante é que a extensão territorial da incorporadora permite também que isso ocorra com a Brookfield.

Por outro lado, a relação da Cyrela com a CPP Investments e a Greystar circunscreve-se ao segmento de alta renda e ao município de São Paulo. Pelo acordo firmado em 2021, as partes assumiram a construção de um empreendimento *multifamily* com 220 unidades para locação residencial na região da Av. Rebouças, sob o nome de Ayra. Com projetos ainda em desenvolvimento, estima-se que o montante total de recursos previstos para a produção de mais 5 mil unidades seja de R\$ 1,5 bilhão. A CPP Investments, que investiu 75% do total aportado nos projetos<sup>14</sup>, “continua a ver uma demanda crescente no setor de aluguel *multifamily* no Brasil, o que beneficiará particularmente os incorporadores de espaço residenciais modernos e de alta qualidade” (CPP, 2021).

A empresa responsável pela construção dos projetos é a SKR, uma incorporadora de médio-alto e alto padrão da cidade de São Paulo, e joint-venture da Cyrela desde 2007. Atualmente, a SKR possui

<sup>12</sup> Estigarribia, J. De multifamily a galpões: os planos da Brookfield em imóveis no país, segundo o CEO. Bloomberg Línea. 11/01/2024. Disponível em: <https://www.bloomberglinea.com.br/negocios/de-multifamily-a-galpoes-os-planos-da-brookfield-em-imoveis-no-pais-segundo-o-ceo/>.

<sup>13</sup> Cade. Parecer processo 199/2023/CGAA5/SGA1/S. 31/05/2023. Disponível em: [https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md\\_pesq\\_documento\\_consulta\\_externa.php?HJ7F4wnIPj2Y8B7Bj8ohlskjh7ohC8yMfhLoDBLddawTJ\\_LMMomRUKmr24O24cw\\_CDfnD42NLbTuxzX\\_koNPstSZ4QPCNQcuMaobdnNmP24s7joMovPSlhobw75-W](https://sei.cade.gov.br/sei/modulos/pesquisa/md_pesq_documento_consulta_externa.php?HJ7F4wnIPj2Y8B7Bj8ohlskjh7ohC8yMfhLoDBLddawTJ_LMMomRUKmr24O24cw_CDfnD42NLbTuxzX_koNPstSZ4QPCNQcuMaobdnNmP24s7joMovPSlhobw75-W)

<sup>14</sup> Estadão Conteúdo. Gigante americana Greystar chega ao Brasil para construir imóveis para alugar. 08/09/2020. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/gigante-americana-greystar-chega-ao-brasil-para-construir-imoveis-para-alugar/>

três projetos na categoria *rental*, todos com o selo Ayra. Eles estão localizados na cidade de São Paulo em regiões de alta renda como Perdizes, Vila Madalena e Pinheiros, com unidades que variam de 30 até 60 m<sup>2</sup>, oferecendo de um a dois dormitórios. A faixa de preços para locação mensal desses imóveis varia de R\$ 3.538 para metragens entre 35 e 45 m<sup>2</sup> até R\$ 9.444 para unidades de 54 m<sup>2</sup>.

A parceria entre as três empresas também está envolvida em um megaempreendimento desenvolvido na zona sul de São Paulo pela Cyrela e a incorporadora Lavvi. Composto por sete torres de alto padrão e um shopping center, o “Eden Park by Dor” ocupa a área de uma antiga fábrica de sorvetes, abrangendo uma área de 42 mil. Uma das sete torres, com 400 unidades, será destinada à locação residencial e terá como sócios proprietários as empresas em questão<sup>15</sup>.

Os enlaces recentes das grandes incorporadoras com FIIs e investidores institucionais reforçam o protagonismo delas no desenvolvimento de uma classe de ativos residenciais para obtenção de fluxos de renda através do aluguel. Destaca-se a relevância da Cyrela e MRV pela capacidade em adquirir terrenos, incorporar projetos e manter custos de construção competitivos. Em outras palavras, ilumina-se o evidente papel desempenhado por essas empresas na mediação e ancoragem de instrumentos e agentes financeiros no segmento residencial para locação no Brasil, seja de alta ou média renda, e de curta ou longa temporada.

## **Considerações Finais**

Historicamente, a incorporação imobiliária se constituiu como fração que combina diversos instrumentos financeiros para viabilizar sua produção, estando, desde sua concepção, próxima dos mercados financeiros e de capitais. Na esteira do processo de neoliberalização da economia brasileira, o FII foi idealizado, no início da década de 1990, como instrumento financeiro capaz de aproximar emprestadores e tomadores, fora dos esquemas tradicionais de financiamento bancário, e meio de dinamizar a produção residencial nacional. No entanto, observa-se o atual avanço desse instrumento em estoques já prontos, principalmente nos segmentos corporativos e comerciais, visando a geração de receitas por meio de aluguel. Mais recentemente, os FIIs avançaram sobre títulos mobiliários de base imobiliária, galpões logísticos e, em processo de desenvolvimento, o segmento residencial.

Diante desse viés rentista dos FIIs, este artigo objetivou compreender o papel das grandes incorporadoras nacionais no desenvolvimento do segmento de locação residencial em associação com os fundos. Após a identificação dos FIIs vinculados às incorporadoras, analisou-se o papel fundamental dessas empresas na sua estruturação, considerando tanto o aspecto quantitativo dos portfólios quanto o qualitativo. As incorporadoras associadas a FIIs deixam suas “marcas” nos produtos vinculados e moldam a capacidade de extração de rendas de aluguel pelos fundos.

Pelos casos estudados, identificou-se que as incorporadoras assumem uma posição fundante na estruturação desses FIIs e, mais do que isso, tornam-se beneficiárias desta associação, seja por meio da realização de seus estoques, participação acionária ou gestão dos imóveis, como na MRV/Luggo. A capacidade de incorporar áreas na cidade e criar empreendimentos direcionados aos fundos evidencia sua força de domínio e coordenação sobre as unidades vinculadas aos negócios de propriedade

<sup>15</sup> Contramarco. Contramarco. Revista de Esquadrias. Revitalização da fábrica da kibon em São Paulo vai contar com empreendimento exclusivo para locação. 04/08/2023. Disponível em: <https://www.contramarco.com/post/revitaliza%C3%A7%C3%A3o-da-%C3%ADbrica-da-kibon-em-s%C3%A3o-paulo-vai-contar-com-empreendimento-exclusivo-para-loca%C3%A7%C3%A3o>

residencial no Brasil. Na associação com as grandes investidores globais, as incorporadoras fortalecem seus papéis, facilitando a penetração desses investidores no país e reforçando o protagonismo do capital nacional e do segmento de incorporação imobiliária na formatação desses negócios.

Nesses termos, embora se observe o avanço dos agentes financeiros sobre a produção habitacional nacional e a transformação da moradia em meio de extração de rendas, essa dinâmica transita pela capacidade de tais agentes se associarem com capitais nacionais. As grandes incorporadoras brasileiras, além de mediar as relações com os capitais externos, continuam sendo primordiais para moldar os padrões temporais, espaciais e tipológicos do segmento residencial para locação.

## **Declaração de disponibilidade de dados**

O conjunto de dados que dá suporte aos resultados deste artigo está disponível no SciELO DATA e pode ser acessado em <https://doi.org/10.48331/scielodata.GFR6AM>

## **Agradecimentos**

Esta pesquisa foi realizada por meio do Observatório Nacional das Dinâmicas Imobiliárias - ONDI com financiamento do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (Processo nº 170492/2023-0). Também agradecemos o apoio da Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (FAPESP), Brasil. Processo nº 2022/15763-9.

## **Referências**

- Aalbers, M. B., Taylor, Z. J., Klinge, T. J., & Fernandez, R. (2023). In Real Estate Investment We Trust: State De-risking and the Ownership of Listed US and German Residential Real Estate Investment Trusts. *Economic Geography*, 99(3), 312–335. <https://doi.org/10.1080/00130095.2022.2155134>
- Aalbers, M. B., Hochstenbach, C., Bosma, J., & Fernandez, R. (2020). The Death and Life of Private Landlordism: How Financialized Homeownership Gave Birth to the Buy-To-Let Market. *Housing, Theory and Society*, 38(5), 541–563. <https://doi.org/10.1080/14036096.2020.1846610>
- Abreu, M. A. (2019) *Produção imobiliária e espaços da financeirização: entre o abstrato da riqueza financeira e o concreto da cidade produzida*. [Tese de Doutorado - Universidade Estadual Paulista]. <http://hdl.handle.net/11449/182172>
- August, M. (2020). The financialization of Canadian multi-family rental housing: From trailer to tower. *Journal of Urban Affairs*, 42(7), 975–997. <https://doi.org/10.1080/07352166.2019.1705846>
- Ball, M. (1983). *Housing policy and economic power: The political economy of owner occupation*. Methuen.
- Botelho, A. (2005). *O financiamento e a financeirização do setor imobiliário: Uma análise da produção do espaço e da segregação socio-espacial através do estudo do mercado da moradia na cidade de São Paulo* [Doutorado em Geografia Humana, Universidade de São Paulo]. <https://doi.org/10.11606/T.8.2005.tde-06052014-111413>

Botzem, S., & Dobusch, L. (2017). Financialization as strategy: Accounting for inter-organizational value creation in the European real estate industry. *Accounting, Organizations and Society*, 59, 31–43. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2017.05.001>

Braun, B., & Christophers, B. (2024). Asset manager capitalism: An introduction to its political economy and economic geography. *Economy and Space*, 56(2), 546–557. <https://doi.org/10.1177/0308518X241227743>

Christophers, B. (2023). *Our lives in their portfolios: Why asset managers own the world*. Verso.

CPP (2021). Cyrela, CPP Investments and Greystar Announce Partnership with SKR in Brazilian Multifamily Development Venture. <https://www.cppinvestments.com/newsroom/cyrela-cpp-investments-and-greystar-announce-partnership-with-skr-in-brazilian-multifamily-development-venture/>.

Fagundes Cagnin, R. (2018). *Os imóveis residenciais e o capitalismo financeirizado nos Estados Unidos* [Doutor em Ciências Econômicas, Universidade Estadual de Campinas].

Fields, Desiree. (2022). “Automated Landlord: Digital Technologies and Post-Crisis Financial Accumulation”. *Environment and Planning A: Economy and Space* 54(1):160–81. doi: 10.1177/0308518X19846514.

Gil García, J., & Martínez López, M. A. (2023). State-Led Actions Reigniting the Financialization of Housing in Spain. *Housing, Theory and Society*, 40(1), 1–21. <https://doi.org/10.1080/14036096.2021.2013316>

Harvey, D. (2022). *A loucura da razão econômica: Marx e o capital no século XXI*. Boitempo.

Fix, M. (2011). *Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil* (Doutor em Desenvolvimento Econômico, Universidade Estadual de Campinas). Universidade Estadual de Campinas, Campinas, SP. doi:10.47749/T/UNICAMP.2011.815022

García-Lamarca, M. (2021). Real estate crisis resolution regimes and residential REITs: Emerging socio-spatial impacts in Barcelona. *Housing Studies*, 36(9), 1407–1426. <https://doi.org/10.1080/02673037.2020.1769034>

Kalinowski, R., & Procopiuck, M. (2022). Financeirização imobiliária em dois momentos: Da produção à ocupação via proptechs. *Cadernos Metrópole*, 24(53), 119–146. <https://doi.org/10.1590/2236-9996.2022-5305>

Kalinowski, R., & Prokopiuk, M. (2023). Financiarización del mercado de viviendas por medio de Fondos de Inversión Inmobiliaria en metrópolis brasileñas. *EURE*, 49(148). <https://doi.org/10.7764/EURE.49.148.10>

Lencioni, S. (2008). Concentração e centralização das atividades urbanas: Uma perspectiva multiescalar. Reflexões a partir do caso de São Paulo. *Revista de Geografia Norte Grande*, 20(39), 7–20. <https://10.4067/S0718-34022008000100002>

Lorrain, D. The Discrete Hand: Global finance and the city. *Revue française de science politique* (English), v.

Mioto, B. T. (2021). Dinâmica econômica e imobiliária: periodização dos macrodeterminantes dos anos 2000 e 2010. *Cadernos Metrópole*, 24(53), 15–33. <https://doi.org/10.1590/2236-9996.2022-5301>

Nakama, V. K. (2021). A instrumentalização financeira do espaço: Fundos de Investimento Imobiliário como estruturas de capital fixo. *Revista INVI*, 36(103), 194-214. <https://doi.org/10.4067/S0718-83582021000300194>

Nakama, V. K. (2022). Do financiamento à financeirização: a reestruturação do espaço pelos Fundos de Investimento Imobiliário em São Paulo. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo, São Paulo. doi:10.11606/D.16.2022.tde-20122023-172501

Nakama, V. K., & Rufino, B. (2022). Os fundos de investimento como movimento do complexo financeiro-imobiliário no Brasil. *Revista brasileira de estudos urbanos e regionais*, 24(33), 1-27. doi: <https://doi.org/10.22296/2317-1529.rbeur.202233>

Nethercote, M (2019). Build-to-Rent and the financialization of rental housing: future research directions. *Housing Studies*, 35(5), 839–874. doi: <https://doi.org/10.1080/02673037.2019.1636938>.

Penha Filho, C. A. (2020). Estratégias e dinâmica de acumulação das incorporadoras listadas (2010/2018) (Tese de doutorado). Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia. Repositório da Unicamp. doi: <https://hdl.handle.net/20.500.12733/1639096>

Rolnik, R. (2015). *Guerra dos lugares: A colonização da terra e da moradia na era das finanças* (1a edição). São Paulo, SP: Boitempo.

Royer, L. D. O. (2009). *Financeirização da política habitacional: Limites e perspectivas* (Doutorado em Habitat, Universidade de São Paulo). Universidade de São Paulo, São Paulo. doi: [10.11606/T.16.2009.tde-19032010-114007](https://doi.org/10.11606/T.16.2009.tde-19032010-114007)

Rufino, M. B. C. (2012). A incorporação da metrópole: centralização do capital no imobiliário e nova produção do espaço em Fortaleza (Tese de doutorado). Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo, São Paulo. doi: [10.11606/T.16.2012.tde-22062012-143019](https://doi.org/10.11606/T.16.2012.tde-22062012-143019)

Rufino, B. (2023). The Metamorphosis of Infrastructure in Latin American Urbanization: From Insufficiency to Presence as Fictitious Capital. In: Carrión Mena, F., & Cepeda Pico, P. (Eds.). *Urbicide. The Urban Book Series*. Springer, Cham. doi: [https://doi.org/10.1007/978-3-031-25304-1\\_33](https://doi.org/10.1007/978-3-031-25304-1_33)

Rufino, B., Borges, I., & Colpani, B. (2023). As grandes incorporadoras no novo ciclo de expansão imobiliária (2017–2022): Modelando a cidade-investimento na reconcentração da produção em São Paulo. In: Rufino, B., Borges, I., & Nakama, V. (Eds.). *Financeirização e metropolização do espaço: Imobiliário e infraestruturas sob domínio de grandes grupos econômicos* (p. 278-311). Rio de Janeiro: Letra Capital.

Sanfelici, D., & Halbert, L. (2019). Financial market actors as urban policy-makers: The case of real estate investment trusts in Brazil. *Urban Geography*, 40(1), 83–103. doi: <https://doi.org/10.1080/02723638.2018.1500246>

Sanfelici, D. D. M. (2017). La industria financiera y los fondos inmobiliarios en Brasil: Lógicas de inversión y dinámicas territoriales. *Economía Sociedad y Territorio*, 367–397. doi: <https://doi.org/10.22136/est002017685>

Sanfelici, D. D. M. (2013). *A metrópole sob o ritmo das finanças: Implicações socioespaciais da expansão imobiliária no Brasil* (Doutorado em Geografia Humana, Universidade de São Paulo). Universidade de São Paulo, São Paulo. doi: [10.11606/T.8.2013.tde-07012014-093205](https://doi.org/10.11606/T.8.2013.tde-07012014-093205)

Shimbo, L. Z. (2010). *Habitação social, habitação de mercado: A confluência entre Estado, empresas construtoras e capital financeiro* (Doutorado em Teoria e História da Arquitetura e do Urbanismo, Universidade de São Paulo). Universidade de São Paulo, São Carlos. doi: [10.11606/T.18.2010.tde-04082010-100137](https://doi.org/10.11606/T.18.2010.tde-04082010-100137)

Shimbo, L., Sanfelici, D., & Martinez-Gonzalez, B. (2020). Consultorías inmobiliarias internacionales y racionalidad financiera en la evaluación y gestión inmobiliaria en São Paulo. *EURE*, 47(140). doi: <https://doi.org/10.7764/EURE.47.140.11>

Topalov, Christian. (1979) *La Urbanización Capitalista: algunos elementos para su análisis*. Edicol.

Wijburg, G., Aalbers, M. B., & Heeg, S. (2018). The Financialisation of Rental Housing 2.0: Releasing Housing into the Privatised Mainstream of Capital Accumulation. *Antipode*, 50(4), 1098–1119. <https://doi.org/10.1111/anti.12382>

Wijburg, G. (2019). "Reasserting State Power by Remaking Markets? The Introduction of Real Estate Investment Trusts in France and Its Implications for State-Finance Relations in the Greater Paris Region". *Geoforum* 100:209–19. doi: 10.1016/j.geoforum.2019.01.012.

---

**Editor responsável:** Paulo Nascimento Neto

Recebido: 08-Aug-2024

Aprovado: 25-Feb-2025