

O PAPEL DOS FUNDOS DE PENSÃO NA CONTRUÇÃO DO ESPAÇO URBANO: UM OLHAR A PARTIR DO DEBATE SOBRE FINANCEIRIZAÇÃO

Maira Magnani Asencio¹
Universidade Federal Fluminense (UFF)
mairamagnani@uol.com.br

RESUMO

A financeirização alterou a forma como os fundos de pensão realizam a gestão do seu patrimônio e também a forma como medem e enxergam resultados e metas (Sauviat, 2005). A literatura recente aponta mudanças na racionalidade desses agentes, o que resulta em estratégias de investimento diferenciadas, inclusive no que concerne ao investimento em imobiliário. Esse trabalho tem por objetivo relacionar o debate sobre financeirização, como um fenômeno multifacetado e que teve implicações diretas na forma como o espaço urbano passa a ser construído pós década de 80, com as recentes práticas desenvolvidas pelos fundos de pensão no decorrer dos últimos anos.

Palavras-chave: fundos de pensão, financeirização, mercado imobiliário.

GT – “GT-1”: “Reestruturação urbana e econômica na produção do espaço: agentes e processos”

¹ Orientador Daniel de Mello Sanfelici

1 INTRODUÇÃO

O domínio do capital financeiro sobre as relações sociais e sobre a produção imobiliária resulta em transformações na produção do espaço e na dinâmica das metrópoles brasileiras (Rufino, Pereira, 2011). As implicações da financeirização nos processos produtivos de maneira geral resultam numa lógica diferente de centralidade do capital, regime de acumulação e distribuição de riquezas, ficando o setor imobiliário exposto também a esse advento:

(...) pode-se afirmar que o processo de centralização do capital evidenciado na atualidade é produto da emergência do domínio do capital financeiro que, sustentado na grande mobilidade alcançada pela liberalização e articulação dos sistemas monetários e financeiros em escala nacional e internacional e na grande sofisticação de estruturas e mecanismos de organização desse capital (fundos de pensão, fundos de investimento, sociedade de ações etc.), tende a se direcionar para os setores que permitam melhores condições de rentabilizar esse capital. Dentro dessa racionalidade, a produção imobiliária também passara por importantes mudanças visando atender as expectativas do capital financeiro. (Rufino, 2017)

Não se pode perder de vista que apesar da aproximação do capital financeiro (capitalização) no setor imobiliário resultar em uma expansão da produção imobiliária (chamada de produção imobiliária para mercado) e também em uma elevação da renda imobiliária, esse processo de valorização e criação de capital fictício não é um advento dessa aproximação, mas sim, que esse processo ficou mais intenso com a chamada “financeirização do imobiliário”. Pereira (2017) ressalta que a “reprodução do capital na produção do espaço combina a valorização pela exploração do trabalho e a capitalização da renda por processo que espoliam a sociedade”.

O processo de criação de valor de um imóvel está ligado, intrinsecamente, ao trabalho realizado naquela terra (seja na construção de um imóvel, seja na exploração do caráter “natural” da terra, como a mineração), contudo, o preço da terra indexa não só o processo de criação de valor, como se dá nas outras mercadorias, mas também pela capitalização de uma renda futura e a criação de um capital fictício em cima daquela mercadoria.

A criação de valor, portanto, não é novidade dentro do ramo do imobiliário, contudo, o que temos que ter em mente é o processo/conflito na distribuição dessa riqueza gerada de maneira fictícia e adiantada, ou seja, antes mesmo da própria mercadoria ser realizada (vendida) e como

essas novas estruturas do capital financeiro se apropriam dessa geração de valor em forma de preço.

Compreender a relação que há na geração de valor da mercadoria terra se faz fundamental para estabelecer novos estudos a cerca da produção imobiliária para mercado, como também a formação e a forma de geração de valor que as novas estruturas e mecanismos de organização do capital financeiro realizam na atualidade, como é o caso dos fundos de pensão.

Os fundos de pensão, que funcionam através de um regime de previdência por capitalização, isto é, são contas dos empregados de uma empresa que contém reservas financeiras de origem patronal, ou salariais, ou ambas, tornaram-se a partir da década de 80 referentes eixos de centralização do capital (Clark, 1998, 2000; Jardim, 2011; Sauviat, 2005). Clark (1998) denomina o capitalismo pós década de 80 de “Capitalismo de Fundos de Pensão” - “capitalismo de fundo de pensão é um estágio adicional na evolução do capitalismo, em vez de uma ruptura profunda com o passado” (Clark, 1998).

Segundo o autor, os fundos de pensão surgem como importantes agentes do capital financeiro, sendo que sua expressividade pode ser analisada de duas formas: pelas extraordinárias taxas de crescimento de seus ativos e reservas e pelo seu poder como agente político, envolvido na manipulação da governança corporativa das empresas e das políticas desenvolvidas pelo Estado. Os fundos de pensão são uma força a ser considerada quando o governo procura administrar as taxas de juros e as taxas de câmbio, sendo que suas vozes são cada vez mais poderosas na manutenção de práticas de governança corporativa nas empresas e nas políticas públicas do país (Clark, 1998). Na mesma linha de argumentação, Grun (2003) admite que os fundos de pensão assumiram um protagonismo muito grande na cena econômica brasileira e que são “instituições importantes na ‘governança’ do capitalismo contemporâneo”.

Compreender a gestão desses fundos e, mais especificamente, o modo como realizam seus investimentos no setor imobiliário, se torna essencial para identificar como essa estrutura de previdência reorganiza o uso e a ocupação do solo urbano e gesticula com os demais atores interessados na criação de uma paisagem globalizada e na criação de novas centralidades. Algumas pesquisas mostraram os efeitos dos investimentos institucionais no Brasil, como a de Fix (2007) e Zanette (2017), contudo ainda não se desenvolveu uma produção acadêmica destinada a compreender como e por quê esses efeitos ocorrem, ou seja, que vise compreender o papel dos fundos de pensão (privados e estatais) na produção do espaço das cidades brasileiras como capitais do urbano através de sua atuação no mercado imobiliário comercial.

Conforme observa Van Loon & Aalbers (2017), Henneberry & Roberts (2008) concluíram que a única pesquisa que de fato mostrou como e por que as estratégias financeirizadas de investimento no mercado imobiliário, feitas pelos investidores institucionais, produzem determinados efeitos na cidade, foi a desenvolvida para o caso dos fundos pensão suíços, que será melhor explorado nas sessões que seguem.

Entende-se que, antes de desenvolver uma pesquisa cujo objetivo central seja relacionar o papel dos fundos de pensão brasileiros na construção do espaço urbano, faz-se necessário um desafio anterior, cujo objetivo desse artigo se insere: o de relacionar o debate sobre financeirização, como um fenômeno multifacetado e que teve implicações diretas na forma como o espaço urbano passa a ser construído no pós década de 80, com as recentes práticas profissionais desenvolvidas pelos fundos de pensão no decorrer dos últimos anos. Em outras palavras, acredita-se que o diálogo com a temática da financeirização permite compreender e relacionar a mudança de racionalidade na qual os fundos de pensão passaram no pós década de 80, que alterou a forma como enxergam seus resultados e metas e o modo como gerem e investem seu patrimônio; com o processo de financeirização do urbano, que permitiu que novos agentes, à incluir os fundos de pensão, “construíssem geografia” (Lee, 2002 *apud* Sanfelici, D.; Halbert, L., 2018) na medida em que passam a selecionar usos, usuários e condições de acesso a elementos do espaço urbano construído.

Nesse artigo, partiremos de um levantamento da bibliografia atual que trata três diferentes aspectos que serão relevantes para compreender o objetivo proposto acima: na primeira sessão, levantaremos as principais discussões acerca do fenômeno da financeirização como um processo global, na segunda sessão, nos debruçaremos na relação financeirização e imobiliário e financeirização e fundos de pensão, assim, compreenderemos de que maneira esse fenômeno atingiu tanto a esfera da circulação e produção imobiliária como também os modos operante dos fundos de pensão. Na terceira sessão, por fim, analisaremos as contribuições recentes da literatura que mostram como os agentes fundos de pensão tem atuado no setor imobiliário comercial e quais os reflexos dessa atuação na produção do ambiente urbano construído. Por fim, as considerações finais englobam sugestões de futuras agendas de pesquisa que tenham por debate a central relação que argumentou-se existir nesse artigo sobre fundos de pensão, financeirização e construção do espaço urbano.

2 A FINANCEIRIZAÇÃO

Chama-se de "financeirização" as mudanças ocorridas no pós esgotamento do modelo de regulação do sistema monetário internacional Bretton Woods, a tendência de reestruturação dos Estados-nação e a guinada neoliberal da economia ocorrida no pós década de 70. "Apesar da importância da financeirização, não há nenhum consenso sobre sua definição" (Aoyama *et al.*, 2010). São três as principais correntes que analisam a financeirização e conceituam esse fenômeno: 1) a corrente marxista, que compreende as mudanças institucionais e macroeconômicas ocorridas com o advento da financeirização, que chamaremos de "abordagem da economia política"; 2) a corrente que tem como tradição as discussões sobre governança corporativa, que chamaremos de "contabilidade crítica" e; 3) a vertente que analisa como a financeirização afetou e se "penetrou" na vida cotidiana, que chamaremos de "financeirização da vida cotidiana" (Klink & Barcellos de Souza, 2017).

A primeira vertente, em linhas gerais, trata das transformações macroestruturais que "ocorreram no sistema de acumulação (a economia) e no modo de regulação (a atuação do Estados nas múltiplas escalas, a relação salarial, o regime monetário, as formas de competição e se inserção no sistema internacional" (Klink & Barcellos de Souza, 2017). A segunda vertente, que denominamos de "contabilidade crítica", desmistifica o processo racional da tomada de decisão dos agentes que procurariam maximizar o chamado *shareholder value* - na realidade, a corporação moderna sofre com assimetrias de informação e compartilha de diferentes racionalidades, ou seja, não podemos assumir de antemão que os agentes formadores das mesmas são "homens econômicos maximizadores" como a economia ortodoxa previa.

Essa desmistificação do "agente racional" nos leva à terceira e última vertente: a da financeirização da vida cotidiana. Para os autores dessa vertente, "o recuo do Estado de bem-estar social e o aperfeiçoamento do mercado de capitais transformaram o próprio indivíduo em um analista que deveria passar a gerenciar os riscos de sua vida como uma espécie de ativo financeiro" (Klink & Barcellos de Souza, 2017). Ou seja, os indivíduos passam a empregar modelos econômicos utilizados no mercado financeiro para descrever, medir e basear suas ações. Chamamos de performatividade essa "modelação da vida privada" e entendemos que ela pode estar "relacionada com narrativas, estratégias e práticas materiais, discursivas e 'calculistas', de agentes públicos e privados, no sentido de usar modelagens para transformar o próprio espaço urbano (Henrikson, 2009 *apud* Klink & Barcellos de Souza, 2017).

Apesar das diferentes concepções, assumiremos três definições amplas que mostram a abrangência do processo de financeirização e que reforçam a ligação intrínseca entre esse fenômeno e o campo do planejamento urbano-metropolitano. Manuel Aalbers, um dos teóricos contemporâneos que mais contribuem para a discussão sobre o tema, propõe a seguinte definição para financeirização:

A crescente dominância de agentes, mercados, práticas, métricas e narrativas financeiros, nas múltiplas escalas, o que tem gerado uma transformação estrutural das economias, das corporações (incluindo instituições financeiras) dos Estados e das famílias. (Aalbers, 2015 *apud* Klink & Barcellos de Souza, 2017). Essa conceitualização se mostra interessante pois reforça a ideia de que esse fenômeno atingiu diferentes tipos de instituições e atores, desde o Estado, o mercado financeiro, até famílias e o próprio indivíduo.

Nos valeremos também das contribuições de David Harvey que, segundo French *et al.* (2011), entende a financeirização como um processo que ao mesmo tempo foi influenciado e influencia as relações sociais e a construção do espaço urbano. Para o geógrafo a financeirização: (...) deve ao menos ser entendida como um fenômeno profundamente espacial, porque estabelece a promessa de uma solução para a crise do capitalismo anglo-americano contemporâneo baseada numa correção financeira-espacial. (Harvey, 1982, 1989, 2010 *apud* French *et al.*, 2011).

Por fim, as contribuições de François Chesnais agregam valor ao entendimento desse novo regime marcado pelo colapso do sistema Bretton Woods, no qual a acumulação do dinheiro se faz ainda mais necessária se comparada ao período anterior onde o capitalismo mantinha sua estrutura em regime de acumulação produtiva e não especulativa e financeira. Marques e Nakatani (2010) concluem, a partir da leitura dos trabalhos de Chesnais:

(...) que é a partir dos anos 80, quando da desregulamentação monetária e financeira, da descompartimentalização dos mercados financeiros nacionais e da desintermediação bancária, promovidas pelos Estados nacionais, particularmente pelos Estados Unidos e pela Inglaterra, que se verifica o retorno do capital financeiro, isto é, do capital portador de juros, tal como definiu Marx. Esse retorno, dado em bases muito mais profundas do que no passado (final do século XIX até 1929), foi acompanhado da construção de uma nova relação entre o capital produtivo, o capital comercial e o capital financeiro e por uma nova

correlação de forças entre o capital e o trabalho, desfavorável a esse último. (Marques & Nakatani, 2010).

Os fundos de pensão, objeto estudado nesta monografia, são entendidos como agentes que, segundo Chesnais (2006) conforme citado por Marques e Nakatani (2010), demonstram o mais novo traço do capitalismo contemporâneo: àquele marcado pela perda da proeminência dos bancos em benefício de novas instituições financeiras, como os fundos provenientes de seguros, empresas gestoras de fundos de investimento, fundos mútuos e fundos de pensão na centralização e na valorização de dinheiro em busca de aplicação como capital de empréstimo, ou seja, permitindo que a forma dinheiro assuma valor de uso, produzindo lucro a outros capitalistas quando transformado em capital.

2 A FINANCEIRIZAÇÃO DO IMOBILIÁRIO

O capital financeiro encontrou no espaço urbano, mais especificamente no setor imobiliário, uma oportunidade de geração de mais-valia, nas suas diferentes formas (aluguel, renda e juros), devido, principalmente as características desse setor, tais quais: a dependência de financiamentos para construção, o tempo de realização da mercadoria imobiliária, a relevância da renda imobiliária e a possibilidade de geração de capital fictício.

A teoria marxista tem se debruçado na compreensão da geração de valor da mercadoria imobiliária. Segundo essa teoria, o preço da terra indexa não só o processo de criação de valor (a partir da exploração do duplo monopólio da terra), como se da nas outras mercadorias, mas também pela capitalização de uma renda futura que pode encontrar nenhuma contrapartida no capital industrial efetivo.

Essa capitalização de renda futura forma o que chamamos de capital fictício, condição crucial para que o capitalismo moderno exista na medida em que oferece capital "antecipadamente, em antecipação de trabalho futuro como um valor" (Harvey, 2006 *apud* Van Loon & Aalbers, 2017).

Para Halbert & Attuyer (2016) o processo de financeirização do urbano comandado pelo mercado de capitais usou o dinheiro bruto levantado por esses mercados, a existência de agentes urbanos (famílias, municípios, firmas e etc.) e objetos urbanos (terra, edifícios, casas, rodovias,

aerportos e etc.) com potencialidades de trazer fluxos de rendas futuras, para criar um agrupamento de investimentos que seriam ofertados em forma de diferentes tipos de ativos. Desta forma, "o capital financeiro, além de capital de empréstimo, aparecerá na forma de ações e em uma diversidade de títulos imobiliários (...)" (Rufino, 2017) e "a terra assumirá o papel de ativo financeiro" (Harvey, 2015 (1982) *apud* Rufino, 2017). Como ativo financeiro, a terra passa a assumir a forma de capital fictício (Van Loon & Aalbers, 2017) e os preços desses ativos passam a funcionar de acordo com suas próprias regras "quase independente do movimento de geração de valor do capital real." (Harvey, 2006 *apud* Van Loon & Aalbers, 2017).

O atual regime de acumulação, caracterizado pelo domínio do capital financeiro, sustenta-se pelo predomínio de uma lógica de valorização financeira do capital e pela presença central do capital fictício, que contribui para a centralidade da propriedade patrimonial de caráter rentista. (Chesnais, 2005 *apud* Rufino, 2017)

O encontro das esferas financeira e imobiliária pode ser discutido levando em consideração inúmeros aspectos, tais quais: a criação de ativos que circulam no mercado financeiro e que encontram como "lastro" a terra e a produção imobiliária (Pereira, 2017; Rufino, 2017; Van Loon & Aalbers, 2017); o surgimento de novas engenharias financeiras que alteram consideravelmente as corporações modernas e a forma de se enxergar o lucro (Clark, 1998, 2000; Haley & Barret, 1990; Jardim, 2011; Rieche, 2005); a alteração na forma de produção e financiamento da habitação e bens públicos e da provisão de políticas públicas em geral (Fix, 2007; Rolnik, 2015); e o envolvimento de diferentes agentes (públicos e privados) que influenciam na construção de normas e que participam de convenções (Halbert & Attuyer, 2016; Marques, 2016; Sanfelici & Halbert, 2018).

São muitos os ativos que circulam no mercado financeiro e que encontram como "lastro" a terra e a produção imobiliária, tais como, as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). Com a promessa de trazer liquidez e agilidade a um setor que possui especificidades que dificultavam o acesso de pequenos investidores, essa classe de ativos foi criada, regulamentada pelo Estado e se apresenta hoje uma possível opção de investimento. Esse bem financeiro nada mais é do que uma forma de capital fictício e por não representar valor até serem transformado em um real investimento, representa certos riscos associado com sua taxa de retorno. Para minimizar esses riscos, uma estratégia seguida por

investidores profissionais (chamados de "gestores de fundos") é de diversificar o portfólio para garantir investimentos seguros, mas com altas taxas de retorno.

A cidade, dentro desse cenário financeirizado, passa a ser uma "cidade financeirizada", ou seja, uma cidade moldada por um operador estereotipado por trás de uma tela, cujo trabalho se limita a comprar e vender com base em um cálculo comparativo racional." (Theurillat *et al.*, 2016 *apud* Halbert & Attuyer, 2016). Contudo, como ressalta Halbert & Attuyer (2016), se olharmos para além da operação em ativos, enxergaremos múltiplas mediações e coalizões, envolvendo diferentes tipos de atores com diferentes conhecimentos, que servem para manter unido as esferas do capital financeiro e do ambiente urbano construído e que reverberam certos tipos de escolhas de territórios, locatários e edifícios.

A direção que os investidores tomam para minimizar o risco e maximizar o retorno na propriedade imobiliária tem resultado em ambos diversificação (entre setores e localizações) e seletividade (de tipos particulares de propriedades e lugares), criando novas geografias de investimento em propriedades empresariais e remodelação de cidades e regiões. (Halbert *et al.*, 2014).

É necessário ter-se em mente que além de alterar a configuração das cidades a partir da criação das novas "geografias de investimentos financeiros", esse novo cenário alterou significativamente a forma de se produzir, gerir e financiar políticas públicas: a partir da financeirização, o Estado passa a não ser o principal provisor de bens públicos e acaba propiciando e participando de um cenário de ampliação dos mecanismos de acesso a crédito, como o crédito imobiliário e o financiamento habitacional. A política urbana e habitacional, portanto, conforme aponta diversos autores (Fix, 2011; Rolnik, 2015) se altera na medida em que há "a ampliação do financiamento habitacional, a financeirização e a (des)(r)estruturação do Estado nacional-desenvolvimentista sob a suposta "dominância das finanças" e do rentismo (Paulani, 2011 *apud* Klink & Barcellos de Souza, 2017).

Os investimentos conduzidos por fundos de pensão internacionais não fogem desse padrão seletivo e que reverbera desigualdades: "a marcada seletividade espacial adotada pelos investidores institucionais contribui para a dinâmica das concentrações econômicas contemporâneas observadas em cidades e regiões." (Halbert, 2010 *apud* Halbert *et al.*, 2014). Conforme investigado por Theurillat *et al.* (2010), ambas as formas de investimento, direta, a partir da compra e gestão de imóveis e indireta, a partir da compra de papéis financeiros lastreados em

imóveis, dos fundos de pensão suíços, resultaram em diversificação espacial limitada em certas áreas, urbanas e metropolitanas, e certos tipos de segmentos, residencial e comercial. Os fundos de pensão estariam, portanto, “construindo geografia” (Lee, 2002 *apud* Sanfelici, D.; Halbert, L., 2018) na medida em que “selecionam usos, usuários e condições de acesso a elementos do ambiente urbano construído”.

3 A FINANCEIRIZAÇÃO E OS FUNDOS DE PENSÃO

Os fundos de pensão funcionam através de um regime de previdência por capitalização, isto é, são contas dos empregados de uma empresa que contêm reservas financeiras de origem patronal, ou salariais, ou ambas. Essas reservas são acumuladas e valorizadas no mercado financeiro até o momento do pagamento da aposentadoria do trabalhador assalariado (Sauviat, 2005). Nos anos 80 e 90, devido a uma série de mudanças institucionais e legais que acometeram os regimes de capitalização, os fundos de pensão e os fundos mútuos surgiram como principais atores do mercado financeiro, transformando a amplitude, a estrutura e o funcionamento desses mercados. Esses adquiram tamanho e força financeira ao centralizar a poupança coletiva e individual dos trabalhadores (Sauviat, 2005).

A literatura sobre "Capitalismo dos fundos de pensão" oferece detalhes sobre como a financeirização permitiu aos fundos de pensão desenvolverem estratégias de investimento mais arrojadas, o que foi amplamente responsável pelo rápido crescimento de seus portfólios e ativos (Clark, 2000; Corpataux *et al.*, 2009; Van Loon & Aalbers, 2017; Sauviat, 2005; Theurillat *et al.*, 2010). Essa transformação "ilustra como os investidores institucionais deslocaram seus investimentos do setor econômico 'real', onde 'os retornos e os riscos são entendidos em relação aos espaços e tempos que são particulares aos ciclos econômicos e de produção' para 'a esfera financeirizada da economia, onde a dicotomia risco-retorno corresponde a um exercício de engenharia financeira'" (CORPATAUX *et al.*, 2009 *apud* VAN LOON & AALBERS, 2017).

Segundo Sauviat (2005), a política adotada por esses agentes na aplicação desses recursos orientou-se em direção a ativos cada vez mais arriscados, como ações, mas também passou por uma intensa diversificação de portfólio de investimento, prezando a garantia de liquidez e ganhos financeiros em diferentes mercados de ativos. O modelo “Modern Portfolio Theory” (Markowitz, 1952 *apud* Van Loon & Aalbers, 2017) passa a ser fundamental para a maioria dos fundos de pensão

estudados pela literatura - nesse, a criação de métricas e números padronizados, fáceis de ser comparados entre si, mesmo quando referente a classe de ativos muito distintas, facilita a construção de um portfólio diverso que traz uma performance alta e com baixos riscos (Clark, 2000; Corpotaux *et al.*, 2009 apud Van Loon & Aalbers, 2017). A financeirização, conforme aponta a literatura, também impactou a forma de se realizar gestão dos investimentos dos fundos de pensão - há uma intensa terceirização, ou seja, esses atores alocam parte de suas reservas de dinheiro para empresas terceiras (geralmente bancos ou administradoras de fundos de investimentos) que assumem os riscos iminentes da aplicação desses recursos de acordo com a natureza do regime (de benefícios ou de contribuições definidas) (Sauviat, 2005; Corpotaux *et al.*, 2009; Van Loon & Aalbers, 2017).

De maneira esperada, para absorver esse fluxo de capital institucional, novas classes de ativos foram criadas usando diferentes tipos de “matérias-primas”, como hipotecas, empréstimos, infraestrutura e mercado imobiliário, sendo este último o mais alternativo dos investimentos (Van Loon & Aalbers, 2017). Apesar da diversificação do portfólio, seguindo o modelo de “Modern Portfolio Theory”, garantir em tese uma diferenciação que dirime quase que completamente os riscos associados aos investimentos, “a transformação de investimentos altamente relacionados com contextos geográficos e econômicos complexos em ativos financeiros não faz com que riscos reais desapareçam” (Aalbers, 2012; Pani & Holman, 2014 *apud* Van Loon & Aalbers, 2017).

4 OS FUNDOS DE PENSÃO E O MERCADO IMOBILIÁRIO

Theurillat *et al.* (2010) realizaram um estudo aprofundado sobre o caso dos fundos de pensão suíços entre os anos de 1992 e 2004, nos quais cerca de 15% do total dos investimentos dos fundos de pensão da época eram destinados ao setor imobiliário. Esse estudo investigou como a ação dos fundos de pensão suíço se alteraram com o advento da financeirização, que ocasionou grandes reestruturações internas nos fundos e mudou a racionalidade dos agentes e a realização das aplicações.

Para os autores, a financeirização é um fenômeno que “possibilita projetos, atores e espaços a serem comparados, fazendo com que a relação entre os detentores do capital e os reais investidores fique distante e opaca” (Theurillat *et al.*, 2010). No urbano, o processo se reverbera na medida em que os detentores de capital criam “medidas” que permitem uma comparação dos produtos imobiliários não pela sua localização, especificidades técnicas e suas características em

geral, mas sim, através de um dado quantitativo padrão que passa a ser usado para diferenciá-los e hierarquiza-los (Theurillat *et al.*, 2010).

De maneira semelhante ao entendimento de Theurillat et al (2010), Van Loon e Aalbers (2017), ao analisar o caso dos fundos de pensão holandeses, propõem que a financeirização assumiu um papel decisivo na mudança de prática e ideologia dos investidores institucionais. Para os autores, esses atores transformaram o mercado imobiliário, a classe de investimento que mais necessita ser fixada espacialmente devido a sua indivisibilidade, imobilidade, iliquidez e projeto de um investimento de longo prazo, em instrumentos financeiros que são comparáveis a qualquer outra classe de segmentos de ativos.

Segundo Theurillat *et al.* (2010) são duas as formas possíveis dos fundos de pensão investirem no setor imobiliário: de maneira direta e tradicional e/ou de maneira indireta e financeira. O canal direto de investimento é aquele no qual os fundos de pensão realizam a compra direta do imóvel, recebendo os direitos de propriedade e tendo que arcar com total responsabilidade operacional. Já o canal indireto é aquele onde os fundos optam pelo investimento no mercado imobiliário através de veículos financeirizados.

A hipótese que sustentava os autores era de que essas duas formas distintas resultariam em diferentes impactos no ambiente urbano construído. A preferência pelo canal indireto de investimento, que perpassa o cenário de uma economia financeirizada que objetiva atender as expectativas do capital financeiro, favoreceria certos tipos de espaço, certos tipos de atores e certos tipos de investimentos no mercado imobiliário:

Portanto, o movimento para uma economia financeirizada favorece certos tipos de espaço (centros financeiros) em detrimento de outros (áreas restritas na indústria tradicional ou na indústria turística, que estão desatualizadas e obsoletas). Também favorece certos tipos de atores (grandes empresas e agentes financeiros) em detrimento de outros (PMEs, pequenos poupadores, etc.) juntamente com certos tipos de investimentos (projetos passíveis de comparação e de grande escala) em oposição aos outros projetos (aqueles que são de pequena escala, envolvem capital de risco, etc.). (Corpotaux; Crevoisier, 2005 apud Theurillat *et al.*, 2010)

Van Loon & Aalbers (2017) propõem uma análise baseada nas quatro etapas administradas pelos fundos de pensão: a gestão do fundo, na qual são feitas as principais decisões estratégicas do tipo de investimento que será feito pelo fundo; a gestão do portfólio, que envolve qual segmento

do imobiliário aplicar os recursos (residencial, hoteleiro, comercial e etc.); a gestão dos ativos, onde realiza-se a compra e venda de ativos na linha do que foi decidido estrategicamente; e a gestão da propriedade imobiliária, na qual os fundos, como donos da propriedade, devem administra-la e mantê-la.

A partir da análise de um período pré-financeirização (anos 80) e um período pós-financeirização (a partir de 2010) dos fundos holandeses, os autores colocam alterações que passaram esses fundos nas quatro etapas de gestão anteriormente mencionadas: no período pré-financeirização a gestão do fundo tinha como estratégia o alcance de objetivos políticos e sociais em sua aplicação de recursos, enquanto que no período pós-financeirização a estratégia estava mais focada nas taxas de risco e retorno dos investimentos imobiliários. Com relação a gestão do portfólio, em momento anterior a financeirização os fundos holandeses investiam em classes restritas de ativos imobiliários, majoritariamente nacionais, enquanto que depois da financeirização, seu portfólio passou a ser mais variado, incluindo investimentos em ativos imobiliários de outros países. A gestão de ativos, por sua vez, entendia o mercado imobiliário como algo intangível e difícil de definir rendas futuras, já no período posterior, as medidas qualitativas trazidas pela financeirização permitiu que o setor realizasse um investimento em imóvel baseado no valor futuro e fictício daquele imóvel. A gestão de propriedade apresentou no primeiro período analisado uma orientação mais emocional com a propriedade adquirida, enquanto que no período posterior o imóvel é somente considerado um “ativo qualquer” o qual o investidor não possui conhecimento e interesse em geri-lo. (Van Loon & Aalbers, 2017)

De maneira tradicional, os fundos acabam assumindo uma política de “buy and hold” (comprar e segurar), assumindo uma posição passiva na gestão de seu portfólio imobiliário - esse gerenciamento estava ligado, principalmente, ao tipo de investimento direto em imóveis. Seguindo um movimento guiado por atores financeiros, os fundos têm sido pressionados a lidar de maneira mais ativa com seus portfólios imobiliários, seguindo uma política de “buy and manage” (comprar e gerir) - esse gerenciamento estaria ligado a uma gestão externa dos investimentos imobiliários, através da utilização do canal indireto de compra de imóveis.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como procurou demonstrar esse trabalho, a literatura que trata do fenômeno da financeirização permite relacionar as mudanças que passaram os fundos de pensão, tanto no modo como enxergam resultados e metas, como na forma que realizam investimento e gestão do patrimônio imobiliário, com o processo de financeirização do urbano, marcado pela participação de agentes financeiros que, ao facilitarem o ciclo de realização da mercadoria imóvel, acabam construindo "geografias de investimentos financeiro" (Sanfelici, D.; Halbert, L., 2018) por selecionarem condições e elementos próprios do espaço urbano que facilitam a geração de mais-valia.

(...) investidores estão, agora, comprando propriedades pelas suas características financeiras ao invés do seu potencial no interior da malha urbana, desse modo acabam simulando/enganando os benchmarks, concentrando investimentos em localizações selecionadas e criando um efeito manada² (Henneberry & Roberts, 2008; Lizieri & Pain, 2014 *apud* Van Loon & Aalbers, 2017)

Os fundos de pensão estudados pela bibliografia internacional (Theurillat *et al.* (2010); Van Loon & Aalbers, 2017) têm conduzido investimentos no mercado imobiliário comercial que resultam em diversificação espacial limitada em certas áreas, urbanas e metropolitanas, e certos tipos de segmentos, residencial e comercial. A hipótese que sustentavam Theurillat *et al.* (2010) era de que os diferentes canais de investimento no mercado imobiliário realizado pelos fundos de pensão suíços resultariam em diferentes impactos no ambiente urbano construído - a preferência pelo canal indireto de investimento, muito relacionada com o contexto de economia financeirizada que objetiva atender as expectativas do capital financeiro, favoreceria certos tipos de espaço, certos tipos de atores e certos tipos de investimentos no mercado imobiliário.

No Brasil, a preferência pelo canal indireto ou financeiro já se mostrava uma melhor opção na visão das EFPCs³ e em maio de 2018, o CNM veio confirmar um movimento já assistido nas experiências internacionais: o investimento indireto em mercado imobiliário. A Resolução nº 4.661 de 25 de maio de 2018, dispõe a respeito das diretrizes de aplicação dos recursos das EFPC destinados para o pagamento dos planos de aposentadoria. As novas regras colocadas pelo

² Tradução da autora.

³ OPÇÃO das EFPCs é por investimentos indiretos em imóveis. Revista Fundos de Pensão da ABRAPP, São Paulo, n. 337, 0. 15-17, fev. 2008.

Conselho Monetário Nacional visam “simplificar o processo decisório, reduzir riscos de potenciais conflitos de interesse e fortalecer controles internos.” (UOL ECONOMIA, 2018).

Além de estabelecer critérios de responsabilização dos envolvidos pela gestão da carteira de investimento dos planos, medida essa que visa dirimir uma série de escândalos recentes envolvendo irregularidades nos fundos de pensão, a resolução estabelece novos marcos que serão centrais nas próximas pesquisas destinadas a contribuir com o debate da atuação dos fundos de pensão no meio ambiente urbano construído. Os fundos de pensão brasileiros ficam, a partir da publicação da resolução, proibidos de investir diretamente em imóveis, podendo realizar somente aportes em instrumentos como fundos de investimento imobiliários (FII), certificados de recebível imobiliário (CRI) e cédulas de crédito imobiliário (CCI). Além de eliminar a possibilidade de investimento direto na compra de imóveis, houve um aumento significativo de 8% para 20% no limite para investimento no segmento imobiliário utilizando o canal indireto.

A mudança regulatória que versa sobre o investimento no mercado imobiliário dos fundos de pensão brasileiros mostra a relevância de se analisar qual o impacto de conduzir somente investimentos pelas vias indiretas/financeiras. Apesar da alta concentração de investimentos dos fundos de pensão brasileiros não estar alocada no mercado imobiliário, torna-se relevante compreender o papel dos fundos de pensão como investidores nesse setor e o impacto desse investimento na cidade e na configuração do espaço urbano construído, já que “(...) há surpreendentemente pouco conhecimento produzido a cerca de como os objetivos financeiros vieram a dominar e modificar as estratégias de investimento dos investidores institucionais e como isso afeta o espaço urbano construído” (Van Loon & Aalbers, 2017).

6 REFERÊNCIAS

AOYAMA, Y.; MURPHY, J., T.; HANSON, S. **Key Concepts in Economic Geography**. Califórnia: Sage Publications Ltd, 2010. 278p.

CLARK, G. L. **Pension fund capitalism: a casual analysis**. Geografiska Annaler, 80b, p. 139 - 157, 1998.

CLARK, G. L. Pension systems: a comparative perspective. **Mainsfield Rc.**, Oxford, 2000.

FIX, M. **São Paulo cidade global: fundamentos financeiros de uma miragem**. São Paulo: Boitempo, 2007. p. 191.

FRENCH, S.; LEYSHON, A.; WAINWRIGHT, T. Financializing space, spacing financialization. **Progress in Human Geography**, V. 35: 6, p. 798 - 819, 2011. Disponível em: <<https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0309132510396749?journalCode=phgb>>, acesso em 20 de junho de 2019.

GRUN, R. Fundos de pensão no Brasil do final do século XX: guerra cultural, modelos de capitalismo e os destinos das classes médias. **Revista Mana**, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, 2003. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0104-93132003000200001>, acesso em 18 de janeiro de 2019.

HALBERT, L.; ATTUYER, K. Introduction: The financialisation of urban production: Conditions, mediations and transformations. **Urban Studies**, V. 53, nº 7, p. 1347 - 1361, 2016. Disponível em: <<https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0042098016635420?journalCode=usja>>, acesso em 20 de junho de 2019.

HALBERT, L.; HENNEBERRY, J.; MOUZAKIS, F. The financialisation of business property and what it means for cities and regions. **Regional Studies**, V. 48, nº 3, p. 547-550, 2014.

HEALEY, P.; BARRETT, S. M. Structure and agency in land and property development processes: some ideas for research. **Urban Studies**, V. 27, nº 1, p. 89 - 104, 1990. Disponível em: <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.903.8736&rep=rep1&type=pdf>>, acesso em 20 de junho de 2019.

JARDIM, M. A. C. **A Natureza social das finanças: fundos de pensão, sindicalistas e recomposição das elites**. Bauru, SP: Edusc, 2011. p. 230.

KLINK, J.; BARCELLOS DE SOUZA, M. Financeirização: conceitos, experiências e a relevância para o campo do planejamento urbano brasileiro. **Caderno Metr pole**, v. 19, n. 39, p. 379 - 406, 2017.

MARQUES, E. De volta aos capitais para melhor entender as políticas urbanas. **Novos Estudos CEBRAP**, Edi o 105, V. 35, n  2, 2016.

MARQUES, R. M.; NAKATANI, P. A finança capitalista: a contribui o de Francois Chesnais para a compreensão do capitalismo contemporâneo. **Revista Economia Ensaio**s, v. 24, n. 1, 2010.

PEREIRA, P. C. X. Preço e valor na financeiriza o da produ o do espaço. In: PEREIRA, A; RUA, J.; MATTOS, R. (Org.) **O espaço e a metropoliza o: cotidiano e a o**. Rio de Janeiro: Consequência Editora, 2017.

RIECHE, F. C. Gestão de riscos em fundos de pensão no Brasil: situação atual da legislação e perspectivas. **Revista BNDES**, v. 12, n. 23, p. 219 - 242, 2005.

ROLNIK, R. **Guerra dos lugares: a colonização da terra e da moradia na era das finanças**. São Paulo: Boitempo, 2015. p. 424.

RUFINO, M. B.; PEREIRA, P. C. X. Segregação e produção imobiliária na metrópole latino americana: um olhar a partir da cidade de São Paulo. In: LENCIONE, S.; VIDAL-KOPPMAN, L; HIDALGO, R; e PEREIRA, P. (Org.) **Transformações sócio-territoriais nas metrópoles de Buenos Aires, São Paulo e Santiago**. São Paulo: FAUUSP, 2011. P. 65 – 84.

RUFINO, M. B. C. Financeirização do imobiliário e transformações na produção do espaço. In: PEREIRA, A; RUA, J.; MATTOS, R. (Org.) **O espaço e a metropolização: cotidiano e ação**. Rio de Janeiro: Consequência Editora, 2017.

SANFELICI, D.; HALBERT, L. Financial market actores as urban policy-makers: the case of Brazil's Real Estate Investment Trusts. **Urban Geography**, V. 40, nº 1, p. 83-103, 2018. Disponível em: < DOI: 10.1080/02723638.2018.1500246>, acesso: 20 de junho de 2019.

SAUVIAT, C. Os fundos de pensão e os fundos mútuos: principais atores da finança mundializada e do novo poder acionário. In: CHESNAIS, F (Org.). **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências**. São Paulo: Boitempo Editorial, 2005.

THERET, B. O debate crítico francês sobre os fundos de pensão na virada do terceiro milênio. In: JARDIM, M. C. (Org.) **A Natureza social das finanças: fundos de pensão, sindicalistas e recomposição das elites**. Bauru, SP: Edusc, 2011.

THEURILLAT, T.; CORPATAUX, J.; CREVOISIER, O. Property Sector Financialization: The Case of Swiss Pension Funds (1992 - 2005). **European Planning Studies**, V. 18, nº 2, p. 189 - 212, 2010.

UOL ECONOMIA. CMN muda regras de investimento de fundos de pensão e restringe limites para aplicações em renda fixa - Notícias. Sao Paulo: Grupo Uol, 2018. Disponível em: < <https://economia.uol.com.br/noticias/reuters/2018/05/25/cmn-muda-...-de-pensao-e-restringe-limites-para-aplicacoes-em-renda-fixa.htm>> Acesso em: 28 de maio de 2018.

VACCARO, S, B. **Fundos de pensão: um caminho socioeconomicamente viável?**, 2009. p. 174. Dissertação (Mestrado em Ciências Jurídicas e Econômicas) - Universidade Federal do Espírito Santo, Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas. Disponível em: <http://periodicos.ufes.br/argumentum/article/view/25>. Acessado em: 05 de junho de 2018.



VAN LOON, J.; AALBERS, M. B. How real estate became ‘just another asset class’: the financialization of the investment strategies of Dutch institutional investors. **European Planning Studies**, V. 25, nº 2, p. 221-240, 2017.

ZANETTE, F. R.; LAHORGUE, M. L. Os fundos de pensão e a cidade: o estudo de caso da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI). In: XVII ENAMPUR, **Anais produção e gestão do espaço urbano, metropolitano e regional**. São Paulo: 2017. Disponível em: <
http://anpur.org.br/xviienanpur/principal/publicacoes/XVII.ENANPUR_Anais/ST_Sessoes_Tematicas/ST%203/ST%203.9/ST%203.9-05.pdf>. Acesso em: 20 de junho de 2019.