

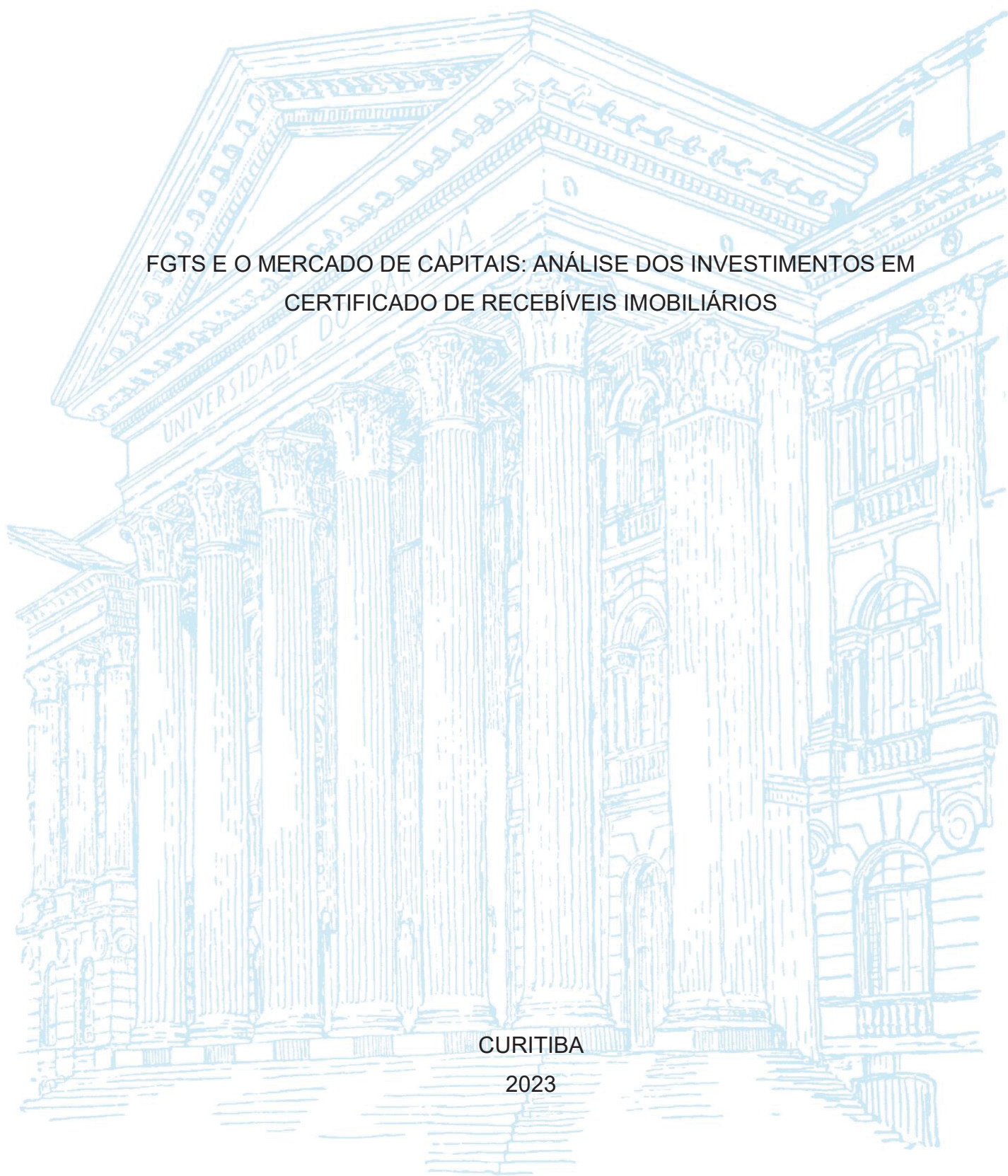
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

LILIAN CESTARO

FGTS E O MERCADO DE CAPITAIS: ANÁLISE DOS INVESTIMENTOS EM
CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS

CURITIBA

2023



LILIAN CESTARO

FGTS E O MERCADO DE CAPITAIS: ANÁLISE DOS INVESTIMENTOS EM
CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas, no Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Políticas Públicas.

Orientador: Prof. Dr. José Ricardo Vargas de Faria

CURITIBA

2023

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SISTEMA DE BIBLIOTECAS – BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS

Cestaro, Lilian

FGTS e o mercado de capitais : análise dos investimentos em certificado de recebíveis imobiliários / Lilian Cestaro. – Curitiba, 2023.

1 recurso on-line : PDF.

Texto

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Paraná, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas.

Orientador: Prof. Dr. José Ricardo Vargas de Faria.

1. Política pública. 2. Espaços urbanos. 3. Fundo de garantia do tempo de serviço. 4. Títulos de crédito. I. Faria, José Ricardo Vargas de. II. Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Políticas Públicas. III. Título.

Bibliotecária: Maria Lidiane Herculano Graciosa CRB-9/2008



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
PRÓ-REITORIA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO POLÍTICAS PÚBLICAS -
40001016076P0

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação POLÍTICAS PÚBLICAS da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da dissertação de Mestrado de **LILIAN CESTARO** intitulada: **FGTS E O MERCADO DE CAPITAIS: ANÁLISE DOS INVESTIMENTOS EM CERTIFICADO DE RECEBÁVEIS IMOBILIÁRIOS**, sob orientação do Prof. Dr. JOSÉ RICARDO VARGAS DE FARIA, que após terem inquirido a aluna e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de mestra está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 29 de Maio de 2023.

Assinatura Eletrônica

26/06/2023 15:49:35.0

JOSÉ RICARDO VARGAS DE FARIA

Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica

28/06/2023 17:24:07.0

LUCIANA DE OLIVEIRA ROYER

Avaliador Externo (UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO)

Assinatura Eletrônica

27/06/2023 19:07:16.0

FABIANO ABRANCHES SILVA DALTO

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Avenida Prefeito Lothário Meissner, 632 - CURITIBA - Paraná - Brasil

CEP 80210-170 - Tel: (41) 3360-4354 - E-mail: politicaspUBLICAS@ufpr.br

Documento assinado eletronicamente de acordo com o disposto na legislação federal Decreto 8539 de 08 de outubro de 2015.

Gerado e autenticado pelo SIGA-UFPR, com a seguinte identificação única: 294318

Para autenticar este documento/assinatura, acesse <https://siga.ufpr.br/siga/visitante/autenticacaoassinaturas.jsp> e insira o código 294318

AGRADECIMENTOS

A construção desta dissertação contou com a participação de muitas pessoas que colaboraram direta ou indiretamente no decorrer desta trajetória. Foi um longo caminho até a definição do tema, dos objetivos para a pesquisa e do amadurecimento que trouxe coragem e disposição para enfrentar o desafio para este trabalho.

Ao meu orientador, professor José Ricardo, agradeço pela confiança, pela orientação tranquila, pelo apoio na condução do trabalho, que propiciou que a pesquisa fosse construída de forma leve. Aos demais professores do Programa de Políticas Públicas, meu agradecimento por colaborarem no processo do conhecimento.

À professora Luciana Royer, pelas reflexões e orientações trazidas em aulas, em suas pesquisas e na banca de qualificação, que muito contribuíram para o desenvolvimento do trabalho. Ao professor Fabiano Dalto, pelas sugestões e observações trazidas na banca de qualificação, que foram muito úteis para a elaboração desta dissertação.

Ao Banco do Brasil, pela bolsa concedida, que possibilitou a dispensa parcial para as atividades acadêmicas, permitindo maior dedicação a esta pesquisa. Aos colegas do Banco, pelo apoio. Em especial, agradeço a Fabio Oliveira, meu 'orientador técnico', pela atenção, diálogos, e direcionamento na definição dos objetivos e na orientação sobre como buscar e trabalhar os dados empíricos para a pesquisa.

Aos colegas do Programa, pelos diálogos e discussões, que contribuíram nesta trajetória.

À Neide Prato, revisora do texto, agradeço pelo trabalho e pelas conversas agradáveis durante o processo de revisão.

Aos meus pais, Armando e Maria Amélia, agradeço pelo amor e apoio sempre. Sou grata pelos valores e pela visão crítica de mundo transmitidos desde

minhas primeiras lembranças. Ao meu irmão, Lucas, grande companheiro na vivência acadêmica, agradeço pelos inúmeros diálogos, desde a construção do projeto de pesquisa e no decorrer de toda a caminhada, que contribuíram para aguçar o olhar sobre o espaço urbano. À minha irmã, Giovana, pelo incentivo e apoio.

Aos amigos, agradeço a todos que me incentivaram e torceram por mim nesta trajetória, de modo especial, a Flávio de Macedo, que com enorme paciência e sensibilidade, muito ouviu meus sentimentos que misturaram angústia, ansiedade, preocupação, e alegria ao longo deste período, sempre me tranquilizando e incentivando.

À UFPR, universidade pública, gratuita e de qualidade, que muito contribui para o ensino, a pesquisa e o desenvolvimento do país.

A Deus, pelas oportunidades vivenciadas e força para enfrentá-las.

O meu muito obrigada!

RESUMO

O Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) é um importante instrumento de política pública para a seguridade de trabalhadores e para o financiamento da produção do espaço urbano no Brasil. O aprofundamento do neoliberalismo, que acarreta mudanças na atuação estatal, aprofundamento de medidas de austeridade fiscal e desregulamentação financeira, afeta a produção do espaço urbano. De fato, é possível observar que o entrelaçamento entre capital imobiliário e financeiro, em conjunto com a atuação do Estado, cria condições estruturais para novos arranjos legais e financeiros, tais como o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), com grande atuação no setor imobiliário, e base do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI). O FGTS possui atuação importante nos CRIs através de investimentos de seus recursos nos referidos instrumentos financeiros, favorecendo o crescimento destes últimos. Tal alocação, através do processo do predomínio das finanças nos investimentos urbanos, pode produzir espaços urbanos que aprofundem desigualdades socioespaciais, com a busca pela rentabilidade de ativos, fomentando um circuito financeiro e potencialmente especulativo em detrimento de setores produtivos. Dessa forma, o trabalho analisa os investimentos pelo FGTS, sobretudo em CRIs, no período entre 2001 e 2020, através da análise sobre os termos de securitização dos Certificados adquiridos pelo Fundo, verificando características dos imóveis lastreados a esses instrumentos financeiros, como o tipo de imóveis, a origem dos recursos para os financiamentos, os valores dos imóveis e a distribuição geográfica (esta última, através de uma análise amostral). Há ainda o estudo sobre a instância decisória do FGTS, através da Análise de Conteúdo sobre atas de reuniões do Conselho Curador, buscando verificar justificativas e motivações para as decisões sobre a alocação desses recursos, a relação desses investimentos com a política de desenvolvimento urbano, e a possível prevalência de ações orientadas por interesses privados, que privilegiam o domínio das finanças na economia, a especulação imobiliária e o rentismo.

Palavras-chave: Produção do espaço urbano; Fundo de Garantia por Tempo de Serviço; Certificado de Recebíveis Imobiliários.

ABSTRACT

Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) is an important instrument public policy for the security of workers and for financing the urban space in Brazil. The deepening of neoliberalism, has been undergoing changes in State actions, deepening of fiscal austerity measures, and financial deregulation, affects the production of urban space. In fact, it is possible to observe that the intertwining of real estate and financial capital, together with the actions of the State, creates structural conditions for the new legal and financial arrangements, such as the Certificate of Real Estate Receivables (CRI), with great performance in the real estate sector, and the basis of the *Sistema Financeiro Imobiliário* (SFI). FGTS has an important role in CRIs, through investments of its resources in these financial instruments, favoring the growth of the latter. Such allocation, through the process of the predominance of finance in urban investments, can produce urban spaces that deepen socio-spatial inequalities, with the search for the profitability of assets, fostering a financial circuit and potentially speculative circuit to the detriment of productive sectors. Thus, the paper analyzes the investments by FGTS, especially in CRIs, in the period between 2001 and 2020, through the analysis of the securitization terms of the certificates acquired by Found, verifying characteristics of the real estate backed by these financial instruments, such as the type of real estate, the origin of the resources for financing, the values of the real estate and the geographic distribution (the latter, through of a sample analysis). There is also the study about the decision-making instance of FGTS, through the Content Analysis on minutes of Curator Council meetings, seeking to verify justifications and motivations for the decisions about the allocations of these resources, the relationship of this investments with the urban development policy, and the possible prevalence of actions guided by private interests, which favor the dominance of finance in the economy, real estate speculation and rent-seeking.

Keywords: Production of urban space; FGTS; Certificate of Real Estate Receivables (CRI).

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Estrutura de operação de CRI.....	70
Figura 2 - Imóvel localizado na rua Doutor Gonzaga Machado, Vila Engler, em Bauru	92
Figura 3 - Imóvel localizado na avenida Flacides Ferreira, Balneário Gaivotas, em Itanhaém.....	93
Figura 4 - Imóvel localizado na rua Geroncio Gregorio Silva, Jardim Sonia, em Mauá	93

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Recursos financiamento habitacional - SBPE e FGTS - R\$ bilhões	41
Gráfico 2 - Carteira de investimentos do FGTS - R\$	49
Gráfico 3 - Composição da carteira de Investimentos do FGTS: Títulos públicos federais x demais títulos (%).....	50
Gráfico 4 - Tipos de ofertas de CRI - R\$ milhões	72
Gráfico 5 - Volume de ofertas de CRI no Brasil (R\$ - milhões)	73
Gráfico 6 - Volume de ofertas de CRI no Brasil entre 1999 e 2020 (R\$ - milhões) ...	73
Gráfico 7 - Volume de emissões de CRI no Brasil (R\$ - milhões) e instrumentos legais reguladores	76
Gráfico 8 - Emissões de CRI e aquisições pelo FGTS (R\$ - milhões).....	78
Gráfico 9 - Comparativo entre distribuição de financiamento imobiliários e cedentes de créditos adquiridos pelo FGTS (%).....	82
Gráfico 10 - Distribuição geográfica dos imóveis financiados vinculados ao CRI BS 265	88
Gráfico 11 - Distribuição geográfica dos imóveis financiados vinculados ao CRI BS 313	88
Gráfico 12 - Distribuição geográfica dos imóveis financiados vinculados ao CRI Cibrasec 279.....	89
Gráfico 13 - Distribuição geográfica dos imóveis financiados vinculados ao CRI Gaia 22	90
Gráfico 14 - Distribuição geográfica dos imóveis financiados vinculados ao CRI Gaia 83	90
Gráfico 15 - Percentual de distribuição dos CRIs entre o Sudeste e SP	91
Gráfico 16 - Percentual dos financiamentos nos estados de MG, RJ, SP e DF	94
Gráfico 17 - Distribuição da população urbana no Brasil em 2015 (%).....	95
Gráfico 18 - Déficit habitacional no Brasil em 2019 (%).....	97
Gráfico 19 - Rendimento médio mensal domiciliar <i>per capita</i> (R\$)	98
Gráfico 20 - Fonte de recursos no financiamento imobiliário – R\$ bilhões	100

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Quadro decisório do FGTS.....	38
Quadro 2 - Investimento em saneamento básico no Brasil - R\$ bilhões e percentual do FGTS em relação ao investimento total	41
Quadro 3 - Relação de instrumentos financeiros adquiridos pelo FGTS	45
Quadro 4 - Carteira de investimentos do FGTS (%) entre 2001 e 2007	46
Quadro 5 - Aquisição de ativos financeiros pelo FGTS - R\$	47
Quadro 6 - Mecanismos jurídicos relacionados a CRIs	75
Quadro 7 - Bancos cedentes dos CRIs adquiridos pelo FGTS – em número e porcentagem.....	81
Quadro 8 - Percentual de financiamentos imobiliários entre bancos - 2015.....	81
Quadro 9 - Limites financiamento SFH e legislação	83
Quadro 10 - Valor dos imóveis financiados vinculados aos CRIs adquiridos pelo FGTS.....	84
Quadro 11 - Informações sobre valor dos imóveis e período de contratação dos financiamentos dos CRIs analisados.....	85
Quadro 12 - Informações sobre os CRIs analisados	86
Quadro 13 - Distribuição da localização dos imóveis vinculados aos CRIs analisados	86

LISTA DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

BS Brazilian Securities

LISTA DE SIGLAS

ABECIP	Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNH	Banco Nacional de Habitação
BB	Banco do Brasil
CCFGTS	Conselho Curador do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
CEF	Caixa Econômica Federal
CETIP	Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNF	Confederação Nacional das Entidades Financeiras
CONSIF	Confederação Nacional do Sistema Financeiro
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FGTS	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
FI	Fundos de Investimentos
FI-FGTS	Fundo de Investimento do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
FIDC	Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios
FII	Fundo de Investimento Imobiliário
FCP	Fundação Casa Popular
FVCS	Fundo de Compensação de Valores Salariais
IAP	Institutos Públicos de Aposentadorias e Pensões
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo Especial
LCI	Letras de Crédito Imobiliário
PIB	Produto Interno Bruto
PIS-PASEP	Programa de Integração Social e Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público

PNAD	Programa Nacional por Amostra de Domicílios
SAC	Sistema de Amortização Constante
SBPE	Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SFH	Sistema Financeiro de Habitação
SFI	Sistema Financeiro Imobiliário
SUS	Sistema Único de Saúde

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	14
2 ESTADO E DESENVOLVIMENTO – O FUNDO PÚBLICO.....	20
2.1 PRODUÇÃO DO ESPAÇO URBANO E FINANCEIRIZAÇÃO.....	23
2.1.1 Criação de ativos para a expansão do capital.....	24
2.2 O FUNDO DE GARANTIA POR TEMPO DE SERVIÇO – HISTÓRICO E CRIAÇÃO.....	30
2.2.1 Gestão e instância decisória do FGTS.....	34
2.2.2 A produção do espaço urbano financiado pelo FGTS.....	38
3 ANÁLISE SOBRE OS INVESTIMENTOS DO FGTS.....	44
3.1 DIVERSIFICAÇÃO DOS INVESTIMENTOS DO FGTS.....	44
3.2 ANÁLISE DE CONTEÚDO SOBRE DECISÕES DO CONSELHO CURADOR DO FGTS.....	51
3.3 AQUISIÇÕES DE CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS PELO FGTS.....	69
3.3.1 ESTUDO DE CASO – ANÁLISE SOBRE OS CRIs ADQUIRIDOS PELO FGTS.....	78
4 CONCLUSÃO.....	102
REFERÊNCIAS.....	109
APÊNDICE – IMÓVEIS LASTEADOS AO CRI BS SÉRIE 265.....	124

1 INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, vem se intensificando o predomínio das finanças sobre o capital produtivo na economia mundial e o Brasil se insere na década de 1990 no processo de financeirização global.

No contexto do avanço do neoliberalismo, a forma de atuação do Estado é alterada. Os chamados países em desenvolvimento, guiados por organismos internacionais, como o Banco Mundial, passam a promover medidas de desregulamentação financeira e mudanças da atuação do Estado em financiamentos, através da adoção de forte ajuste fiscal, reformas neoliberais, objetivando criar condições favoráveis à atuação de instituições privadas.

Na produção do espaço urbano, novas formas de arranjo do capital e de financiamento do espaço urbano ocorrem, caracterizadas pelo predomínio da lógica financeira e alterações da atuação estatal, sendo pertinente a análise do tema pela vertente das Políticas Públicas, através do enfoque sobre a questão do funcionamento do Estado, o entrelaçamento das esferas pública e privada, através de agentes empresariais e financeiros, nos mecanismos governamentais, arranjos entre Estado, capital imobiliário e financeiro, podendo haver uma tendência à produção de políticas públicas que não buscam necessariamente amenizar desigualdades espaciais e sociais no Brasil.

No âmbito do fundo público – conceito trazido por Francisco de Oliveira (1998), o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) torna-se um ativo importante nesse processo. De fato, desde a década de 2000, tem ocorrido uma diversificação dos investimentos de seus recursos em diferentes papéis do mercado de capitais, atrelados à base imobiliária. Tais ações, a partir de resoluções do Conselho Curador (gestor do Fundo), tiveram a justificativa de buscar uma maior rentabilidade para os recursos e propiciar geração de empregos, a partir do direcionamento de recursos para o fomento à construção civil. É possível verificar a aproximação dessa retórica com o alinhamento dos agentes políticos ao neoliberalismo, que leva à redução de recursos para investimentos estatais, ao aprofundamento de medidas de austeridade fiscal, a desregulamentação estatal em diversas áreas, e ao discurso da busca pela atração de investimentos da iniciativa privada. No entanto, sendo o FGTS uma importante fonte de financiamento de moradia e infraestrutura urbana no país, e considerando a enorme desigualdade

social e econômica brasileira, refletida na disparidade do espaço urbano e na infraestrutura entre regiões, o processo do predomínio das finanças nos investimentos urbanos, com a busca pela rentabilidade de ativos, tende a produzir espaços urbanos que podem aprofundar desigualdades socioespaciais. Além disso, os recursos podem não ser direcionados ao investimento de setores produtivos, mas apenas à alimentação do circuito financeiro e especulativo. Dessa forma, pode estar havendo um enfraquecimento de políticas públicas direcionadas à universalização de direitos como habitação e saneamento básico, sendo as ações do Estado orientadas por interesses que privilegiam a valorização especulativa e o rentismo. Assim, é importante a análise sobre o direcionamento dos investimentos dos recursos do FGTS, verificando-se os mecanismos e as justificativas dos atores envolvidos (membros do Conselho Curador do Fundo) para a realização desses investimentos, bem como a apuração de quais tipos de financiamentos estão relacionados com os recursos canalizados pelo Fundo, quem são os beneficiados (setores econômicos e agentes financeiros), quais as disputas envolvidas, de forma a verificar possíveis reflexos de tais aspectos na política de desenvolvimento urbano no país.

A hipótese da pesquisa é que a alocação dos recursos do FGTS em ativos financeiros do mercado de capitais vinculados ao setor imobiliário tem resultado no direcionamento do Estado para ações orientadas por interesses privados, que privilegiam a economia financeirizada, a especulação imobiliária, o rentismo e o enfraquecimento de setores produtivos da economia. A partir desse pressuposto, a pesquisa terá como objetivo geral analisar o processo de financeirização do FGTS, a partir do estudo do aporte de recursos do Fundo em diferentes papéis do mercado financeiro, em particular em CRI, desdobrando-se nos seguintes objetivos específicos:

1. Identificar em quais ativos financeiros vem sendo investidos os recursos do FGTS no período de 2001 a 2020, bem como a distribuição dos volumes entre eles;
2. Identificar as justificativas do Conselho Curador que embasam os investimentos dos recursos do FGTS no mercado de capitais, buscando mapear os segmentos dos empreendimentos beneficiados a partir dos

recursos internalizados pelo Fundo, tendo como detalhamento os valores direcionados aos Certificados de Recebíveis Imobiliários;

3. Analisar o escopo dos investimentos em Certificados de Recebíveis Imobiliários e a sua relação com a política de desenvolvimento urbano.

A metodologia de pesquisa se dá a partir da análise de fonte bibliográfica e análise documental. A pesquisa bibliográfica envolve discussão teórica relacionada à teoria de Estado, à economia política da urbanização, abordando referências ao processo de acumulação capitalista, à atuação do Estado como indutor de investimentos, à atuação do conceito de fundo público, à produção do espaço urbano, ao neoliberalismo e mudanças no papel do Estado, para se chegar à discussão, na contemporaneidade, sobre o processo imbricado de produção do espaço urbano através dos setores imobiliário e financeiro, às novas formas de financiamento urbano e a criação de ativos para a expansão e circulação do capital e seus desdobramentos na produção do espaço urbano. Tal discussão ocorre a partir de obras clássicas de autores como Lefebvre e Harvey, e trabalhos recentes de autores como Paulani (2011), Fix (2011), Klink e Souza (2017) e Royer (2009; 2016). Também é trazida a discussão sobre o conceito de fundo público, através da abordagem de Francisco de Oliveira e Behring e a contextualização sobre o FGTS, mostrando o histórico de criação, seu funcionamento através da instância decisória, e a importância do Fundo como financiador de políticas públicas nas áreas de habitação, saneamento e infraestrutura, no país.

A pesquisa documental aborda mudanças estruturais e legais que ocorreram no sistema financeiro brasileiro a partir da criação do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), em 1997, cuja captação de recursos não ocorre através da caderneta de poupança, mas do mercado de capitais, sobretudo o mercado secundário de títulos de crédito e recebíveis imobiliários. Outro aspecto a ser focado é a regulamentação dos créditos vinculados ao SFI, através da securitização de créditos imobiliários, ou seja, operações que envolvem títulos de crédito negociados no mercado secundário. Com o aprofundamento da pesquisa e visando compreender eventuais alterações no funcionamento do FGTS e seu realinhamento junto ao circuito financeiro, delimita-se análise sobre o Conselho Curador do FGTS, através de leis, emissões de decretos regulamentadores, e a leitura e análise de relatórios e atas de reuniões, por meio da metodologia de Análise de Conteúdo. Visa-se assim,

avaliar o funcionamento do Fundo, a gestão dos recursos e a operacionalização dos investimentos em títulos financeiros, sobretudo os Certificados de Recebíveis Imobiliários, observando-se os atores envolvidos, as composições e alterações do Conselho e o viés das decisões. Busca-se analisar, a partir de documentos financeiros do Fundo, como vem ocorrendo o aporte de recursos em diferentes papéis do mercado financeiro, entre o período de 2001 e 2020, e as justificativas dos conselheiros para as respectivas decisões.

Como estudo de caso, é focado o investimento em Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), por ter sido este o primeiro instrumento do mercado de capitais que passou a receber investimentos do Fundo, e pelo fato de o seu funcionamento envolver a securitização de operações financeiras, mecanismo importante no processo da preeminência financeira na produção do espaço urbano. O detalhamento desses investimentos ocorre através de documentos disponibilizados na emissão dos títulos e em relatórios divulgados pelas companhias securitizadoras, para verificar os títulos de crédito adquiridos pelo FGTS. A finalidade é averiguar a origem do crédito dos recebíveis vinculados a esses títulos, analisando-se o perfil dos imóveis lastreados aos financiamentos (origem dos recursos, valores, distribuição geográfica) e possíveis impactos na produção do espaço urbano, além de se analisar a circulação e a valorização do capital envolvidas no processo.

Outra análise é realizada com a comparação sobre a oferta total de CRI disponibilizada pelo mercado de capitais e o volume adquirido pelo FGTS, para buscar verificar a relevância do Fundo como possível indutor desse ativo no mercado financeiro. Tal análise é empreendida através da pesquisa em relatórios e demonstrações financeiras dos resultados periódicos do FGTS e de relatórios disponibilizados pela B3 (Brasil, Bolsa, Balcão)¹, entidade responsável pela centralização e registro de operações financeiras e pela Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), disponíveis nas páginas eletrônicas da B3, da Anbima e de companhias securitizadoras e agentes fiduciários. Os documentos referentes ao FGTS são disponibilizados, através de consulta eletrônica, na página eletrônica do FGTS, bem como nas publicações no Diário

¹ Empresa oriunda da fusão entre Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA) com a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (CETIP), ocorrida em 2017.

Oficial da União (destacando-se neste meio a prestação de contas, demonstrações financeiras, relatórios de ações e resultados, relatórios de auditoria e atas de reuniões do Conselho).

A dissertação se estrutura em três capítulos. Após a introdução, que abrange a metodologia, o capítulo inicial aborda uma revisão bibliográfica do processo de acumulação e valorização do capital na economia capitalista, incluindo a discussão sobre o conceito de fundo público, para tratar das relações do Estado como indutor de desenvolvimento econômico e social. É enfocada a criação de ativos para a expansão e circulação do capital, e seus desdobramentos no financiamento à produção do espaço urbano, discutindo mudanças legais e institucionais ocorridas no mercado de capitais brasileiro que criaram e viabilizaram o funcionamento de novos ativos vinculados ao segmento imobiliário, analisando ainda a atuação do Estado neste processo de desenvolvimento, no Brasil. A seguir, é focado o FGTS como exemplo de um fundo público, sendo tratado seu histórico, mostrando como ocorre seu funcionamento e a instância de decisão, através do Conselho Curador, e a importância do Fundo como financiador de políticas públicas nas áreas de habitação, saneamento e infraestrutura no país, sendo então analisadas as relações entre setor imobiliário e mercado financeiro na produção do espaço urbano sob o avanço da economia neoliberal, a partir do predomínio do campo financeiro. O capítulo seguinte analisa a forma como vêm ocorrendo os investimentos dos recursos do FGTS, com a diversificação de ativos a partir da década de 2000. É mostrado um mapeamento dos investimentos dos recursos entre 2001 e 2020 e uma análise sobre as justificativas e decisões do Conselho Curador para esse direcionamento. Por fim, é realizado um estudo de caso dos investimentos do FGTS em um ativo financeiro, o Certificado de Recebíveis Imobiliários. Através do detalhamento dos recursos alocados pelo Fundo, é feito um mapeamento da origem das emissões desses certificados, mostrando a que segmento se direcionam (residencial, corporativo, infraestrutura), a origem dos recursos nos financiamentos, os valores dos imóveis, a distribuição geográfica, para averiguar possíveis impactos na produção do espaço urbano e sua vinculação com políticas públicas de desenvolvimento urbano. É também feito um comparativo entre o volume total de emissões de CRIs ofertado no país e os valores adquiridos pelo Fundo, buscando averiguar se é possível traçar uma correlação entre a atuação do FGTS e a alavancagem desses ativos no mercado de capitais no Brasil. Assim, busca-se

verificar possíveis implicações desses investimentos nas políticas públicas de desenvolvimento urbano no país. As considerações finais apresentam uma discussão sobre a atuação do Estado na produção do espaço urbano contemporâneo no contexto do neoliberalismo e sua proximidade entre mercado imobiliário e financeiro.

2 ESTADO E DESENVOLVIMENTO – O FUNDO PÚBLICO

No contexto de consolidação da economia capitalista internacional, o Estado tem sido um importante indutor de políticas de desenvolvimento econômico, social e urbano. Após a primeira guerra mundial e a crise de 1929, políticas fomentadas pelo Estado, como o *New Deal*, nos EUA, que se basearam em grandes investimentos em obras de infraestrutura e controle de preços e produção, foram importantes para a reconstrução da economia. Após a segunda guerra mundial, permaneceu a indução a programas de reconstrução e a implantação de infraestrutura, e a constituição do Estado de Bem-Estar Social ou o Estado Providência, que aprofundam a compreensão sobre o papel do Estado no desenvolvimento econômico e nos avanços do capitalismo global, numa fase que perdurou até o início dos anos 1970.

Francisco de Oliveira (1998) analisou o conceito de fundo público e enfatizou sua importância para o desenvolvimento econômico, a partir da análise do período entre 1935 e 1985, com o predomínio do Estado de Bem-Estar Social, nas economias centrais, que surgiu baseado em políticas anticíclicas keynesianas. Nesse contexto, o autor analisou o fundo público a partir do padrão de financiamento constituído:

(...) na sistematização de uma esfera pública onde, a partir de regras universais e pactuadas, o fundo público, em suas diversas formas, passou a ser o pressuposto de financiamento da acumulação de capital, de um lado, e, de outro, o financiamento da reprodução da força de trabalho, atingindo globalmente toda a população por meio dos gastos sociais. (OLIVEIRA, 1998, p. 19-20)

Dessa forma, o fundo público se caracterizou por financiar a acumulação de capital (através de subsídios à produção, recursos à ciência e tecnologia, ao mercado financeiro) e a reprodução da força de trabalho (gastos sociais, serviços públicos e sistemas de proteção social), mostrando-se primordial para o sistema capitalista e o Estado de Bem-Estar Social; caracterizou-se ainda por consistir em um financiamento público abrangente, estável e regrado, ocasionando uma reprodução da força de trabalho que propiciou investimento em progresso técnico, aumento da produtividade, salário indireto e consumo de massa. Assim, o fundo público impulsiona a acumulação do capital, reforçando tanto o financiamento do Estado como o de empresas privadas, propiciando a expansão do mercado de

consumo e a ampliação da base produtiva no financiamento, com subsídios à produção e de infraestrutura, de forma que o fundo se torna então objeto de disputa, entre diferentes agentes, pela captura de seus recursos. Essa disputa pode ocorrer em torno do orçamento público, tanto em relação à arrecadação (decisões sobre tributação, criação de taxas), como ao direcionamento de despesas (grupos beneficiados, empresas que participam do processo, recebendo recursos através de comercialização e serviços prestados).

Ao analisar o fundo público, Behring (2012) relaciona-o à teoria de valor formulada por Marx. Para a autora, é possível uma interpretação contemporânea através dessa teoria, pois a essência do capitalismo continua orientada pela acumulação do capital, sua valorização e pela busca do lucro. Conforme a teoria de valor, o processo de rotação do capital abrange a reprodução social, através da compra do trabalho como mercadoria, e a reprodução do capital. Assim, origina-se a mais-valia, ou seja, a diferença entre o trabalho pago e o trabalho realmente efetivado. A autora considera que o fundo público se forma através de mecanismos compulsórios (como impostos, contribuições e taxas) sobre a mais-valia socialmente produzida, e é apropriado pelo Estado para atuação em diferentes funções.

Rosdolsky (2001), revisitando a obra de Marx, ao analisar a circulação do capital considera que há tempos diferentes entre os estágios de compra e pagamento, havendo a necessidade de acumulação do capital e de entesouramento, para posterior volta ao ciclo. Assim, ganha importância o sistema de crédito, que surge para equilibrar os desiguais tempos de circulação. O autor atribui ao crédito diferentes funções na produção capitalista: retira obstáculos à valorização do capital, acelera o processo de produção e, com isso, cria especulação. De forma análoga, Harvey (2014) analisa que o sistema de crédito é necessário para a produção, circulação e realização de fluxos de capital, mas o fato de envolver diversos ciclos com o mesmo capital, pode contribuir para adquirir características especulativas, convertendo bens ou valores a algo que é irreal. A teoria de Marx contesta a ideia da economia clássica de que há equilíbrio entre oferta e demanda. Para o autor, há constante processo de produção, movido pela busca do lucro e não pela demanda, de forma que ocorrem crises de superprodução. Nesses momentos de crise ocorre o entesouramento, com a transferência de riqueza entre mãos, buscando-se a valorização para o ciclo futuro da produção. Quando isso acontece, para compensar a queda nos ganhos serão buscados instrumentos como aumento da exploração do

trabalho, redução de custos com matérias-primas e aumento da intervenção pública, através de mecanismos como renúncia fiscal e socialização de despesas.

Dessa forma, Behring (2010) salienta que o fundo público cumpre um importante papel no processo de rotação do capital e na gestão de crises, ao contribuir para o desenvolvimento das transformações da mercadoria em dinheiro, seja através de compras realizadas pelo Estado, seja atuando no salário dos trabalhadores e em programas de política social, com transferência de renda. Além disso, a dívida pública também atua no processo, promovendo troca de riqueza social para portadores de juros. A autora se contrapõe, em um aspecto, à análise de Francisco de Oliveira. Para o autor, o fundo público atua como uma condição *ex ante* da reprodução da força de trabalho – uma condição de fatores como progresso técnico, aumento da produtividade e salário indireto propicia elevação do consumo de massa, de forma que o fundo público pode ser considerado antivalor, ou seja, possui pressupostos da reprodução do valor que contém elementos de sua negação, ao considerar que a finalidade do fundo público não é gerar lucros, sendo, portanto, oposta ao conceito de mais-valia. Já para Behring, o fundo atua não como *ex ante* nem *ex post* do processo, mas como fluxo contínuo no processo - num primeiro momento, o excedente se divide em lucros, juros, renda da terra e fundo público, através da apropriação, pelo Estado, de parte do salário captado através de impostos. Num segundo momento, recursos retornam por meio da dívida pública, de compras e contratos estatais, da oferta e regulação do crédito e por diversas relações público-privadas estabelecidas. Assim, o fundo público atua acelerando a rotação do capital. Dessa forma, Behring considera que o fundo não contém elementos de antivalor, pois participa de forma direta e indireta da produção e da reprodução ampliada do valor: ao participar da reprodução da força de trabalho e do capital, o fundo socializa gastos e contribui para agilizar o processo da mais-valia.

No âmbito do Brasil, ainda que sem ter havido o desenvolvimento de um Estado de Bem-Estar de forma completa, como analisam Locatelli (2019), Royer e Oliveira (2021), podemos pensar na importância da atuação do chamado fundo público na indução de investimentos para a industrialização, para a área de infraestrutura e de programas sociais. O Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, que será analisado a seguir, é uma das manifestações do fundo público que bem expressa as contradições apontadas por Oliveira (1998), e evidencia também ser este uma esfera de disputa de seus recursos.

Francisco de Oliveira (1998) aponta que houve um enfraquecimento no papel do fundo público a partir do final da década de 1970, em função de mudanças ocorridas na economia mundial, sendo propagadas críticas aos gastos do Estado de Bem-Estar, considerados excessivos, o que causava alto endividamento público. Para o autor, tal crise foi atribuída à internacionalização produtiva e financeira, que prejudicou o circuito nacional retroalimentado e enfraqueceu a dinâmica do fundo público. De acordo com Behring, (2010), a atuação do fundo público permanece sendo importante, com o neoliberalismo e o Estado mínimo, principalmente em contextos de crises do capitalismo, através da adoção de medidas como renúncia e desoneração fiscal, auxílio a empresas em dificuldades financeiras (com o argumento de proteção de empregos), por meio de parcerias público-privadas e compras estatais, e também através do provento de crédito, visando impedir quedas da taxa de lucros. Dessa forma, vemos que o FGTS, que será estudado de forma ampliada na sessão 2.2, cumpre alguns desses movimentos da dinâmica de atuação do fundo público.

2.1 PRODUÇÃO DO ESPAÇO URBANO E FINANCEIRIZAÇÃO

Paul Singer (2014) relaciona que a formação de cidades ocorreu a partir da acumulação de capital, e à medida que as cidades se firmam como centro de produção, estão inseridas na divisão social do trabalho. Lefebvre (1991), ao analisar o espaço construído, também considera ser este produzido através de relações sociais, havendo nelas relações abstratas que envolvem valor de troca, dinheiro e capital. Abreu (2019) analisa que o capital, para circular ou acumular, passa por profundas transformações espaciais, sendo necessário que a circulação ocorra sem obstáculos que prejudiquem as taxas de retorno dos investimentos, exigindo, assim, a construção de infraestruturas e um espaço produzido compatível com as necessidades próprias da acumulação. Dessa forma, o ambiente construído pode ser considerado produto e condição de existência da acumulação capitalista.

De acordo com Lefebvre (1991, p. 127), a produção do espaço urbano é moldada por condições impostas pelo Estado e por instituições que o compõem e o organizam a partir de suas exigências.

No contexto do neoliberalismo, Harvey (2005, p. 32) menciona que a estrutura do Estado se caracteriza por moldar arranjos institucionais favoráveis à

garantia da propriedade privada e ao funcionamento do livre mercado, contribuindo para a formação de um clima favorável de negócios e de ações que não restrinjam a acumulação do capital, além de serem adotadas medidas que resultam em alterações na atuação do Estado, abrindo espaço para a iniciativa privada atuar. No âmbito da produção do espaço urbano na contemporaneidade, essa atuação pode ocorrer através de parcerias público-privadas, concessões e operações consorciadas. Para isso, novos arranjos do capital ocorrem, sob o arcabouço de condições legais e institucionais criadas pelo Estado, havendo o predomínio da financeirização na economia, ou seja, a busca pelo lucro através de atividades financeiras e não de atividades produtivas. Chesnais (2002) considera que:

sob o regime de acumulação com dominação financeira, (...) a forma de capital que se valoriza sob a forma de aplicação financeira e que provém da repartição de lucro das empresas apresenta-se como a fração dominante do capital, aquela que tem condição de comandar as formas e o ritmo da acumulação. (CHESNAIS, 2002, p. 2)

Para Klink e Souza (2017), o processo de financeirização mobiliza diversas escalas, agentes (financeiros e não financeiros; públicos e privados) e institucionalidades no processo da economia. Dessa forma, espaços em diferentes locais e escalas, através de diversos agentes envolvidos na produção do espaço urbano (Estado e empresas privadas de diferentes segmentos, como construtoras, incorporadoras, agentes financeiros e consultorias) são moldados através do processo de financeirização.

2.1.1 Criação de ativos para a expansão do capital

Harvey (2013, p. 180), ao analisar os ciclos do capital e o retorno da mais-valia como capital, indica que o capital está em constante movimento e em busca de expansão. Dessa forma, verificamos que no setor imobiliário as configurações de financiamento se alteram e os arranjos do capital também, sempre buscando sua valorização. Paiva (2006, p. 47) aponta a ocorrência de inovações financeiras e de instrumentos que permitem ao capital financeiro explorar o mercado imobiliário. Tais mudanças econômicas e financeiras foram alicerçadas a partir da desestruturação do acordo de Bretton Woods, na década de 1970, que, entre outras medidas, acabou com a conversibilidade entre ouro e dólar, fortalecendo a moeda norte-americana, e induziu a redução do poder do Estado e de investimentos estatais.

Essas medidas conduziram a economia mundial a um novo padrão de acumulação, baseado nas finanças especulativas. De acordo com Paulani (2011), tais ações provocaram uma crise de sobreacumulação do capital e o choque do petróleo, que resultou em aumento do endividamento externo na América Latina. Nesse contexto, nosso país recebe transferências de capital, através de empréstimos. O Brasil, de acordo com Volochko (2007) e Paulani (2011), promove ajustes no sistema financeiro, buscando atrair investimentos financeiros externos e se inserir no processo econômico mundial, com maior domínio das finanças. Na década de 1990 é realizada a securitização da dívida pública brasileira, que possibilitou também a participação de investidores externos, além de serem promovidas reformas neoliberais, tendo a política macroeconômica com base nos juros altos, no controle de gastos públicos e no câmbio flutuante, consolidando, de acordo com Paulani (2011), a inserção da economia brasileira no processo de financeirização mundial, havendo o predomínio do rentismo e tendo como uma consequência a desindustrialização e a dependência do fluxo de capitais baseados na especulação financeira. Assim, um novo padrão de acumulação é criado, através da apropriação e da valorização da riqueza em um ambiente especulativo, baseado em posições do mercado imobiliário, no mercado financeiro e em transações comerciais, com a substituição de bens tangíveis por ativos financeiros. O volume de emissões no mercado de capitais, no Brasil, vem apresentando um forte crescimento, nas últimas décadas, o que corrobora o domínio financeiro da economia brasileira. De acordo com dados da Anbima, em 1997 o valor de emissões nesse mercado correspondeu a R\$ 19,3 bilhões. Já em 2022 o volume chegou a R\$ 543,8 bilhões, fortalecendo a financeirização econômica. Como comparativo para dimensionar essa grandeza, o orçamento público federal aprovado em 2022 correspondeu a R\$ 4,8 trilhões, o que equivale a menos de nove vezes o volume de emissões no mercado de capitais. Outro dado que mostra o dinamismo desse mercado é o fato de que em 1997 as emissões ocorriam através de quatro instrumentos financeiros, enquanto em 2022 foram mensuradas treze modalidades, o que comprova que o capitalismo está sempre se inovando e buscando expandir seus limites.

Carlos, Volochko e Alvarez (2015, p. 8) apontam o surgimento de uma dinâmica espacial do capitalismo contemporâneo, que abre um novo regime de acumulação, o financeiro, impondo assim mudanças assumidas pelas cidades, que passam a reproduzir não mais as condições necessárias para a acumulação do

capital no espaço urbano, mas a reproduzir diretamente o capital por meio da reprodução do espaço urbano. Sob esse viés, no Brasil são implementadas ações, nas décadas de 1990 e 2000, que visaram incentivar a acumulação do capital e o financiamento privado no espaço urbano.

No âmbito do sistema imobiliário no Brasil, várias mudanças ocorrem. Após a extinção do Banco Nacional de Habitação (BNH), em 1986, que centralizava e coordenava o financiamento habitacional no país, a política habitacional e de desenvolvimento urbano passa a ser formulada pelo Ministério do Desenvolvimento Urbano e Meio Ambiente, e controlada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e pelo Banco Central. Conforme decreto-lei nº 2.291/86, é atribuído ao CMN “orientar, disciplinar e controlar o Sistema Financeiro da Habitação”. Uma publicação do Ministério das Cidades, em 2004, com o objetivo de promover debates sobre políticas e propostas formuladas pelo então recente Ministério, considera como válida e necessária a fiscalização exercida pelo Banco Central no sistema imobiliário, mas aponta que pode haver uma desarticulação na aplicação dos recursos com a formulação da Política Nacional de Habitação. (MINISTÉRIO DAS CIDADES, 2004, p. 23). Royer (2009) também considera que essa estrutura enfatiza o caráter da política monetária no crédito imobiliário. Bonates analisa que, após a extinção do BNH, a política habitacional sofreu reestruturações, “para se adequar à nova ordem mundial da política de formato neoliberal” (BONATES, 2007, p. 54), de forma que a política habitacional federal foi enfraquecida, passando a haver programas habitacionais coordenados pelo governo federal, desarticulados entre si.

O Sistema Financeiro de Habitação (SFH), que emoldura o financiamento imobiliário e possui os recursos compostos pelo Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE) e pelo FGTS, são transferidos para a Caixa Econômica Federal (CEF) e o setor habitacional sofre reformulações. O Conselho Monetário Nacional passa a normatizar limites de aplicação e exigibilidade dos recursos da caderneta de poupança aplicados em financiamentos imobiliários. Em 1988, a Resolução CMN nº 1.466 determina que 65% dos recursos da poupança sejam aplicados em financiamentos imobiliários, a chamada exigibilidade ou o “mapa 4”².

² O direcionamento de recursos para fins imobiliários pelas instituições financeiras é comprovado através de registro no Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro (Cosif), em ambiente eletrônico, chamado “mapa 4”.

Desse percentual, 80% deve ser direcionado para financiamentos com limite do valor dos imóveis financiados e com taxas controladas pelo SFH, e o restante em financiamentos do SFH direcionados a livres taxas e valores.

De acordo com Royer (2016), nesse período ocorrem disputas de bancos comerciais pela captação de recursos de poupança voluntária, fonte para o financiamento imobiliário, havendo uma pressão pelos bancos comerciais para que o Banco Central promovesse a desregulamentação do mercado nesse setor. Na conjuntura mundial houve recomendações, de entidades ligadas ao capital imobiliário, de ações necessárias por parte do governo brasileiro para que o mercado de títulos imobiliários fosse alavancado, além de haver argumentos de que o SFH estava saturado e não teria condições de suprir a demanda habitacional no Brasil.

Nesse contexto é criado, em 1997, o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI). De acordo com Fix (2011, p. 128), a inspiração para esse sistema é o modelo norte-americano, baseado na securitização de hipotecas. Já o modelo brasileiro busca compor os recursos através da captação no mercado secundário de títulos de créditos e recebíveis imobiliários, como por exemplo o Certificado de Recebíveis Imobiliários e as Letras do Crédito Imobiliários (que serão definidos na sessão 3.1 desta dissertação). Portanto, diferentemente do SFH, em que a origem dos recursos ocorre através de um fundo direto ou obrigatório como a poupança, os recursos do modelo citado são captados através do mercado de capitais.

Junto com a criação do SFI, em 1997, são promovidas mudanças legais e estruturais para viabilizar esse sistema. Shimbo (2010) aponta a criação de outras leis que objetivaram dar segurança jurídica ao mercado imobiliário privado – a lei nº 10.931/04, conhecida como Lei do Patrimônio de Afetação, que determina que construtoras e incorporadoras não considerem em seus ativos os recursos financiados de empreendimentos, para evitar que compradores sejam prejudicados no caso de eventual falência da empresa construtora ou, ainda, que ocorra a transferência de capital de uma mesma empresa entre empreendimentos. A autora menciona que isso faz com que ocorra uma indução ao processo de financeirização a empresas do setor, pela necessidade de captação de recursos externos para a incorporação e a construção de empreendimentos, o que leva as empresas recorrerem a instrumentos financeiros de securitização e à abertura do seu capital na bolsa de valores, para obtenção de crédito.

Outro instrumento alterado visando promover condições para impulsionar o mercado de títulos imobiliários, de acordo com Royer (2009), é a adoção da alienação fiduciária nos financiamentos imobiliários. Diferente da hipoteca, em que a posse e o domínio ficam com o mutuário, na alienação o mutuário detém apenas a posse, o que facilita a execução dos imóveis em casos de inadimplência, reduzindo prazos e facilitando a forma de retomada, que não necessita de ação judicial, o que garante segurança jurídica aos credores. Mais uma alteração apontada pela autora é a lei nº 11.196/05 que, entre outras ações, padroniza índices nos contratos de compra e venda de imóveis, o que facilita a securitização dos títulos e reduz e isenta imposto de renda para pessoas físicas em alguns investimentos.

Como apontado, a captação de recursos no SFI advém do mercado de capitais, sobretudo o mercado secundário de títulos de crédito e recebíveis imobiliários, ou seja, ativos negociados no mercado secundário a partir das emissões primárias. A lei nº 9.514/97, que cria o SFI, também regulamenta a securitização de créditos imobiliários. O processo de securitização é definido por Paiva (2007) como um mecanismo que transforma ativos com pouca liquidez em ativos negociáveis e com maior liquidez para investidores, através da negociação sobre direitos de propriedade e rendimentos sobre os ativos imobiliários. Dessa forma, a lei regulamenta operações que envolvem títulos de crédito negociados por companhias securitizadoras, tendo por finalidade alavancar recursos. Outro aspecto elencado no processo de securitização é o de que a divisão de operações entre diferentes instituições financeiras ocasiona dispersão de risco sistêmico no sistema financeiro. Royer (2009) contesta tal visão, uma vez que a grande dispersão de operações no mercado financeiro pode camuflar dívidas com maior risco em instituições com menos regulação, o que pode contribuir para crises sistêmicas. A crise financeira de 2008 é um exemplo de tal situação.

Através dessas mudanças legais, são criados instrumentos financeiros para a captação de recursos, como o Fundo de Investimento Imobiliário (FII) e o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), que consistem em títulos de créditos referentes a promessas de pagamentos vinculados a ativos imobiliários. As empresas detentoras do crédito cedem seus recebíveis para companhias securitizadoras (responsáveis pela comercialização no mercado secundário), buscando antecipar o recebimento dos créditos, e as securitizadoras emitem os CRIs e os disponibilizam para comercialização no mercado de capitais. De acordo

com Royer (2016), esses instrumentos financeiros fazem o elo entre o mercado de capitais e o mercado imobiliário. Volochko (2007) considera que para os investidores a securitização desses instrumentos é vantajosa, pois permite o fracionamento de cotas e a diminuição de valores mínimos de investimentos, além de reduzir o tempo de rotação dos investimentos. Já para as empresas que captam recursos, ela representa maior capital de giro e custo de captação menor do que no sistema financeiro convencional.

Sanfelice (2015, p. 136) aponta contradições nesse processo de acumulação e valorização do capital no mercado imobiliário, em que há procura de ganhos no curto prazo, através de aplicações financeiras, que se baseiam em expectativas fluidas, num setor em que a rotação do capital ocorre de forma mais lenta, após a maturação da produção imobiliária no longo prazo. Harvey (2013, p. 405) aponta que Marx, já no século XIX, alertava sobre perigos da especulação vinculada ao capital portador de juros, atrelando o capital que rende juros à origem de formas insanas e imaginativas. Dessa forma, tais transformações e inovações do capital em novos ativos financeiros que funcionam a partir do pagamento de juros atrelados a ativos imobiliários podem ser consideradas como parte dessa lógica alienada do capital. Além disso, Volochko (2007) aponta que esse processo contribui para a seletividade espacial de investimentos em empreendimentos mais propensos ao retorno do lucro.

Vemos então diversas mudanças legais e estruturais promovidas pelo Estado que visaram ao desenvolvimento do SFI e a alavancagem do mercado de capitais no Brasil. Royer (2016) contesta o discurso liberal que propiciou a criação do SFI, de que o mercado se auto ajusta e que, com condições institucionais favoráveis, investimentos privados acontecem, pois além de mudanças promovidas pelo Estado no sistema financeiro para que fossem minimizados riscos aos investidores privados e que trouxessem condições que favoreçam segurança jurídica a eles, a autora aponta que o FGTS, através da aquisição dos inovadores instrumentos financeiros, foi usado como mecanismo para alavancar o mercado de capitais brasileiro. Portanto, além de mecanismos legais e estruturais, há ações também coordenadas pelo FGTS, que terá sua criação e funcionamento detalhados nas próximas sessões.

2.2 O FUNDO DE GARANTIA POR TEMPO DE SERVIÇO – HISTÓRICO E CRIAÇÃO

Como mencionado, ao longo do último século o Estado tem investido em diferentes áreas, como infraestrutura e programas sociais, no Brasil. O financiamento destes investimentos esteve atrelado a recursos públicos. Neste sentido, a tentativa de organizar uma política de previdência social, durante o governo de Getúlio Vargas, contribuiu com a formação de fundos que, além de custearem as aposentadorias, também se constituíram em fonte para financiamento do desenvolvimento urbano, através de programas de fomento à habitação. Isso porque, em 1931 as caixas de aposentadoria foram autorizadas a utilizar parte de sua receita na construção de imóveis (conforme Decreto 20.464 de 01/10/1931). Dessa forma, a criação dos Institutos Públicos de Aposentadoria e Pensões (IAPs), cujos recursos eram custeados por empregado, empregador e pelo governo (Araújo, 2006), propiciou que os recursos desses órgãos fossem fonte de financiamento ao setor habitacional no Brasil. No entanto, de acordo com Fix (2011), os financiamentos vinculados a esses institutos tiveram um alcance limitado, reduzidos a um pequeno setor de trabalhadores associados aos institutos, pertencentes às classes média e alta, não atingindo a população que mais apresentava carência de moradias.

Em 1946, como tentativa de atender à população de baixa renda, mais carente por moradias, houve a criação da Fundação Casa Popular (FCP), durante o governo Eurico Gaspar Dutra. De acordo com Fix (2011), tal projeto recebeu críticas tanto do setor da construção civil, que preferia que fosse mantido um sistema descentralizado de financiamento, através dos IAPs, como de setores alinhados ideologicamente à esquerda, que o consideraram uma medida populista, visando cooptar a classe trabalhadora beneficiada com os programas. A autora aponta que o alcance desses programas também foi limitado, com um número irrisório de construções, sobretudo devido ao escasso orçamento. Fix analisa que foram construídas 17 mil unidades no país através da FCP, o que representou um número menor do que o montante que havia sido produzido pelos IAPs (Fix, 2011, p. 80). Bonates (2007) analisa que, embora tenha havido provimento de habitação na modalidade de aluguel, tanto pelos IAPs, quanto pela FCP, o atendimento maciço

era voltado para o financiamento de casas próprias, de forma que, esse período contribuiu para a criação da ideologia da casa própria entre a população brasileira³.

Em 1964, durante o governo militar, como nova tentativa de desenvolver uma política habitacional para o país, foi criado o Banco Nacional de Habitação, que se propôs a financiar, além da habitação, o setor de saneamento básico. De acordo com Bonates (2007) e Locatelli (2019), as principais motivações para a criação do BNH foram: atender à demanda de moradias para as classes populares, mobilizar o setor da construção civil e, com isso, gerar empregos. Inicialmente, a fonte de recursos viria do orçamento da União, através da cobrança de 1% sobre a folha de pagamento dos trabalhadores formais e sobre depósitos da Caixa Econômica Federal. A mesma lei que criou o BNH também instituiu o Sistema Financeiro de Habitação (SFH), com a captação oriunda de cadernetas de poupança e de letras imobiliárias, vinculadas aos empréstimos. De acordo com Royer (2016), um ano após a criação desse sistema ainda não havia recursos suficientes para uma escala mínima de produção.

Como nova tentativa de criação de um fundo que garantisse recursos para o financiamento habitacional, em 1966 foi criado o FGTS, cujos recursos seriam captados pelo BNH para o financiamento de habitação a custos mais baixos (remuneração pelo índice da poupança), de modo que fossem oferecidos financiamentos com taxas de juros menores que as do mercado financeiro em geral. Em 1969, através do decreto-lei nº 949, houve a autorização para que os recursos também fossem utilizados no financiamento de obras de saneamento.

O BNH chegou a ser o segundo maior banco do país em volume de recursos. No entanto, segundo Locatelli (2019), até 1973 somente 10% das moradias entregues eram voltadas para habitação de interesse social.

A política habitacional que vigorou no país, através de diferentes programas, entre os anos de 1940 e 1986, conforme analisam Bonduki (1998), Araújo (2008) e Fix (2011), esteve sempre moldada através do crédito habitacional, sendo que o acesso à moradia foi estruturado, a partir de financiamentos ao imóvel próprio, para

³ Entre os autores que analisam a ideologia da casa própria, Blay (1978) afirma ter se dado nos anos 1950 o ponto de consolidação que marca a mentalidade do trabalhador urbano brasileiro com essa questão. Isso porque, no período, o acesso ao emprego era difícil, instável e precário. Assim, a casa própria era vista como uma forma de os trabalhadores se fixarem na cidade, obterem proteção para os momentos de desemprego e a certeza de se ter um teto enquanto se buscava um novo trabalho.

atender aos diferentes segmentos da população, contribuindo para a disseminação da ideologia da casa própria. Bonates (2007, p. 50), apresenta dados que corroboram tal análise: na década de 1940, cerca de 49% da distribuição das moradias particulares correspondiam a aluguel, e 40% a moradias próprias, enquanto o restante correspondia a moradias cedidas ou outros tipos. Já na década de 1980, ocorreu uma inversão: as moradias próprias passaram a corresponder a 60% e os aluguéis a 30%.

Com a desaceleração econômica no país, no final da década de 1970 e início de 1980, e o aumento do desemprego, houve redução da arrecadação do FGTS e crescente inadimplência das operações contratadas com o BNH, enfraquecendo assim o Banco, e levando à sua extinção em 1986. O órgão foi incorporado pela CEF, que passou a administrar os recursos do FGTS.

Conforme mencionado, o FGTS foi criado em 1966, através da Lei Federal nº 5.107 de 13/09/1966 e posteriormente passou a ser regido pela lei nº 8.036, de 11/05/1990. A captação de recursos ocorre através do depósito, pelo empregador, de 8% sobre os salários dos trabalhadores formais, e os recursos são remunerados com juros e correção monetária (atualmente a atualização é de 3% ao ano, mais a Taxa Referencial - TR). Além dos depósitos, contemplam-se como fontes de recursos o retorno sobre operações de crédito, multas, correção monetária e juros moratórios. O Fundo foi criado com uma dupla função. A primeira consiste na criação de uma poupança para assegurar aos trabalhadores a ele vinculados uma indenização, em caso de demissão sem justa causa, e a formação de uma reserva, que pode ser sacada na aposentadoria e em determinadas situações, como a dos portadores de doenças graves, e para a aquisição de imóveis. É importante ressaltar que a partir de 2017 foram autorizadas outras modalidades de resgates, como o saque extraordinário (no valor de até R\$ 1.000) e o saque-aniversário, que é a possibilidade de os trabalhadores sacarem um valor do saldo anualmente, no mês de seu aniversário, conforme estabelecido pela Lei nº 13.932/19. Tais fatos têm sido objeto de questionamentos sobre a sustentabilidade dos recursos do Fundo e uma possível falta de liquidez a longo prazo (Dieese, 2022).

A outra finalidade do Fundo se refere a constituir-se em fonte de recursos para financiar projetos nas áreas de infraestrutura, saneamento e habitação, já que as contribuições regulares garantem a estabilidade de um fluxo interno, e como seus recursos tendem a ficar internalizados por um longo período, permite-se que os

recursos sejam direcionados para investimentos de longo prazo. O Fundo possui em ativos um total de R\$ 613 bilhões, conforme demonstrações contábeis de 2021. Desse total, R\$ 408 bilhões correspondem a operações de crédito e R\$ 205 bilhões a fundos de investimentos, títulos públicos e outros ativos circulantes.

Royer e Oliveira (2021) mencionam quatro formas de atuação do FGTS na economia, que podem ser associadas às funções do conceito de fundo público, trazido por Francisco de Oliveira. A primeira se refere ao financiamento habitacional, vide a relevância do Fundo como financiador de habitação no Brasil, principalmente para as classes médias e média-baixas, em função de oferecer taxas de juros inferiores aos de recursos captados com a caderneta de poupança e, também, através de mecanismos de subsídios nos financiamentos para os estratos sociais com renda mais baixa.

A função de provedor de liquidez na economia vem sendo exercida pelo Fundo de forma mais intensa nos últimos anos, com a possibilidade de saques dos recursos do FGTS pelos trabalhadores. Em 2017, o Conselho Curador, instância decisória do Fundo, autorizou o saque de contas inativas, o que representou cerca de R\$ 44 bilhões liberados. Em 2019 foi autorizada a liberação do saque-aniversário, que significa a liberação equivalente a um salário mínimo no mês de aniversário dos cotistas.

A terceira forma de função relacionada ao fundo público se refere ao amparo à seguridade social dos trabalhadores, nas ocorrências de demissão e doenças graves, o que garante uma segurança aos cotistas assegurada pelo Fundo.

O FGTS tem sido também um importante investidor da dívida pública. Parte significativa do patrimônio do Fundo é alocada em títulos do Tesouro Nacional (22%, em 2021), alimentando a dívida pública, ao passo que parte desses recursos poderia ser direcionada para ampliar o orçamento de Fundo em programas de habitação, infraestrutura e saneamento. Royer e Oliveira (2021) analisam que a dívida pública é um investimento atrativo, por oferecer rentabilidade e baixo risco. Ainda que nas últimas duas décadas estejam ocorrendo mudanças na política de investimentos do Fundo, com uma diversificação de ativos e investimento menor em títulos da dívida ativa, como será analisado no decorrer do trabalho, o FGTS pode ser considerado um investidor importante da dívida pública brasileira.

Dessa forma, vemos algumas características que aproximam o FGTS da atuação do fundo público descrita por Francisco de Oliveira.

2.2.1 Gestão e instância decisória do FGTS

Com a promulgação da Constituição Federal de 1988, o Fundo ampliou sua abrangência a um maior número de trabalhadores, surgindo como uma alternativa à mudança trazida pela Constituição no regime de estabilidade dos trabalhadores, que deixou de ser adquirida após dez anos de vínculo na mesma empresa. O Fundo, que antes era de adesão optativa, passou a abranger todos os trabalhadores regidos pela Consolidação das Leis do Trabalho (inclusive trabalhadores rurais, intermitentes, temporários, avulsos, safreiros, e empregados domésticos). A Constituição também incorporou o FGTS como direito social dos trabalhadores urbanos e rurais, em seu artigo 7º, no Título II – Dos Direitos e Garantias Fundamentais, Capítulo II – Dos Direitos Sociais.

O Fundo é de natureza privada, sob gestão pública, sendo um fundo parafiscal (à parte do orçamento da União), gerido pelo órgão do Poder Executivo responsável pela política de habitação (atualmente o Ministério das Cidades), operacionalizado pela Caixa Econômica Federal, e possui como instância central de decisão um conselho curador, o CCFGTS. As definições das instâncias decisórias e suas responsabilidades são estabelecidas pela lei nº 8.036/1990.

O gestor da aplicação do FGTS (Ministério das Cidades) é responsável por:

- estabelecer critérios para a aplicação de recursos dos programas;
- elaborar orçamentos anuais e planos plurianuais de aplicação dos recursos e submetê-los à aprovação do CCFGTS;
- acompanhar a execução dos programas de habitação popular, saneamento básico e infraestrutura urbana, e definir as metas a serem alcançadas pelos programas;
- subsidiar o Conselho Curador com estudos técnicos para aprimoramento dos programas, e definir metas a serem alcançadas por esses programas.

Ao agente operador (CEF) cabem as seguintes funções:

- centralização dos recursos do Fundo;
- definição de procedimentos operacionais referentes à execução de programas na aplicação de recursos;
- elaboração de demonstrações financeiras;

- definição de normas referentes a procedimentos a serem seguidos por agentes financeiros, empregadores e trabalhadores integrantes do sistema FGTS;
- disponibilização ao Conselho Curador de informações gerenciais do FGTS.

A principal instância de decisão do FGTS é o Conselho Curador, que é responsável, entre outras funções, por:

- estabelecer diretrizes e programas de alocação de recursos;
- acompanhar e avaliar sua gestão econômica e financeira;
- apreciar e aprovar os programas anuais e plurianuais do Fundo;
- aprovar as demonstrações financeiras e seu regimento interno;
- autorizar a aplicação de recursos do Fundo em fundos de investimentos, no mercado de capitais e em títulos públicos e privados;
- divulgar no Diário Oficial da União todas as decisões tomadas pelo Conselho, bem como as contas do FGTS e os pareceres emitidos.

O CCFGTS é composto por representantes de órgãos e entidades do governo federal, de trabalhadores, e de empregadores. Desde sua criação, houve mudanças no número de componentes do Conselho, sendo que a partir de 1988, vem sendo mantida a manutenção da proporção entre os representantes das três instâncias. O Conselho é assessorado pelo Grupo de Apoio Permanente – GAP, que é formado por consultores técnicos vinculados às entidades que participam do Conselho e que deve desenvolver estudos técnicos sobre questões demandadas pelo Conselho, subsidiando o debate de propostas, minutas de votos e resoluções.

Ao longo da formação do Conselho Curador, verifica-se a ocorrência de mudanças na composição entre os órgãos componentes e no número de membros. Quando foi criado, durante a ditadura militar, verifica-se o caráter pouco democrático da entidade – composto por quatro membros, tendo sua formação quase restrita a órgãos do governo federal: representantes do Ministério do Trabalho e Previdência Social, do Ministério Extraordinário para o Planejamento e Coordenação Econômica, a Presidência do BNH, além de um representante das categorias profissionais.

Com o processo de redemocratização no país, em 1988 a composição do Conselho é ampliada, passando a ser regida pelo Decreto-lei nº 2.408. O número de componentes passa a ser catorze, abrangendo, além de representantes do governo

federal, um membro de governo estadual e um de governo municipal, incluindo também a sociedade civil, através de representantes de categorias econômicas e profissionais. Assim, o Conselho passa a ser composto por: representante do Ministério da Habitação, Urbanismo e Meio Ambiente; da Secretaria de Planejamento e Coordenação da Presidência da República; do Ministério da Fazenda; do Ministério do Trabalho; do Ministério da Previdência e Assistência Social; da Caixa Econômica Federal; três representantes de categorias econômicas, três de categorias profissionais; um representante dos Governos Estaduais, e um dos Governos Municipais. A escolha de representantes de categorias econômicas e profissionais é definida através de eleição nas confederações.

Em 2001, ainda sob a gestão de Fernando Henrique Cardoso, há nova ampliação no número de participantes, através do decreto nº 3.101, chegando a dezesseis, sendo oito representantes de entidades do governo federal, quatro representantes de entidades de trabalhadores, e quatro de entidades de empregadores. No entanto, apesar da ampliação no número de componentes, os governos estaduais e municipais perderam participação. Tal fato é mencionado por Rolnik e Klink, que chamam a atenção para a falta de representantes dessas instâncias na “principal arena para definição das diretrizes e dos programas para alocação dos recursos” (ROLNIK e KLINK, 2011, p. 18) na área de infraestrutura, habitação e saneamento básico no país.

Mais uma ampliação entre os membros ocorreu no final do segundo mandato de Luiz Inácio Lula da Silva, em 2009, chegando a vinte e quatro participantes. Os representantes de entidades do governo federal eram vinculados ao Ministério do Trabalho e Emprego (dois representantes), Ministério das Cidades, Casa Civil e Secretaria Geral da Presidência da República, Ministério da Fazenda, Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio, Ministério da Saúde, Ministério dos Transportes, Caixa Econômica Federal, Banco Central, além de seis representantes de entidades de trabalhadores e de empregadores.

Em 2017 um novo decreto (nº 9.116) alterou algumas composições na representação de entidades do governo federal, sem modificar o número total de componentes.

Em 2019, na gestão de Jair Bolsonaro, houve redução no número de participantes, para doze, possuindo assento os representantes dos seguintes órgãos: Ministério da Economia (três membros), Casa Civil da Presidência,

Ministério do Desenvolvimento Regional e Ministério da Infraestrutura; três representantes dos empregadores (Confederação Nacional da Indústria, Confederação Nacional do Sistema Financeiro, e Confederação Nacional do Comércio de Bens Serviços e Turismo). Quanto aos representantes de trabalhadores, não são mais fixadas quais entidades possuem assento, passando a ser representadas as três centrais sindicais com maior índice de representatividade dos trabalhadores. Nessa composição a Caixa Econômica Federal deixou de possuir assento no Conselho.

Em 2021 o Decreto nº 10.905 disciplina a composição atual do Conselho. No entanto, em relação ao que era determinado pelo decreto de 2019, houve alterações apenas na nomenclatura das entidades representativas do governo federal, em função da recriação, por exemplo, do Ministério do Trabalho. Dessa forma, possuem assento os representantes das seguintes entidades⁴: Ministério do Trabalho e Emprego, Casa Civil da Presidência da República, Ministério da Economia (dois representantes), Ministério da Infraestrutura, Ministério das Cidades, três representantes dos empregadores (Confederação Nacional da Indústria, Confederação Nacional do Sistema Financeiro e Confederação Nacional do Comércio de Bens, Serviços e Turismo), não havendo modificações em relação aos membros de entidades representativas de trabalhadores (atualmente representados pela Central Única dos Trabalhadores, Força Sindical e União Geral dos Trabalhadores).

O CCFGTS reúne-se regularmente a cada dois meses, podendo ocorrer convocações para reuniões extraordinárias. As atas são divulgadas na página eletrônica do FGTS e desde fevereiro de 2020, as reuniões passaram a ser gravadas e transmitidas pelo sítio eletrônico. Já as reuniões do GAP ocorrem toda semana, e o conteúdo das discussões não é divulgado externamente.

Desse modo, o processo decisório do FGTS pode ser esquematizado, de forma resumida, de acordo com o quadro a seguir:

⁴ Composição com os Ministérios atuais, após alterações na gestão iniciada por Luiz Inácio Lula da Silva em 2023.

Quadro 1 - Quadro decisório do FGTS

Legislação	Lei nº 8.036/1990 e Decreto nº 99.684/1990
Conselho Curador	Estabelece diretrizes para a aplicação e o investimento de recursos, e a elaboração de propostas orçamentárias
Agente Gestor	Elabora orçamentos anuais e planos plurianuais de aplicação de recursos
Agente Operador	Emite cartas-circulares, centraliza recursos, concede crédito para operações, elabora relatórios gerenciais
Agente Financeiro	Operacionaliza programas de aplicação de recursos

Fonte: Adaptado de Carvalho e Pinheiro (2000).

2.2.2 A produção do espaço urbano financiado pelo FGTS

Conforme mencionado, na concepção original do Fundo, uma parte dos recursos depositados no FGTS é direcionada para programas de financiamento à habitação, ao saneamento básico e à infraestrutura urbana. Cabe ressaltar que nos últimos anos ocorreram mudanças na destinação legal prevista para os recursos do Fundo. Em 2018, ocorre uma mudança na lei que rege o FGTS, através de Medida Provisória nº 848 de 2018, convertida em lei nº 13.778 de 2018, e posteriormente alterada pela lei nº 14.438 de 2022. Assim, os recursos passam a ser também direcionados a operações de microcrédito e a operações de crédito destinadas às entidades hospitalares filantrópicas, às instituições que atuem com pessoas com deficiência, e às entidades sem fins lucrativos que participem do Sistema Único de Saúde (SUS) de forma complementar. Desse modo, a legislação contempla a previsão de aplicação dos recursos da seguinte forma:

- no mínimo, 60% para investimentos em habitação popular;
- 5% para operações de crédito destinadas a entidades hospitalares filantrópicas;
- no mínimo, 5% direcionado a instituições financeiras para operar com microcrédito.

Quanto aos recursos para projetos de saneamento básico e infraestrutura urbana, há menção de que os projetos serão preferencialmente, complementares

aos programas habitacionais, sem haver percentual mínimo de aplicação estabelecido.

Em relação à habitação popular, é importante ressaltar que o conceito de habitação popular é estabelecido pelo Conselho Curador. A partir de julho de 2022, o segmento passou a contemplar famílias com renda de até R\$ 8.000 (conforme Resolução CCFGTS nº 1.040/2022) e valor de avaliação dos imóveis entre R\$ 142.000 (cento e quarenta e dois mil reais) e R\$ 264.000 (duzentos e sessenta e quatro reais) (de acordo com a Resolução CCFGTS nº 1.061 de 2022).

O setor de habitação abrange os programas de Carta de Crédito (Individual e Associativo), Pró-Cotista, Programa de Apoio à Produção de Habitações e Pró-Moradia.

A Carta de Crédito se refere a financiamentos para aquisição de imóveis, lotes e materiais de construção. Enquanto a modalidade individual abrange financiamentos individuais, a modalidade associativa contempla associações de pessoas físicas, agrupadas em sindicatos, cooperativas, entre outras formas. O programa Pró-Cotista se refere a financiamento para a moradia própria de trabalhadores titulares de conta vinculada ao FGTS. O Apoio à Produção de Habitações destina-se ao setor da construção civil para a produção ou comercialização de unidades habitacionais novas. O Programa Pró-Moradia é destinado à população com rendimento familiar de até três salários mínimos e visa à regularização, produção e aquisição de moradias.

Ainda que, desde a criação do FGTS grande volume de seus recursos venha sendo direcionado ao setor de habitação, parcela considerável, nesse setor, concentra-se em segmento da população com rendimento maior (acima de cinco salários mínimos), sendo pouco direcionado para o segmento que apresenta o maior déficit habitacional no Brasil (conforme dados da Fundação João Pinheiro, em 2019, 88% do déficit habitacional se concentrava na faixa de renda de até três salários mínimos). Ainda que houvesse subsídios com recursos do Fundo para o atendimento da população mais carente, em 1998 essa política é reformulada, buscando ampliar o atendimento desse segmento da população, com a concessão de subsídios diretos pelo FGTS, os chamados descontos. A partir dessa reformulação, conforme analisa Locatelli (2019), os subsídios passam a ser contabilizados de forma separada dos demais empréstimos, compondo o orçamento dos programas de habitação popular. O objetivo dos descontos é o de reduzir o valor

da prestação dos financiamentos habitacionais, de forma inversamente proporcional à renda dos beneficiários. De acordo com Locatelli (2019), os valores dos descontos vêm representando cerca de 10% do orçamento total do Fundo.

Na área de infraestrutura urbana, há o programa Pró-Transporte e o Pró-Cidades. O primeiro tem como objetivo “promover a melhoria da mobilidade urbana, da acessibilidade universal, da qualidade de vida e do acesso aos serviços básicos e equipamentos sociais nas cidades brasileiras” (FGTS, 2022). Já o programa Pró-Cidades busca proporcionar ao setor público condições para implantação de projetos integrados, para a melhoria do perímetro urbano.

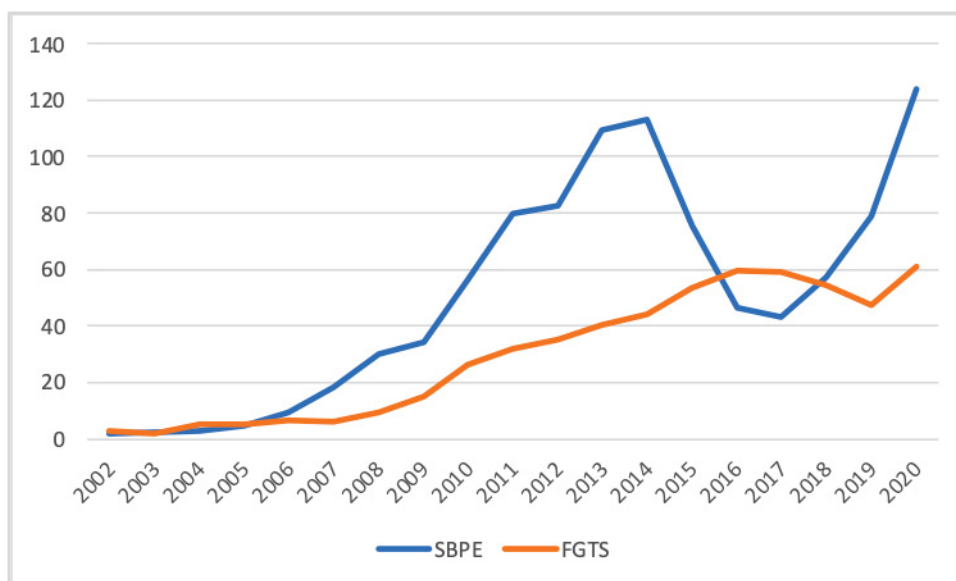
O Programa Saneamento para Todos busca, através do investimento em saneamento, propiciar melhoria das condições de saúde e qualidade de vida da população.

O Programa FGTS Saúde, criado em 2018, consiste em financiamentos para entidades hospitalares filantrópicas e instituições sem fins lucrativos, que atendem pessoas com deficiência e participam de forma complementar do Sistema Único de Saúde (SUS). Há duas modalidades: uma de capital de giro, sem destinação específica para o crédito; e outra que consiste em operações de crédito para reestruturação financeira das entidades beneficiadas.

Quanto ao programa de operações no segmento do microcrédito, instituído em 2022, apesar de haver previsão orçamentária para a destinação a instituições financeiras operarem, ainda não há programa formulado ou mais informações sobre o programa. Como a pesquisa deste trabalho se reporta ao período até 2020, as operações desse segmento não serão analisadas.

Ao longo dos mais de cinquenta anos de existência, o FGTS tem sido importantíssimo na produção do espaço urbano no Brasil. É a maior fonte de recursos para a habitação popular e, em 2016 e 2017, os recursos para o financiamento à habitação superaram os do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE) (vinculados à captação da caderneta de poupança), como mostra o gráfico a seguir.

Gráfico 1 - Recursos financiamento habitacional - SBPE e FGTS - R\$ bilhões



Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados da Câmara Brasileira da Indústria da Construção e de demonstrativos financeiros do FGTS.

Em relação ao financiamento na área de saneamento básico, também é significativa a participação de recursos do FGTS. Em 2014, quase a metade do total de investimentos no Brasil teve origem no FGTS, e em 2018 - ainda que o volume de recursos do FGTS se tenha reduzido - representou cerca de 17% do total investido no país.

Quadro 2 - Investimento em saneamento básico no Brasil - R\$ bilhões e percentual do FGTS em relação ao investimento total

Ano	Total	FGTS	%
2012	13,02	0,54	4,1
2013	13,12	4,54	34,6
2014	14,34	6,73	46,9
2015	13,14	2,52	19,1
2016	12,43	0,22	1,7
2017	11,76	3,94	33,5
2018	13,64	2,3	16,8
2019	15,7	0,85	5,4

Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados do Instituto Trata Brasil e de demonstrativos financeiros do FGTS.

Percebe-se, assim, a relação imbricada do FGTS com o financiamento da produção do espaço urbano no Brasil, através do direcionamento de recursos para o financiamento da infraestrutura urbana.

Nas últimas décadas, no contexto do domínio do neoliberalismo, novas formas de arranjo do capital e de financiamento do espaço urbano vêm ocorrendo, com mudanças na atuação por parte do Estado, passando a haver maior entrelaçamento das esferas pública e privada, busca pela atração de investimentos da iniciativa privada, e arranjos como concessões, parcerias público-privadas, dentre outras formas, que podem tender a serem guiadas pelo predomínio da lógica financeira e pela busca de investimentos que tragam valorização a espaços urbanos.

Dessa forma, nas décadas de 1990 e 2000 foram implementadas, no Brasil, ações que visaram incentivar a acumulação do capital e o financiamento privado no espaço urbano. Royer (2016) aponta tais mudanças estruturais e a criação de instrumentos financeiros como o Fundo de Investimento Imobiliário (FII) e o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), que fazem o elo entre o mercado de capitais e o mercado imobiliário.

No âmbito do FGTS, esse movimento também ocorre. Resoluções do FGTS são modificadas, permitindo o investimento dos recursos nesses papéis, como será analisado a seguir. Royer (2016) menciona que o aumento de compras dos títulos imobiliários com recursos do FGTS alavancou o mercado desses títulos no país.

Outra mudança que pode ser observada em relação aos recursos do FGTS é quanto à criação de programas que fogem da finalidade original do Fundo. Embora não seja o objetivo principal de nossa análise, algumas questões referentes a esses assuntos podem apontar elementos que contribuem para o predomínio financeiro, em detrimento de recursos para setores produtivos na economia, razão pela qual serão também analisadas e, de maneira menos aprofundadas, as discussões das mesmas no Conselho Curador. São exemplos o programa FGTS Saúde, e o programa para operações de microcrédito, que consistem na aplicação de recursos de capital de giro, e em reestruturação financeira. Além disso, desde 2016 foram definidas novas formas de utilização dos recursos e autorizações para saques de recursos pelos trabalhadores, haja vista o uso como garantia em empréstimos consignados, saques de contas inativas, saques emergenciais e saque-aniversário. Tais situações são tidas por alguns integrantes do Conselho Curador como preocupantes, pela forma como foram decididas, ou seja, através de Medidas

Provisórias propostas pelo governo federal, sem consulta à instância decisória, e ainda por colocarem em risco a sustentabilidade dos recursos do Fundo.

3 ANÁLISE SOBRE OS INVESTIMENTOS DO FGTS

Conforme mencionado no capítulo anterior, dada a tendência de a permanência dos recursos do FGTS ser num longo prazo (devido a haver condições específicas para que os trabalhadores possam sacar os valores), recursos não direcionados para programas de financiamento em habitação e infraestrutura são investidos em instrumentos financeiros, como títulos públicos federais e outros ativos, visando à manutenção do patrimônio do Fundo e à obtenção de rentabilidade aos recursos.

A arrecadação dos recursos do Fundo e o direcionamento deles pode ser influenciado por vários fatores, como situações de empregabilidade no país (que se refletem na arrecadação e no saque de recursos) e condições macroeconômicas, como a taxa básica de juros – sendo que taxas mais elevadas favorecem o retorno de investimentos financeiros e tornam mais oneroso o crédito, prejudicando setores econômicos produtivos, influenciando também nas condições e incentivos a investimentos privados. Para avaliarmos esses possíveis fatores, é feita uma análise, a partir da criação de instrumentos financeiros vinculados ao capital imobiliário, já que ocorrem mudanças no direcionamento dos recursos investidos pelo FGTS, desde o início da década de 2000, a partir da criação desses instrumentos financeiros. Os recursos, anteriormente direcionados totalmente em títulos públicos federais, passam a ser investidos em diferentes instrumentos financeiros.

3.1 DIVERSIFICAÇÃO DOS INVESTIMENTOS DO FGTS

Esta sessão busca analisar os investimentos do FGTS no período de 2001 a 2020. Até 2001, verifica-se que os recursos eram totalmente investidos em títulos públicos federais⁵. Porém, nos anos seguintes, observa-se uma mudança no

⁵ Os Títulos Públicos Federais são formados por Letras Financeiras do Tesouro, Letras do Tesouro Nacional e Notas do Tesouro Nacional. As principais diferenças entre esses papéis referem-se aos indexadores atrelados aos pagamentos, se os índices são estabelecidos previamente ou após a compra dos títulos, bem como a periodicidade no pagamento de juros. Enquanto nas notas o pagamento é semestral, nas letras ocorre no vencimento do título. Como se tratam de instrumentos com a mesma origem e funcionamento semelhantes, optamos por agrupá-los como títulos públicos federais.

direcionamento dos recursos, que passam a ser investidos de forma diversificada no mercado de capitais. A análise sobre essa tendência é feita através de um histórico sobre as aquisições de outros títulos de crédito, a partir de autorizações do CCFGTS, sendo apresentada no quadro a seguir uma descrição dos títulos de crédito que receberam recursos.

Quadro 3 - Relação de instrumentos financeiros adquiridos pelo FGTS

Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI) – título de crédito formado a partir do pagamento de recebíveis vinculados a empreendimentos imobiliários (como parcelas de financiamento, aluguel e arrendamento)
Letras de Crédito Imobiliários (LCI) - títulos lastreados em crédito imobiliário, semelhantes ao CRI. A diferença é que as letras são emitidas por bancos, e os certificados por securitizadoras
Fundos de Investimentos (FI) - comunhão de recursos, destinados à aplicação em ativos financeiros
Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC) - títulos de crédito que recebem rendimentos sobre contratos de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços das empresas emittentes dos títulos
Debênture - instrumento de captação de recursos que empresas utilizam para financiar seus projetos ou alongar dívidas, enquanto os investidores são remunerados através de juros
Fundos de Investimento Imobiliários (FII) - fundos de investimento formados a partir de diferentes ativos (como CRIs, LCI, debênture) destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários. Os investidores recebem rendimentos sobre os investimentos, sem possuir direitos sobre a posse dos empreendimentos integrantes do Fundo

Fonte: Elaborado pela autora a partir de definições da Anbima.

Um breve histórico sobre autorizações para aquisições dos instrumentos financeiros é traçado a seguir.

Em 17/12/2001 o Conselho Curador do Fundo aprova a aquisição de Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI). Em 2007 ocorre a criação do Fundo de Investimento do FGTS, o FI-FGTS, um fundo de investimentos formado a partir de recursos do FGTS, com a finalidade de financiar empreendimentos nas áreas de infraestrutura, energia, rodovia, ferrovia, hidrovía, porto e saneamento. No ano seguinte, o FI-FGTS passa a receber recursos do FGTS. Tal Fundo foi criado no âmbito do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), através de instrumentos de participação em outras empresas e em instrumentos de dívida corporativa, muitos

emitidos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), estando relacionados a operações de infraestrutura, como analisa Silva (2019).

Em 2008, através da Resolução nº 578 do CCFGTS de 02/12/2008, ocorre a autorização para investimentos em outros papéis: Fundo de Investimentos Imobiliários (FII), Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC) e debêntures, com os recursos direcionados para operações que possuam lastro em empresas da construção civil e operações da habitação, saneamento e infraestrutura urbana.

No ano de 2016, a Resolução nº 807 de 12/05/2016, autoriza a aquisição de Letras de Crédito Imobiliário (LCI), desde que possuam lastro em operações na área de habitação.

Assim, vemos que o FGTS passa a investir seus recursos em uma diversidade de papéis do mercado de capitais, de forma que Royer (2016) considera que o Fundo foi protagonista na alavancagem do mercado de títulos de base imobiliária. Tal situação pode ser verificada não só quanto ao volume de recursos adquiridos, mas nas argumentações do Conselho Curador para as aquisições.

É importante ressaltar que a primeira emissão de CRI no Brasil ocorreu em 1999, e nos anos iniciais os valores não foram volumosos. No ano em que aconteceu a primeira aquisição pelo FGTS, 2002, pode ser observado que o volume adquirido foi bastante significativo em relação ao total de emissões, representando cerca de 40% do total emitido no Brasil, conforme é analisado no item 3.3 desta dissertação.

Nos anos iniciais às autorizações, as aquisições de CRI ocorreram somente em 2002 e 2005, em valores pouco significativos em relação ao total de investimentos, de forma que quase a totalidade da carteira de investimentos do FGTS permanecia concentrada em títulos públicos federais.

Quadro 4 - Carteira de investimentos do FGTS (%) entre 2001 e 2007

Ativo Financeiro	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
CRI	0	0,19	0,14	0,11	0,09	0,08	0,03
Títulos Federais	100	99,81	99,86	99,89	99,91	99,92	99,97

Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados dos demonstrativos financeiros do FGTS.

Já a partir de 2008 ocorreu uma diversificação na aquisição dos ativos, como pode ser verificada no quadro a seguir.

Quadro 5 - Aquisição de ativos financeiros pelo FGTS - R\$ mil

Ano	CRI	FI-FGTS	Debêntures	FII	FIDC	LCI	Títulos Federais
2001	0	0	0	0	0	0	4.094.178
2002	57.900	0	0	0	0	0	4.476.417
2003	0	0	0	0	0	0	2.431.130
2004	0	0	0	0	0	0	2.560.824
2005	8.175	0	0	0	0	0	3.472.267
2006	0	0	0	0	0	0	2.180.108
2007	0	0	0	0	0	0	3.485.960
2008	13.814	9.348.175	0	0	0	0	34.459.466
2009	0	4.508.537	2.629.618	0	200.616	0	46.701.286
2010	0	3.469.000	3.060.200	210.182	215.585	0	26.092.692
2011	2.787.409	649.368	1.309.732	3.587.500	0	0	8.017.705
2012	2.427.285	3.757.854	482.222	50.000	150.000	0	2.294.549
2013	2.401.094	0	0	300.000	0	0	0
2014	1.707.220	1.200.000	0	150.000	100.000	0	3.179.964
2015	595.008	0	474.145	1.680.000	0	0	17.229.912
2016	8.990.037	0	932.861	0	0	986.291	0
2017	0	0	0	0	0	0	0
2018	0	0	0	0	0	0	0
2019	0	0	0	0	0	0	0
2020	0	0	0	0	0	0	0

Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados dos demonstrativos financeiros do FGTS⁶.

⁶ No ano de 2013, a aplicação em títulos públicos federais apresenta um valor bem discrepante em relação aos outros anos (R\$ 247.488.867 em 2013, enquanto o valor máximo havia sido registrado em 2009, no valor de R\$ 46.701.286, sendo que em 2012, correspondeu a R\$ 2.294.549), assim como o valor de resgate também se mostrou discrepante (R\$ 253.223.738). Não há menção nas notas explicativas dos demonstrativos do FGTS nem no relatório de auditoria, sobre tais valores. Como não houve alteração significativa no saldo da carteira, acreditamos tratar-se de algum valor que apenas transitou pela carteira, mas não foi incorporado. Dessa forma, optamos por não considerar tais valores entre as aquisições.

É importante mencionar que FII, FIDC e o FI-FGTS são fundos compostos por uma diversidade de ativos, entre eles, o CRI. O estudo em questão não procura analisar a composição desses ativos. Portanto, são apenas consideradas as aquisições diretas de ativos como CRI, e não os que eventualmente venham a compor os fundos mencionados.

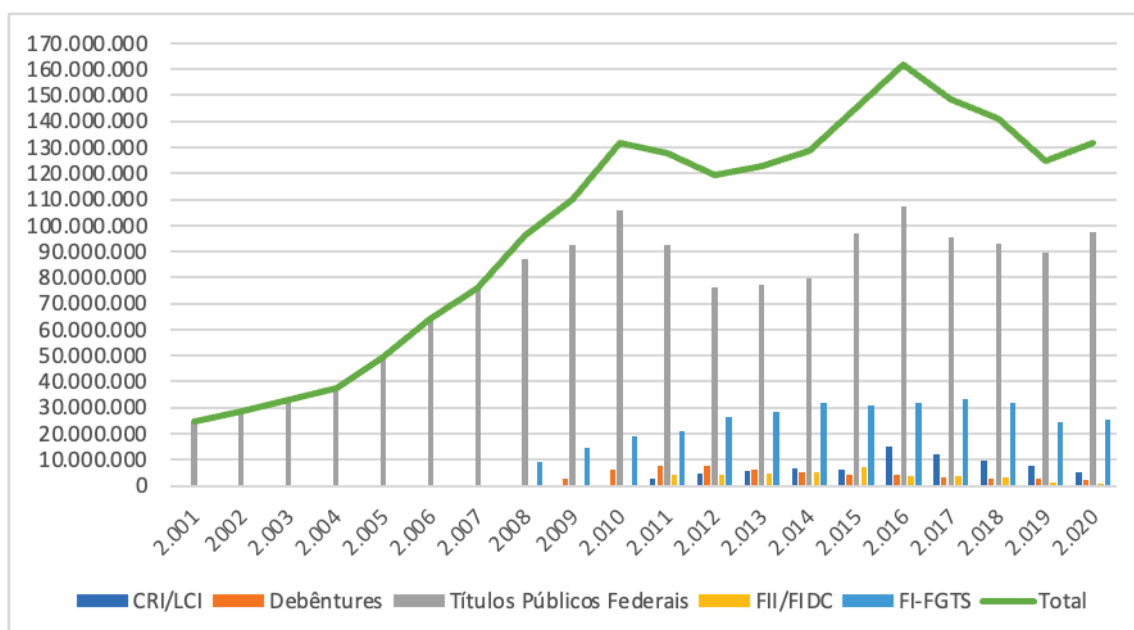
Em relação à aquisição dos ativos, um aspecto que chama atenção é a falta de novas aquisições a partir de 2017. Na próxima sessão, que aborda as análises sobre autorizações e aquisições dos ativos, a pesquisa procura apresentar possíveis explicações para essa questão.

Após a diversificação na aquisição de ativos, a composição de investimentos do Fundo então, antes formada quase em sua totalidade por títulos públicos federais altera-se, distribuindo-se entre oito instrumentos: títulos públicos federais, CRI, Debêntures, FI-FGTS, FII, FIDC, LCI e créditos do FCVS⁷. No gráfico a seguir, para facilitar a exibição da distribuição dos diferentes tipos de ativos financeiros, optou-se por agrupar instrumentos semelhantes, da seguinte forma:

- Títulos Públicos Federais (inclui FCVS)
- CRI e LCI
- Debêntures
- FI-FGTS
- FII e FIDC

⁷ Corresponde a créditos securitizados, formados por títulos públicos federais recebidos de agentes financeiros no âmbito do processo de securitização relativo a contratos encerrados, a serem ressarcidos pelo Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), a partir de renegociações com agentes financeiros que cederam créditos, com cobertura por esse Fundo para pagamento da dívida.

Gráfico 2 - Carteira de investimentos do FGTS - R\$

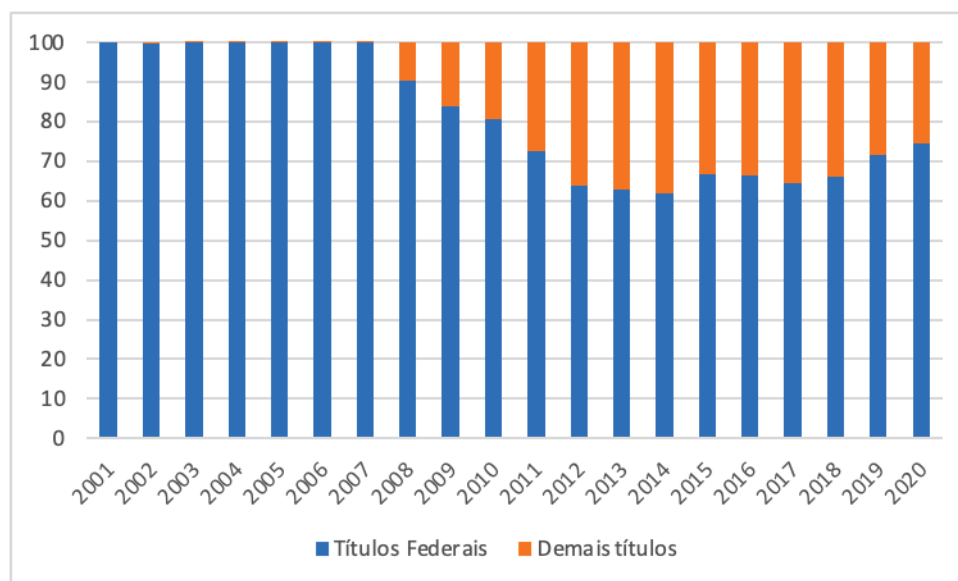


Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados dos demonstrativos financeiros do FGTS⁸.

Com a diversificação do investimento em diferentes ativos, ocorreu também uma redução gradativa no percentual vinculado a títulos públicos federais. Enquanto em 2007 os títulos federais representavam quase a totalidade dos investimentos (mais de 99%), em 2008, com a criação do FI-FGTS, o percentual foi reduzido para cerca de 90%. Em 2010 o percentual se reduziu mais, ficando próximo a 80%, atingindo em 2014 o menor nível, de 61%. Nos anos seguintes, houve uma ligeira elevação nos percentuais, alcançando pouco mais de 65% em 2018 e quase 75% em 2020.

⁸ Cabem algumas observações em relação aos demonstrativos financeiros do FGTS. A estrutura das demonstrações contábeis sofreu alterações a partir de 2019, conforme normas contábeis, passando a ser segregada entre controladora e consolidada (que abrange também as controladas: FI-FGTS, FIDC e FIIs Porto Maravilha, Caixa Desenvolvimento Imobiliário, Convida Suape e Caixa Incorporação). Para mantermos a comparação com o período anterior, em que não havia essa separação, usamos os dados da carteira controladora, acrescentando os dados das controladas. Outra alteração ocorrida a partir de 2019 se refere à forma de avaliação dos investimentos do FI-FGTS em ações de empresas sem cotação em bolsas de valores – antes avaliados pelo seu valor de equivalência patrimonial (cujo valor equivale à participação da sociedade investidora no patrimônio da sociedade investida), que passaram a ser avaliados pelo chamado valor justo, ou seja, determinados através de laudos de avaliações elaborados por empresa independente, conforme previsto na Lei nº 11.638 de 2007. Com essa nova metodologia de avaliação, houve uma redução no valor de investimentos do FI-FGTS, entre 2018 e 2019, em mais de R\$ 7,5 bilhões.

Gráfico 3 - Composição da carteira de Investimentos do FGTS: Títulos públicos federais x demais títulos (%)



Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados dos demonstrativos financeiros do FGTS.

Além do volume dos recursos investidos nesses ativos do mercado de capitais, é importante analisar os argumentos apresentados pelo Conselho Curador para as aquisições. Verificando as justificativas do Conselho para a aquisição desses ativos, através das atas de reuniões e das resoluções emitidas, percebe-se que os principais argumentos estão relacionados à busca pela rentabilidade do Fundo, ao fortalecimento do mercado secundário de crédito no Brasil, à geração de empregos e ao fomento à construção civil. Quanto à efetivação das aquisições, podem ser observadas algumas situações em que ocorreu autorização para aquisições de CRIs, que, no entanto, não foram concretizadas, conforme relato de companhias securitizadoras, por falta de oferta de títulos para a emissão dos certificados, dentro das condições previstas pelas resoluções.

Uma análise mais detalhada sobre as discussões e decisões no Conselho Curador sobre as aquisições dos ativos financeiros é feita a seguir, através da metodologia de Análise de Conteúdo.

3.2 ANÁLISE DE CONTEÚDO SOBRE DECISÕES DO CONSELHO CURADOR DO FGTS

As atribuições do Conselho Curador, conforme exposto, são abrangentes, de forma que os assuntos tratados nas reuniões são complexos e muitos estão interligados, compreendendo temas relacionados a orçamento, planejamento anual e plurianual; fiscalização da arrecadação e definição de mecanismos de aperfeiçoamento à fiscalização e estrutura de cobrança de devedores; autorizações para saques dos recursos; análise de eventuais propostas de Medidas Provisórias ou leis apresentadas pelo Governo Federal e pelo Congresso Nacional que possam alterar o funcionamento do Fundo; definição sobre programas de alocação de recursos, investimentos dos recursos; percepção sobre o Fundo pela sociedade; mecanismos de controle sobre o Fundo; remuneração sobre os recursos e distribuição aos trabalhadores; sustentabilidade dos recursos, entre outras questões. Tratam-se de assuntos bastante abrangentes e difíceis de serem analisados isoladamente. A questão do investimento de ativos financeiros está relacionada à aplicação de políticas públicas e de outras funções desempenhadas pelo Fundo, de forma que houve a impossibilidade de restringir informações que demandavam análises mais profundas. Dessa forma, a seleção baseou-se em assuntos não somente restritos à aquisição dos ativos financeiros e aplicação do orçamento, mas também a decisões relacionadas ao direcionamento de recursos que podem contribuir para o predomínio financeiro da economia em detrimento da economia de setores produtivos, tal como a autorização para o uso de FGTS como garantia de crédito consignado, a criação do programa FGTS-Saúde, autorizações de saques sem destinação específica aos recursos, entre outras medidas. Assim, busca-se traçar tendências na gestão do Fundo e ações que podem contribuir para o processo do domínio financeiro da economia brasileira.

A análise sobre as discussões no Conselho é feita a partir da metodologia de Análise de Conteúdo. Tal procedimento foi definido por Laurence Bardin como um “conjunto de técnicas de análise das comunicações, que utiliza procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição de conteúdo das mensagens” (BARDIN, 1977, p. 38), de forma que a autora considera que o interesse do estudo não está no conteúdo em si, mas no que os conteúdos podem ensinar. A técnica dessa análise se organiza em três fases: pré-análise, exploração do material, e tratamento dos

resultados. A primeira fase corresponde à escolha dos documentos a serem explorados, o desenvolvimento de hipóteses e a elaboração de indicadores para interpretação dos materiais. A fase seguinte corresponde à exploração do material, e “consiste essencialmente de operações de codificação, desconto ou enumeração (...) de regras previamente formuladas”. (*ibidem*, p. 101). A partir dessa etapa, ocorre o tratamento dos resultados, através da construção de quadros e resultados, buscando-se interpretar significados relacionados aos dados.

Seguindo a proposta de Análise de Conteúdo, a pré-análise sobre o conteúdo das atas das reuniões ocorreu da seguinte forma: a partir da leitura das atas, foram selecionados assuntos que tivessem mais correlação ao tema proposto para análise do trabalho, como aspectos referentes a aquisições de ativos financeiros (autorizações, justificativas, aquisições efetuadas, demandas do mercado) e outros assuntos relacionados, como por exemplo aplicação do orçamento, eventuais alterações em leis e normas relacionadas às regulações.

Na etapa seguinte da pesquisa - a exploração do material - os dados selecionados foram agrupados em categorias como: as datas das reuniões; o proponente; o resultado das votações; as justificativas e as palavras-chave relacionadas aos motivos.

A partir dessa etapa, ocorreu o tratamento dos resultados, através da construção de quadros e resultados, buscando-se interpretar significados relacionados aos dados. Através da criação de uma matriz com categorias para análise, com palavras e termos relacionados aos assuntos, discussões e justificativas das decisões, procurou-se verificar e interpretar impactos das decisões em políticas públicas relacionadas ao FGTS e ao processo de financeirização da economia brasileira, bem como possíveis influências e conjunturas que podem estar atreladas às decisões. Elaborado o processo de codificação, passou-se à classificação em unidades de registro (por palavras e termos). A próxima etapa correspondeu à unidade de contexto, em que foi analisado o modo como as unidades de registro estavam relacionadas ao contexto, ou seja, como os termos se relacionam com discussões e justificativas para decisões sobre aquisições tomadas no Conselho, referentes aos instrumentos financeiros, e possíveis influências associadas a elas.

Dessa forma, em relação a aquisições de ativos financeiros, verifica-se que as justificativas usadas como argumento para decisões presentes em várias

discussões, foram: incentivo ao mercado secundário; contribuir com a geração de empregos; oferta de moradias; assunto discutido no GAP; combate ao déficit habitacional; rendimento; securitização; fomento ao setor produtivo; modernização; estímulo à infraestrutura; demanda do mercado por recursos; retorno aos trabalhadores; oportunidade de negócio; instrumento moderno, ágil e seguro; liquidez; sustentabilidade financeira; havendo também referências negativas, como especulação financeira, não abranger contrapartidas sociais, e não cumprimento da função social.

Conforme exposto, o primeiro ativo financeiro que teve autorização para aquisição pelo FGTS foi o CRI, em 2001. A apresentação da proposta, pela Confederação Nacional das Instituições Financeiras (CNF), contou com justificativas que consideraram:

- que o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) já tinha completado quatro anos;
- que havia a necessidade da dinamização do mercado primário na utilização dos mecanismos de securitização, os quais contribuíam de forma decisiva para o aumento do número de moradias e de geração de novos empregos no País;
- que os CRIs podiam oferecer rentabilidade superior e maior liquidez que os contratos de financiamentos habitacionais existentes no ativo do FGTS.

A proposta foi aprovada e a Resolução nº 375, de 17/12/2001, editada.

No ano seguinte, foi feita a primeira aquisição dos certificados pelo Fundo. Apesar de o valor orçado ser de R\$ 100 milhões, informações que constam em ata de reunião do Conselho relataram dificuldades para a negociação desses ativos, devido à inexistência de contratos no mercado que atendessem aos parâmetros (valores de financiamento e de avaliação dos imóveis) definidos pela Resolução CMN que regulamentava a aquisição de CRIs, de forma que a aquisição efetiva dos certificados correspondeu a R\$ 57,5 milhões.

Ainda em 2002 ocorreram ajustes na Resolução referente à aquisição de CRI, que passou a determinar que os imóveis lastreados em operações dos Certificados fossem “novos que não tenham sido objeto de ocupação anterior, em produção ou na planta”; e também a permitir que a aquisição de CRI contemplasse certificados lastreados em operações de saneamento. Na Resolução, houve menção à necessidade de incrementar a rentabilidade dos ativos direcionados para

habitação e saneamento, assim como a importância de elevar o nível de liquidez dos ativos. A Resolução condicionava que parte dos imóveis vinculados ao crédito estivessem relacionados à área de habitação popular.

Em 2006 foi apresentada no Conselho Curador, pelo Ministério do Trabalho, a proposta de criação do Fundo de Investimentos do FGTS, o FI-FGTS, ampliando a área de aplicação dos recursos do Fundo, através do direcionamento dos recursos captados no FI para o setor de infraestrutura. Os principais argumentos apresentados referiam-se à geração de empregos, à melhoria da infraestrutura, a novas modalidades de aplicações, e ao fomento ao setor produtivo. Houve uma menção de que “investir em títulos públicos não era o investimento mais nobre para um fundo daquela natureza” (CCFGTS, 2006, p. 2). Houve mais referências negativas sobre aplicação dos recursos em títulos públicos, sobre “ver o patrimônio dos trabalhadores na ciranda financeira, que não resultava na geração de emprego e no incremento de renda da população” (*ibidem*, p. 2), considerando-se ser o “momento de direcionar aqueles recursos para investimento no setor produtivo porque a taxa Selic apontava para uma situação descendente” (*ibidem*, p. 9). Houve votos contrários à proposta, com a argumentação relacionada aos riscos envolvidos nos investimentos, e defendendo que o FGTS deveria se concentrar em resolver a questão de falta de moradia, para depois investir em outras áreas, além de haver entendimento do representante do Banco Central sobre não existir previsão legal para o investimento pelo FGTS nesses instrumentos financeiros.

A criação do FI-FGTS se consolidou no ano seguinte, através de Medida Provisória nº 349/2007, convertida na Lei nº 11.491, de 20/06/2007. O FI-FGTS foi formado a partir de aplicações do patrimônio líquido do FGTS (sendo limitada a 80% a aplicação do patrimônio do Fundo), para integralização de cotas do FI-FGTS, com a finalidade do financiamento a empreendimentos de infraestrutura na área de energia, rodovia, ferrovia, hidrovía, porto e saneamento, de acordo com diretrizes e critérios estabelecidos pelo Conselho Curador do FGTS. Em 2008, o FI-FGTS passou a receber recursos do FGTS, a partir de aportes periódicos.

Em 2008, através da Resolução nº 578 do CCFGTS de 02/12/2008, ocorreu a autorização para investimentos do FGTS em outros papéis: Fundo de Investimentos Imobiliários (FII), Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC) e debêntures, com os recursos direcionados para operações que possuíam lastro em empresas da construção civil e operações da habitação, saneamento e

infraestrutura urbana, através de proposta apresentada em conjunto pelos Ministérios do Trabalho, das Cidades, Confederações Nacionais do Sistema Financeiro, do Comércio, dos Transportes, e entidades dos trabalhadores (Força Sindical, Central Geral dos Trabalhadores, Social Democracia Sindical e Central Única dos Trabalhadores). Os principais argumentos apresentados para a aprovação foram relacionados ao incentivo à construção civil e ao mercado secundário (sendo citados dados sobre o recuo em aplicações em caderneta de poupança, havendo dificuldade para o funcionamento do SBPE). Com posicionamento contrário, houve menção de que a discussão não abrangia contrapartidas sociais, que deveriam estar atreladas pelos setores que receberiam os recursos, além do posicionamento reiterado do representante do Banco Central de não haver previsão legal para o investimento nesses instrumentos financeiros.

Em 2009, a Resolução nº 595 sobre a aplicação em CRI foi modificada, alterando as condições a serem observadas nos créditos para lastrear os Certificados. A proposta foi apresentada pela CNF e as justificativas avaliaram que a compra desses papéis não estava sendo integralmente executada, devido à dificuldade de os créditos passíveis de ser securitizados atenderem as condições que a Resolução determinava. Foi ainda argumentada a necessidade de viabilizar a plena alocação dos recursos orçamentários, bem como o interesse do Fundo na aquisição de CRIs, como forma de viabilizar a alocação de parte das suas disponibilidades em títulos representativos do mercado imobiliário, e o potencial do SFI para ampliar o volume de recursos para o mercado imobiliário. Foi proposta para as aquisições, naquele ano, uma rentabilidade escalonada para os títulos, conforme os valores dos imóveis, em três faixas, dentro dos limites de financiamento do SFH (e não mais fazendo referência ao limite de habitação popular), com rentabilidade maior para imóveis com maior valor. Percebe-se que a principal justificativa esteve relacionada ao interesse em fomentar o mercado secundário.

No ano seguinte, nova proposta com alterações foi apresentada pela CNC e pela Consif. Como justificativa, foi argumentado que securitizadoras e a Associação Brasileira das Entidades de Crédito e Poupança (Abecip) haviam debatido com a CEF sobre a baixa alocação de recursos pelo Fundo, e foram propostas adequações para facilitar o processo de aquisição de títulos já emitidos no mercado. Com a alteração, o caráter excepcional que vigorou em 2009, para a vinculação de imóveis lastreados aos Certificados dentro de limites de financiamento do SFH e não mais

atrelados à habitação popular, passou a vigorar de forma regular, tendo como justificativas trazer mais recursos ao crédito imobiliário e garantir maior rentabilidade para o Fundo.

Como forma de direcionar recursos para o FI-FGTS, em dezembro de 2009 foi apresentada pela CEF a proposta de possibilidade de aplicação dos recursos do FGTS, pelos titulares, através da aquisição de cotas do FI-FGTS, limitando-se a 30% do saldo disponível, e durante o período de oferta. A proposta de aplicação em fundos de investimentos pelos cotistas, conforme relatado em reuniões do Conselho, era uma reivindicação dos representantes das entidades dos trabalhadores no Conselho já antes da criação do FI-FGTS. Na exposição das justificativas, o representante da CEF mencionou que a questão da remuneração das contas vinculadas do FGTS era bastante explorada de forma negativa, por parte da imprensa, que muitas vezes mencionava que o Fundo apresentava rendimento líquido abaixo da inflação. No entanto, alguns conselheiros argumentaram que tal interpretação era equivocada, pois a rentabilidade do Fundo não deveria ser comparada com a rentabilidade de ativos de mercado, já que havia benefícios e contrapartidas sociais envolvidos, como os programas habitacionais e outros programas financiados com recursos do FGTS.

Em relação a uma autorização do Conselho no orçamento de 2010, direcionada à aquisição de cotas de Fundos de Investimentos imobiliários – FIIs e de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDCs e debêntures, com lastro em operações de habitação, foram apresentadas como justificativas haver demanda pelo mercado, citando serem estes os principais instrumentos de financiamento da produção no mercado brasileiro. As operações com debêntures foram definidas como “um modo de financiamento da produção extremamente novo, moderno, ágil e seguro” (CCFGTS, 2010, p. 4).

Em 2016, houve autorização para que outro instrumento financeiro fosse adquirido pelo Fundo, a LCI, com a justificativa de que, através dessas aquisições, os bancos poderiam alocar esses recursos para novos financiamentos, já que os recursos da caderneta de Poupança estavam sendo reduzidos, objetivando que a medida trouxesse mais liquidez para o SBPE, além de que haveria contribuição para que o desemprego diminuísse. A Resolução nº 798 direcionou 80% dos recursos para aplicação em imóveis novos. Inicialmente, a proposta previa que 60% do valor das aquisições fosse direcionado para imóveis enquadrados em habitação popular.

Porém, no mesmo ano, a Resolução nº 833 alterou o parâmetro para o atendimento dentro dos limites do SFH.

As aquisições de ativos do mercado de capitais ocorreram até 2016. Verifica-se que as principais justificativas usadas como argumento para decisões presentes estão relacionadas à geração de empregos, à oferta de moradias e ao combate ao déficit habitacional; ao caráter técnico do assunto, através de discussões no GAP; além de citações quanto ao rendimento gerado ao Fundo, através das operações relacionadas a esses instrumentos. As argumentações sobre os principais motivos serão analisadas a seguir, buscando verificar sua pertinência.

Análise técnica pelo GAP

No encaminhamento das propostas elencadas, são feitas menções em relação ao respaldo técnico das decisões, através da prévia apreciação do assunto no Grupo de Apoio Permanente (GAP): “voto muito técnico e amplamente discutido no GAP”; “matéria discutida tecnicamente no GAP”; “discussão aprofundada no GAP”.

Como relatado, o GAP é formado por consultores vinculados às entidades que participam do Conselho e deve assessorar o Colegiado, através de reuniões semanais “onde os temas são discutidos tecnicamente e amplamente antes de serem levados à deliberação pelo Conselho” (FGTS, 2023). Na descrição de um conselheiro, no GAP ocorrem “as discussões técnicas dos votos que são submetidos ao Conselho e onde são acertadas as diferenças em relação a questões de caráter eminentemente técnico” (CCFGTS, 2009, p. 4).

Ao observar os componentes do GAP e do CCFGTS, percebe-se que há membros que participam simultaneamente de ambas as representações, além de serem verificadas também alternâncias entre representantes que, após cumprirem mandato no Conselho, passam a constituir o GAP, ou vice-versa. Dessa forma, a segregação das discussões ocorridas no GAP e no Conselho, ou do caráter técnico e político entre as duas instâncias, pode ser questionada. Além disso, mesmo sabendo que em muitas das complexas propostas apresentadas no Conselho há elementos que precisam de detalhamento de dados, explicações sobre o funcionamento e implicações, as políticas públicas são constituídas através de conflitos, interesses e influências, não de forma meramente técnica. Conforme

analisa Melazzo (2010), desde a fase de planejamento das políticas públicas, estas são formuladas através de escolhas, decisões e preferências, de forma que não é uma atividade técnica e neutra. Assim, apesar de considerarmos que há elementos mais técnicos nas propostas, esse não é o único caráter que compõe as propostas trazidas nas discussões do CCFGTS.

Rentabilidade

Em relação à rentabilidade do FGTS e, conseqüentemente, ao retorno financeiro aos trabalhadores cotistas, observa-se que este assunto já era bastante recorrente em discussões do Conselho, havendo a preocupação, principalmente por membros de entidades dos trabalhadores. São citadas, por exemplo, propostas de alterações na forma de remuneração, na opção de aplicação em fundos que distribuíam dividendos, como possibilidade de trazer uma maior rentabilidade dos recursos. As justificativas de que os investimentos em instrumentos financeiros do mercado de capitais trariam maiores rendimentos estão alinhadas com essas preocupações. Há também menções que relativizam a rentabilidade do Fundo, argumentando que a rentabilidade não deve ser a única preocupação, pois há outros retornos trazidos pelo FGTS, como os benefícios sociais propiciados aos trabalhadores e à população, no acesso a programas na área habitacional e em infraestrutura urbana. Nessa linha, há colocações que evitam comparar de forma simplista a rentabilidade do Fundo com a de outros ativos financeiros. Dessa forma, pode-se dizer que parte dos conselheiros busca equilibrar a gestão do Fundo de uma forma que traga rentabilidade e liquidez, mas sem esquecer de contrapartidas sociais.

Ainda em relação à rentabilidade atrelada à compra de instrumentos financeiros, há algumas considerações negativas, minoritárias, de que os investimentos nesses ativos oferecem risco, não se tendo certeza de que haverá retorno positivo para o Fundo.

Menções a especulação financeira com os recursos do FGTS na questão da aplicação dos recursos não estão presentes em discussões sobre investimentos nos ativos financeiros citados. Tais menções constam em propostas relacionadas a

negociações de Crédito de Variação Salarial (CVS)⁹ (com referência de que “a prática da especulação também tomou conta do Fundo”) e também na aplicação de recursos em títulos públicos federais (“ciranda financeira”). Além disso, é citada uma proposta no Congresso Nacional que buscava permitir o uso de recursos para a compra de ações de empresas em Bolsa de Valores, sendo a proposta vista como negativa, por considerar que os recursos não deveriam ser usados como especulação financeira, numa expectativa de rendimentos ou lucros incertos. Em relação ao mesmo assunto, não houve posicionamento totalmente contrário, sendo a proposta considerada positiva por um conselheiro, desde que os recursos fossem direcionados a emissões primárias de ações, que poderia viabilizar abertura de capital ou recursos para expansão de atividades de empresas e geração de empregos. É observado que, quando da criação do FI-FGTS, houve entusiasmo por alguns conselheiros ligados a entidades representativas de empregadores e trabalhadores, pela possibilidade de cotistas do Fundo poderem investir parte de seus recursos nesse fundo de investimento. Percebe-se que as aplicações relativas ao FI-FGTS e os outros instrumentos financeiros que recebem recursos do Fundo não são vistas como prática de especulação financeira, mas como instrumentos para alocação de recursos ao setor produtivo, sendo que a possibilidade de investimento pelos trabalhadores dos recursos do Fundo em fundos de investimentos, já havia sido mencionada anteriormente à criação do FI-FGTS.

Embora não haja autorizações para novas aquisições após 2016, as discussões e manifestações mais recentes, a partir de 2019, em relação à diversificação da carteira de investimentos, partem de representantes de entidades governamentais, mencionando que “o Fundo deverá fomentar a aplicação em títulos, analisando o contexto macroeconômico, de forma a manter a função social do FGTS” (CCFGTS, 2019a, p. 13); “para sustentar os programas, o FGTS precisava diversificar a carteira de investimentos de forma a complementar suas receitas” (CCFGTS, 2019b, p. 19), de modo que a principal motivação para esses investimentos parece ser o retorno financeiro.

⁹ Trata-se de créditos relativos a contratos antigos com o FGTS, a serem ressarcidos pelo FVCS (Fundo de Compensação de Variação Salarial), renegociados com agentes financeiros que possuem dívidas com o FGTS.

Geração de empregos e incentivo à construção civil

O argumento de que os recursos de ativos financeiros alavancam a atividade produtiva e a geração de empregos esteve bastante presente nas justificativas para as aquisições dos ativos. Em relação aos CRIs, houve discussões sobre os imóveis que seriam lastro ao crédito objeto dos recursos adquiridos, sendo questionado se apenas empreendimentos novos contribuem para a geração de empregos, ou se imóveis usados também colaboram. Nesse sentido, ocorreram alterações em resoluções sobre o direcionamento dos imóveis lastreados aos recursos. A primeira resolução emitida pelo Conselho sobre a aquisição de CRI determinava que os imóveis objeto do lastro para os certificados fossem “imóveis residenciais que não tenham sido objeto de ocupação anterior”. Posteriormente, a resolução especificou que deveriam ser “imóveis novos que não tenham sido objeto de ocupação anterior, em produção ou na planta”. Em 2016, houve uma autorização para a aquisição de CRI e LCI, com a especificação de que, no mínimo, 80% entre os imóveis vinculados, corresponderem a imóveis novos. A argumentação majoritária foi a de que o direcionamento a imóveis usados, apesar de fomentar o acesso a moradias e o combate ao déficit habitacional, contribui menos para a geração de empregos do que o direcionamento a imóveis novos.

Em relação à criação do FI-FGTS, a geração de empregos propiciada a partir de investimento nos ativos do FI foi visto como um contraponto à “ciranda financeira” de aplicação em títulos públicos - estes vistos como um investimento não produtivo, que não contribui para a geração de empregos. Houve também posicionamento negativo em relação às aquisições dos ativos financeiros, ponderando-se que seria melhor se os financiamentos fossem firmados diretamente para o mutuário ou para a construtora, considerando que o derivativo do CRI seria mais um produto financeiro do que um produto de desenvolvimento do setor da construção civil.

Combate ao déficit habitacional

Em relação à habitação, outro assunto objeto de debates, no CCFGTS, foi sobre o público atendido através do direcionamento de recursos do Fundo. Convém ressaltar que para a aplicação de recursos nos programas habitacionais do FGTS,

de acordo com a lei que rege o Fundo, 60% dos recursos devem ser direcionados à habitação popular, sendo que o conceito desse segmento habitacional é definido pelo Conselho (atualmente contempla público com renda familiar até R\$ 8.000, conforme Resolução CCFGTS nº 1.040, de 07/07/2022) e o valor de avaliação dos imóveis devem estar enquadrados dentro do limite estabelecido pelo Conselho (Resolução nº 1.061 de 2022). Dessa forma, o suprimento à habitação, pelo FGTS, pode não estar alinhado com a parcela que concentra o maior déficit habitacional no Brasil, ou seja, a população com renda de até três salários mínimos – segmento esse atendido pelo FGTS, apenas através de subsídios ou descontos, e principalmente, por programas integrantes do Sistema Nacional de Habitação de Interesse Social.

Em relação aos créditos vinculados aos CRIs, a autorização inicial para aquisições de 2002 determinava que o valor financiado dos imóveis vinculados aos Certificados fosse enquadrado dentro do teto determinado pelo FGTS como habitação popular, bem como o valor de avaliação dos imóveis não poderia ultrapassar uma vez e meia o valor de avaliação dos imóveis para habitação popular. Entre os argumentos apresentados na proposta de aquisição inicial, e em alterações a ela, houve alusão à oferta de moradia e à contribuição para minimizar o déficit habitacional no país.

Por sua vez, a autorização de 2008 para a aquisição de FII, FIDC, e debêntures, além de CRI, condicionava que os investimentos a serem realizados deveriam contemplar a produção de empreendimentos e financiamentos habitacionais que atendessem aos objetivos sociais do FGTS na área de habitação, em especial a redução do déficit habitacional do país. No entanto, os valores dos empreendimentos ficaram apenas condicionados ao enquadramento nas regras do SFH, sem haver uma obrigatoriedade ou um percentual que deveria ser direcionado ao segmento popular de habitação.

No que tange à aquisição específica para CRI, em 2009 o Conselho alterou a Resolução que vinculava os recebíveis a financiamentos que contemplavam o conceito de habitação popular. Conforme já relatado, a partir de proposta que teve como motivação a falta de créditos para emitir os papéis obedecendo às condições estabelecidas pela resolução, houve flexibilização no enquadramento dos valores dos imóveis que seriam lastro dos Certificados, passando a ser enquadrados, conforme as regras do SFH, dentro de três faixas (até 40% do limite SFH; entre 40 e

80%; e acima de 80% do limite). Portanto, ocorreu uma flexibilização, em que a vinculação de imóveis enquadrados como habitação popular foi reduzida. Na apresentação da proposta no Conselho, houve posicionamento minoritário que questionou a falta de atendimento ao segmento de habitação popular. No entanto, prevaleceram as justificativas de ampliação de recursos para o mercado imobiliário, e o interesse em fomentar o mercado secundário. No ano seguinte, ocorreu nova alteração na Resolução referente a essas aquisições, regulamentando a condição que havia sido autorizada como excepcionalidade no ano anterior. Assim, os imóveis lastro de recebíveis passaram a ser enquadrados nos termos do SFH, não mais delimitando direcionamento para habitação popular. Na apresentação da proposta, houve discordância, isolada, do fato de haver adequações nas resoluções do Fundo como uma forma de atender às demandas de compra de ativos disponíveis, driblando regras anteriormente estabelecidas pelo Fundo.

Desde a autorização inicial, resoluções para a aquisição de FIs, FIDCs e debêntures e CRIs sofreram algumas alterações, mas continuam vigentes, mencionando apenas o atendimento aos parâmetros do SFH - Resoluções nº 395, de 2002 (para a área de saneamento), nº 649 de 2010 (para a área de habitação) e nº 681, de 2012, para FIs, FIDCs, debêntures e CRIs com lastro em operações nas áreas de habitação, saneamento básico e infraestrutura urbana).

Nas autorizações para compra de LCI e CRI, em 2016, a proposta inicialmente foi apresentada com a justificativa de que, através dessas aquisições, os bancos poderiam alocar esses recursos para novos financiamentos. Inicialmente a Resolução nº 814 determinou o enquadramento dos empreendimentos conforme as regras do SFH, aplicando-se no mínimo 60% para imóveis dentro do limite de habitação popular, mas uma resolução posterior (nº 824) excluiu a menção à habitação popular, prevalecendo o atendimento aos limites estabelecidos pelo SFH. É importante ressaltar que na ata da reunião do Conselho em que foi aprovada tal alteração (154ª reunião ordinária, de 13/09/2016), não constam justificativas nem discussões ocorridas sobre essa questão, tendo sido a proposta aprovada por unanimidade.

Dessa forma, percebe-se que quando foram autorizadas as primeiras aquisições de CRIs e posteriormente de LCI, havia **vinculação** para que os créditos estivessem atrelados ao **financiamento de habitação popular**, e como justificativa foi relatado que isso contribuiria com a **redução da falta de moradia**. No entanto,

no decorrer de alterações das autorizações, a motivação principal passou a ser a de gerar **mais recursos para o crédito habitacional e fortalecer o mercado secundário no Brasil**. Assim, o argumento apresentado para as aquisições desses ativos, de que há nelas contribuição para minimizar o problema do déficit habitacional do país, pode ser coerente por colaborar com o aumento de liquidez para as instituições financeiras poderem alocar mais recursos no financiamento habitacional, mas é questionável quando se pensa que os recursos que serão adquiridos servem de lastro para financiamento que pode não estar atrelado à população que é a mais afetada por falta de moradia.

Mercado secundário

Nas discussões sobre aquisições de CRI, uma justificativa sempre apresentada foi a contribuição para o desenvolvimento do Sistema Financeiro Imobiliário e o mercado secundário de crédito no Brasil. A partir da primeira autorização para aquisições de CRIs, foram apresentadas propostas de alterações de resoluções, em função de dificuldades apresentadas pela indústria da construção civil e de empresas securitizadoras, de forma que ajustes foram propostos para que compras desse ativo pelo FGTS fossem efetivadas e facilitassem a alavancagem desse mercado no país. Houve relato de dificuldade para a efetivação de emissões de certificados, devido à falta de crédito passível de enquadramento conforme condições que a Resolução determinava. Assim, foram apresentadas flexibilizações ou alterações nas resoluções para viabilizar a efetivação de aquisições dos ativos.

Dessa forma, percebe-se que o FGTS esteve bastante alinhado com o desenvolvimento do mercado secundário de créditos no Brasil, e as entidades representativas do setor financeiro foram bem atuantes na definição dos critérios e condições para que os créditos pudessem ser adquiridos pelo Fundo, ocorrendo mudanças nas Resoluções para se adequarem aos créditos que já estavam emitidos, ao invés da adequação da emissão dos créditos às Resoluções. Percebe-se que as justificativas quanto à alavancagem do setor, no decorrer dos anos, continuam parecidas: “sistema de financiamento imobiliário já tinha completado quatro anos, e a necessidade da dinamização do mercado primário na utilização dos mecanismos de securitização” (CCFGTS, 2001); “mesmo o país estando expandindo muito o crédito imobiliário ainda não tinha conseguido implantar um mercado

secundário forte” (*ibidem*, 2007); “fomentar o Mercado Secundário, que é incipiente no Brasil” (*ibidem*, 2008); “fomentar o mercado secundário” (*ibidem*, 2009).

Na próxima sessão, é avaliado o crescimento desse mercado no Brasil, através da análise sobre as emissões de CRIs, bem como sua relação com as aquisições dos ativos pelo FGTS. É apresentado um estudo de caso, explicando o funcionamento desse certificado, e busca-se verificar a categoria dos imóveis (residencial, corporativo), os valores, a origem dos recursos dos financiamentos imobiliários aos quais os créditos estão vinculados, procurando mapear a origem dos créditos para a formação do SFI no Brasil.

Mudanças na gestão do Fundo

Em relação às aquisições de ativos financeiros do mercado de capitais, verifica-se que elas ocorreram até 2016, como demonstrado no quadro 5. Após esse período, o país passa por significativas alterações políticas e econômicas. Há mudança na gestão do Governo Federal, com o *impeachment* da presidente Dilma Rousseff, a ascensão de Michel Temer como presidente, e posteriormente, em 2019, a gestão de Jair Bolsonaro. Com essas mudanças, verifica-se no governo federal uma acentuação de medidas neoliberais que promoveram um rígido controle de gastos públicos e a redução de investimentos estatais (com a aprovação do teto de gastos em 2016 – Emenda Constitucional nº 95/2016), além da implementação de reformas neoliberais, como a Reforma Trabalhista, em 2017 (Lei nº 13.467) e a Reforma da Previdência em 2019 (Emenda Constitucional nº 103/2019). São medidas que reduzem recursos do Estado em investimentos, em programas sociais e impactam políticas públicas. Nota-se que a gestão do FGTS também é influenciada por essas mudanças. Numa reunião em dezembro de 2018, o Secretário-Executivo do Conselho menciona que o “país passaria por ajustes fiscais intenso [sic], mas necessário [sic], que, com certeza, exigiria também do FGTS” (CCFGTS, 2018, p. 12-13).

Dessa forma, são observadas mudanças na gestão do Fundo, havendo uma política de desinvestimento do FI-FGTS e a interrupção da compra de ativos, a redução de recursos da União em programas habitacionais, como o Programa Minha Casa Minha Vida, que sofreu atrasos em repasses de recursos do governo federal, sendo que o Programa só não foi interrompido, devido à política de subsídios dos

recursos do FGTS. Como forma de tentativa de injetar recursos na economia, que sinalizava um processo de desaceleração, a partir de 2016 são editadas Medidas Provisórias que autorizaram novas modalidades de saques aos recursos do Fundo – algumas dessas medidas tomadas pelo Governo Federal sem a consulta ao Conselho Curador, como pode ser verificado a seguir. Além disso, foram autorizadas, através de Medida Provisória, outras ações, que podem ser consideradas como um desvirtuamento das funções originais do FGTS e que favorecem o fortalecimento da economia financeirizada, em detrimento da economia produtiva. Por parte dos conselheiros, passa a ser recorrente trazer às reuniões a preocupação quanto à diminuição dos recursos e à sustentabilidade do Fundo.

Em 2016, através de medida provisória, é autorizado o uso de recursos do FGTS e da multa por demissão sem justa causa como garantia em empréstimos com desconto na folha de pagamento, o crédito consignado (alterando a Lei nº 10.820/03). As justificativas apresentadas no Conselho, através do Ministério da Fazenda, foi de que a medida estimularia atividades econômicas, ampliaria o crédito e haveria redução de juros na modalidade de empréstimos com crédito consignado. Apesar de alguns posicionamentos contrários, com argumentos de que a medida aumentaria o endividamento dos trabalhadores, favorecendo apenas as instituições bancárias, além do questionamento ao caráter impenhorável do FGTS, a proposta foi aprovada.

Em 2017, foi mencionado haver uma proposta no Congresso que permitiria o uso de recursos do FGTS para o pagamento do Fundo de Financiamento Estudantil (Fies). No entanto, na votação da proposta na Câmara Federal, que reformulou o Fies (através da Lei nº 13.530 de 2017), foi retirada a possibilidade de uso do FGTS para o financiamento estudantil.

Observa-se que em relação ao FI-FGTS passa a haver resgate de valores, e não mais investimentos. Tal fato pode ser atribuído a fatores como a desaceleração econômica e menor investimento estatal e privado no setor de infraestrutura. Além disso, assim como no setor da construção civil, algumas operações na área de infraestrutura do Fundo sofreram dificuldades e descontinuidade, devido ao envolvimento de empreiteiras em denúncias trazidas pela operação Lava-Jato, afetando a imagem de empresas e do Fundo, e prejudicando a confiança em projetos e a continuidade de muitas operações. Dentro do próprio Conselho observam-se vários questionamentos sobre a viabilidade de operações. Em 2019, é

apresentada uma proposta de resgate de recursos de disponibilidade do FI-FGTS, sendo colocada como justificativa, que “dadas as circunstâncias e a realidade do FI-FGTS, a proposta seria (...) de resgate integral das suas disponibilidades, mantendo a previsão do valor para pagamento das despesas com administração e gestão” (CCFGTS, 2019c, p.3).

A economia brasileira já demonstrava sinais de desaquecimento no final da primeira metade da década de 2010. Em 2015, conforme dados do IBGE, o país apresentou PIB negativo, assim como em 2016, acompanhado de um crescente aumento de desemprego (IBGE, 2017). A partir dessa conjuntura desfavorável, em 2017, houve uma série de medidas tomadas pelo Governo Federal, como tentativa de injetar recursos na economia e amenizar o desaquecimento. Em 2016, a Medida Provisória nº 763 (convertida em Lei nº 13.446) autorizou o saque de contas inativas do FGTS. Essa medida foi vista por alguns conselheiros com preocupação, devido ao impacto que causaria com a diminuição de recursos do Fundo. Em 2017, ocorreu autorização, pelo Conselho, para a distribuição aos cotistas de resultados positivos do Fundo. Em 2019, através de Medida Provisória, convertida na Lei nº 13.932, foi autorizada a possibilidade de saque, anualmente, do valor de até um salário mínimo, o chamado saque-aniversário, que resulta também, no caso de demissão, em que o trabalhador apenas saque o correspondente à multa rescisória e não mais o saldo integral da conta. Em 2020, com a justificativa de consistir-se em medida para amenizar impactos econômicos causados pela pandemia de Covid-19, nova Medida Provisória foi editada (nº 946), com a autorização de um saque extraordinário aos cotistas no FGTS. Tal medida ocorreu através da transferência de recursos do PIS-PASEP ao FGTS.

Apesar de nem sempre haver desaprovação dessas medidas pelos conselheiros, foi externada a preocupação com a diminuição de recursos do Fundo e sua sustentabilidade ao longo do tempo. Outra questão colocada foi em relação ao modo como as medidas foram tomadas, ou seja, de forma unilateral, pelo governo federal, sem haver consulta prévia ao Conselho ou apresentação de impactos das medidas. Como defesa para as ações, houve justificativa, pelo Presidente do Conselho e outros representantes de entidades do governo federal, de que havia legitimidade por instâncias do Poder Executivo e do Poder Legislativo, para propor alterações no FGTS, cabendo ao Conselho acompanhar projetos que estivessem em trâmite sem, no entanto, poder interferir.

Outra mudança que causou bastante tensão no Conselho foi a apresentação, em 2018, pelo Ministério do Trabalho, da criação - através de Medida Provisória - de um programa para atendimento a entidades hospitalares filantrópicas e sem fins lucrativos que participem de forma complementar do Sistema Único de Saúde (SUS). O assunto foi apresentado ao CCFGTS de forma extrapauta, sem que tivesse sido discutido pelo GAP, e a reunião contou com a presença de membros externos ao Conselho, como o Ministro da Saúde, deputados federais e um senador. A proposta consistia na criação de um programa para entidades filantrópicas da área de saúde, através de duas linhas de crédito: uma sem destinação específica, e outra destinada a financiar investimento na construção, ampliação ou reforma das instalações, e aquisição de equipamentos e bens de consumo duráveis. Causou estranhamento a muitos conselheiros a forma apressada como a proposta foi apresentada, assim como as interferências externas, através da participação de autoridades não pertencentes ao Conselho, além de ser questionado, principalmente, o fato de o programa desviar a finalidade original do FGTS, não estando alinhado ao financiamento de habitação, saneamento básico (ainda que este tema esteja vinculado à área da saúde) e infraestrutura urbana, e ao crédito produtivo. Após muitas discussões, esclarecimentos e várias reuniões, a proposta foi aprovada, viabilizando o Programa FGTS Saúde¹⁰. Os recursos destinados a esse programa equivalem a 5% do orçamento do Fundo. Como comparativo em termos de valores orçados, após 2014, os programas da área de saneamento somente receberam um percentual que atingiu 5% do total do orçamento do Fundo em um ano. Nos demais anos, o valor foi inferior a esse percentual.

A presente pesquisa não avançará em análises sobre o FGTS após 2020, mas na mesma linha continuam ocorrendo medidas de direcionamento de recursos que parecem desviar a finalidade original do Fundo. Em 2022 foi criado um programa que destina até 5% dos recursos para instituições financeiras operarem com microcrédito. No mesmo ano, com a privatização da Eletrobrás, foi possível a destinação de até 50% dos recursos de cotistas para aquisição de ações da

¹⁰ O FGTS Saúde continua vigente, sendo-lhe destinados 5% do orçamento do FGTS. Atualmente há duas modalidades de crédito, uma sem destinação específica e outra direcionada à reestruturação financeira de hospitais filantrópicos e sem fins lucrativos.

empresa, por meio do Fundo Mútuo de Privatização-FGTS¹¹. Tais medidas parecem estar alinhadas e incentivar a economia financeirizada, fomentada com recursos do FGTS.

Além de mostrarem que a instância decisória do FGTS pode ter sido ignorada, ou contestada, em algumas propostas e decisões tomadas pelo governo federal, estas medidas apontam que parece haver um desvirtuamento nas finalidades originais atreladas ao FGTS e uma tentativa de expurgo de recursos, reduzindo a liquidez de recursos e colocando em risco a continuidade do Fundo, a longo prazo. Em 2019 e 2020 é possível perceber, em função dos saques extraordinários, impactos negativos na arrecadação líquida do Fundo. Em 2019 a arrecadação líquida negativa chegou ao valor de quase R\$ 35 bilhões, conforme os demonstrativos financeiros analisados. Somado a isso, mudanças recentes no mercado de trabalho, traduzidas no aumento da informalidade e precarização de condições de trabalho, e reflexos da reforma trabalhista aprovada em 2017¹², podem causar uma diminuição na arrecadação bruta do Fundo, além de poder haver perda de força da instância representativa dos trabalhadores no Conselho Curador, através do enfraquecimento que entidades sindicais vêm sofrendo, após a Reforma Trabalhista, que provocou, entre outras questões, redução no número de sindicalizados e na receita das entidades, e trazem um alerta para a sobrevivência deste patrimônio dos trabalhadores e importante fonte de financiamento do desenvolvimento urbano no Brasil.

¹¹ O Fundo Mútuo de Privatização-FGTS foi constituído em 1998, através da Instrução Normativa CVM nº 279, no âmbito do Programa Nacional de Desestatização, de 1990. A exemplo de recursos direcionados anteriormente para compra de ações das empresas Vale do Rio Doce e da Petrobrás, ocorreu também o direcionamento para as ações da Eletrobrás. A autorização e as condições para o uso foram definidas pelo Conselho do Programa Parcerias de Investimentos e pela CEF, agente operador do Fundo.

¹² De acordo com o Boletim Emprego em Pauta, publicado pelo Dieese, são apresentadas diversas análises que comprovam o aumento da informalidade no mercado de trabalho entre contratos de trabalho a partir de 2017, com redução de contribuição com o INSS entre trabalhadores por conta própria e diminuição no rendimento médio entre os “novos” ocupados – Boletim nº 7 Precarização do trabalho avança sobre setores e ocupações mais estruturadas; nº 12 Ocupados, mas insatisfeitos – uma análise do crescimento da subocupação; nº 22 Trabalho por conta própria cresce na pandemia, mas fica mais precarizado.

3.3 AQUISIÇÕES DE CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS PELO FGTS

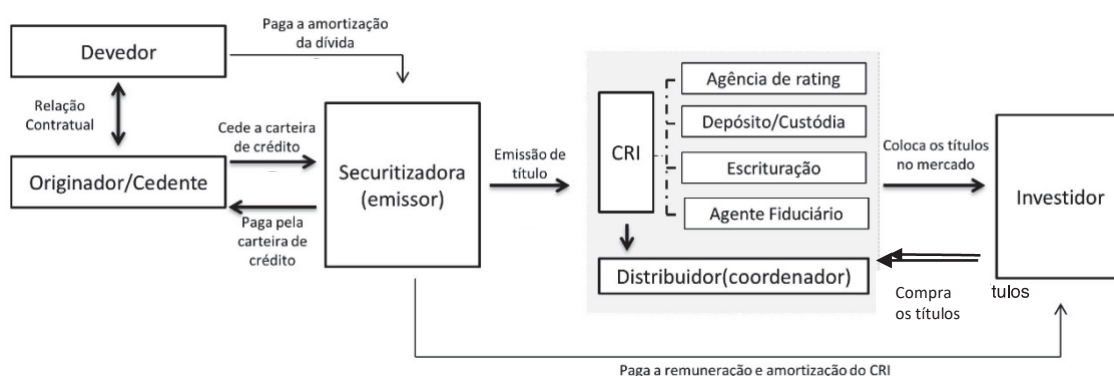
Como mencionado, o Certificado de Recebíveis Imobiliário foi o primeiro instrumento financeiro do mercado de capitais adquirido pelo FGTS. Esta sessão detalha o funcionamento, mostrando como é estruturada a emissão do certificado, os recebíveis que podem ser vinculados e os agentes envolvidos (devedor, cedente, securitizadora e investidor). É traçado um levantamento das aquisições desse ativo, feitas pelo FGTS, a partir de dados dos demonstrativos financeiros do Fundo, mostrando a que segmentos se direcionam (residencial, corporativo, infraestrutura), a natureza dos imóveis vinculados, a origem dos recursos nos financiamentos (SPBE, FGTS) e através de uma amostragem, a distribuição geográfica dos imóveis, buscando mostrar a espacialidade que o processo de predomínio financeiro no setor imobiliário vem tomando. É também mostrado o volume de emissões de CRIs ocorrido no país, buscando traçar possíveis correlações com as estruturas legais e os incentivos criados nas últimas décadas. Além disso, é feito um comparativo entre o volume de emissões de CRIs no país e os valores adquiridos pelo Fundo, buscando verificar se é possível traçar uma relação entre a atuação do FGTS e a alavancagem desses ativos no mercado de capitais no Brasil.

CRI – Funcionamento

O CRI é formado a partir de créditos imobiliários que envolvem contratos de compra e venda, aluguel, financiamento e outras modalidades pactuadas entre devedor (tomador de créditos) e credor (instituição detentora do crédito, como construtoras e instituições financeiras). A partir dessa relação comercial, o credor ou originador disponibiliza sua carteira, cedendo os créditos às companhias securitizadoras, responsáveis por comprar os créditos e transformá-los em títulos lastreados. A compra dos créditos é feita com deságio sobre o valor total. É o termo

de securitização¹³ o instrumento que vincula os créditos imobiliários à emissão dos CRIs. Ocorre então a emissão dos certificados, que são disponibilizados no mercado financeiro, através de um distribuidor ou coordenador, para serem comprados por investidores em emissões primárias, ou posteriormente, no mercado secundário. Dessa forma, direitos creditórios imobiliários são transformados em títulos negociáveis no mercado, como mostra a figura a seguir.

Figura 1 - Estrutura de operação de CRI



Fonte: Adaptado de Abreu (2019).

Assim, o CRI consiste em operação complexa que envolve, além de credores, devedores e investidores, alguns outros atores: o agente fiduciário, que é responsável por representar os investidores e acompanhar a atuação da securitizadora como administradora dos ativos; o agente custodiante, responsável pela guarda e controle de titularidade dos CRIs; o distribuidor ou coordenador, instituição financeira que oferta a venda dos títulos, além da agência de *rating* ou de classificação de risco de crédito das operações, empresa independente que avalia os ativos financeiros e atribui uma classificação conforme o risco ou a capacidade do tomador de recursos honrar suas obrigações (Anbima, 2015).

Para os cedentes, tais operações representam a antecipação de recebimento de crédito, o que possibilita mais liquidez para que instituições

¹³ Documento que informa características dos créditos ofertados, tais como valor da dívida, origem dos créditos, taxa de juros, fluxo de amortização dos recebíveis, características dos imóveis vinculados e garantias vinculadas à emissão.

financeiras efetuem novos empréstimos ou, no caso de incorporadoras, que realizem investimentos em novos empreendimentos, sem o comprometimento de seu endividamento. As securitizadoras compram os créditos por um valor menor que o total da dívida e recebem amortização e juros sobre os títulos, conforme ocorre o pagamento da dívida. Já para os investidores, as referidas operações significam possibilidade de obtenção de uma rentabilidade a partir desses títulos, podendo se manter alheios a todo o processo envolvido.

Como mencionado, a partir da criação do SFI e de instrumentos financeiros de base imobiliária, um aparato institucional e legal foi alicerçado, visando ao crescimento do mercado de títulos securitizados no Brasil, com incentivos tributários e a adoção de medidas que trouxessem segurança para os investidores, tal como o fortalecimento de garantias através da adoção da alienação fiduciária nos financiamentos imobiliários, além de outras providências.

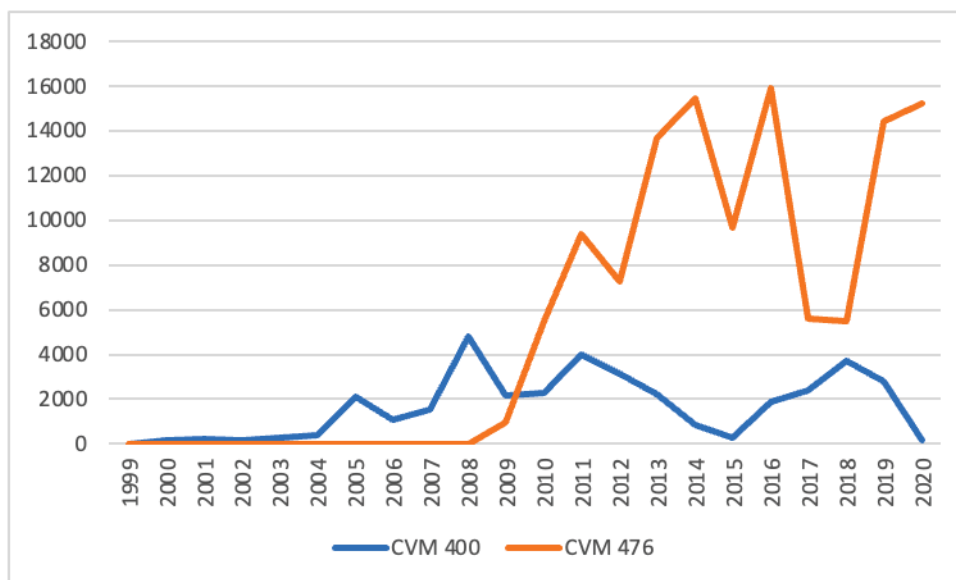
Destacam-se também, como incentivos, resoluções do CMN que passaram a computar operações de CRI no percentual obrigatório a integrantes do SBPE para a aplicação em financiamentos imobiliários (65% da captação dos recursos de depósitos de poupança; desse total, pelo menos 80% deviam ser alocados em operações no âmbito do SFH, e o percentual restante direcionado para operações livres, a taxa de mercado).

Vemos também, com base em justificativas das autorizações e resoluções do CCFGTS, que o direcionamento de recursos do FGTS para aquisições de CRIs também procurou alavancar esses instrumentos financeiros com o aumento da liquidez para esse mercado.

A oferta de CRI pode ocorrer de duas formas: a pública e a de caráter restrito. A primeira é regida pela Instrução nº 400, editada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Nela, não há restrição ao público-alvo da oferta, e o valor unitário das emissões pode ser inferior a R\$ 300 mil, havendo mais exigências para os certificados, quanto a garantias. Já o segundo tipo, regido pela Instrução CVM 476, destina-se aos chamados 'investidores qualificados' (definidos pela CVM como investidores que possuem valor superior a R\$ 1 milhão e que atestem sua condição de investidor qualificado) e os 'investidores profissionais' (que possuem investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10 milhões), sendo que a oferta pode ser direcionada a, no máximo, 75 investidores, e adquirida por no máximo 50.

De acordo com o gráfico 4, desde 2010, nas emissões de CRI no Brasil, há o predomínio de ofertas de caráter restrito.

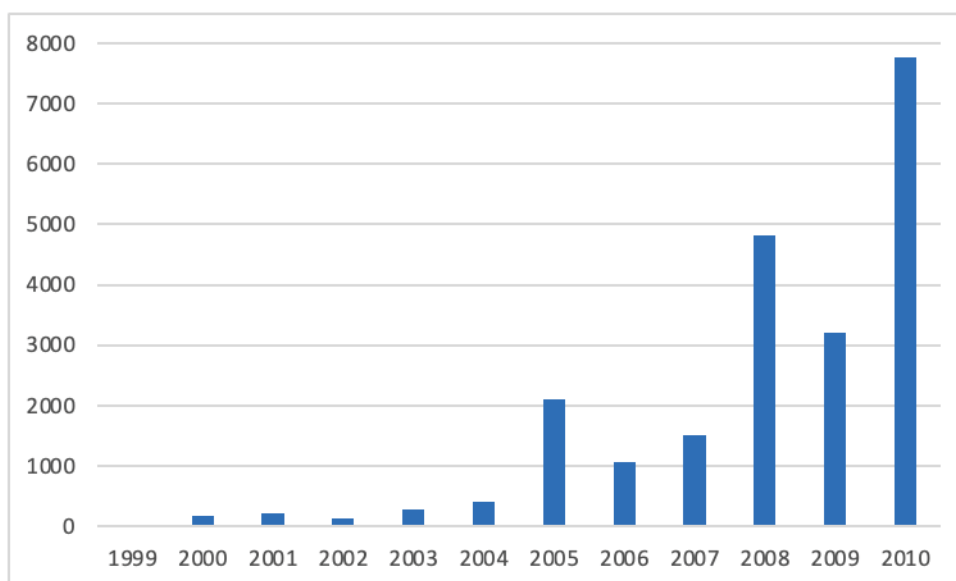
Gráfico 4 - Tipos de ofertas de CRI - R\$ milhões



Fonte: Adaptado de Torres (2021).

As primeiras emissões de CRI no Brasil ocorreram em 1999 e totalizaram o valor de R\$ 12,9 milhões. No ano seguinte, houve crescimento, superando o valor de R\$ 170 milhões. Até 2004 as emissões apresentaram oscilações, chegando a atingir o valor de R\$ 400 milhões em 2004. No ano de 2005, foi apresentado um forte crescimento, em mais de 500%. O alto volume de 2005 não foi mantido nos dois anos sucessivos. Já em 2008 é apresentado novamente outro aumento, atingindo quase R\$ 5 bilhões, seguido de queda em 2009 e crescimento no ano seguinte, como pode ser verificado no gráfico a seguir.

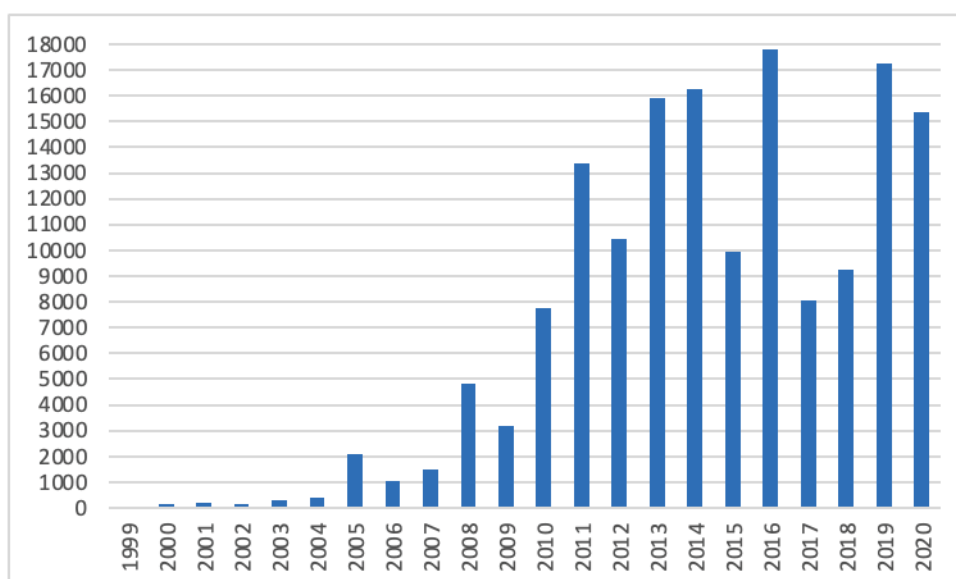
Gráfico 5 - Volume de ofertas de CRI no Brasil (R\$ - milhões)



Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados da Anbima.

Nos anos seguintes, ocorrem oscilações entre crescimentos e reduções nas emissões, que atingem sempre valores mais altos que os da década anterior, sendo que as emissões anuais corresponderam a, pelo menos, R\$ 8 bilhões por ano, como é mostrado no gráfico 6.

Gráfico 6 - Volume de ofertas de CRI no Brasil entre 1999 e 2020 (R\$ - milhões)



Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados da Anbima.

Podem ser relacionados possíveis motivos que contribuíram com a dinâmica das emissões, a partir dos arcabouços legais que, desde o final da década de 1990, vêm sendo criados para o desenvolvimento do SFI.

Além de aspectos legais elencados na sessão 2.1.1, quando da criação do SFI e do CRI, através da lei nº 9.514 e, posteriormente, com as leis de Afetação do Patrimônio e da adoção da alienação fiduciária nos financiamentos imobiliários, outros mecanismos legais e fiscais podem ter contribuído para o aumento de emissões dos Certificados.

A primeira resolução CMN que permitiu computar os recursos de CRI na exigibilidade para aplicação em crédito imobiliário ocorreu em 2002, através da Resolução nº 3.005. Em 2010, a Resolução nº 3.932 passou a permitir que tanto aplicações em CRI como os créditos cedidos para companhias securitizadoras fossem computados na exigibilidade como operações do SFH. Dessa forma, conforme analisa a Anbima (2015), um crédito imobiliário que originalmente havia sido contratado a taxa de mercado, se cedido como operação de CRI para securitizadoras, poderia ser computado dentro da exigibilidade dos recursos obrigatórios para financiamento imobiliário no SFH. Essa situação vigorou até 2015, quando, somente aplicações diretas de CRI passaram a ser enquadradas na exigibilidade, conforme Resolução nº 4.410. Outra alteração trazida por essa Resolução, mais direcionada ao financiamento habitacional, é que os certificados deveriam ter como lastro operações vinculadas a esse financiamento, e não mais financiamento imobiliário, restringindo assim operações de financiamento de empreendimentos corporativos, por exemplo. De acordo com a Anbima, essa alteração pode estar relacionada com a ampliação de saques da caderneta de poupança, o que reduziu o estoque de recursos e facilitou o cumprimento das exigibilidades para os integrantes do SBPE (Anbima, 2015). De acordo com o relatório Uqbar (2018), até 2010 o segmento de emissões de CRIs era dominado por imóveis para locação comercial ou industrial. Foi a partir de 2011, com alterações na resolução CMN sobre o direcionamento obrigatório para o crédito imobiliário e a mudança na forma de considerar créditos referentes aos Certificados, que ocorreu aumento na emissão de CRIs com lastro no segmento de financiamento imobiliário, conforme analisam Abreu, Melazzo e Ferreira (2020).

Em 2009 passou a ser permitido aos Fundos de Investimento Imobiliário a aquisição de CRIs (Instrução CVM nº 472). De acordo com Torres (2021), a

aquisição de certificados imobiliários pelos FIs significa um percentual representativo entre o ativo total dos Fundos, e que vem crescendo. Numa análise entre 2014 e 2020, a aquisição dos CRIs pelos FIs, em 2009, representou cerca de 10%, chegando a 40% em 2017 e a mais de 60% em 2020. Ou seja, é este o segmento que mais adquire os certificados.

Em 2011 foi editada a Lei Federal nº 12.431, buscando incentivar, através do mercado de capitais, o financiamento a projetos de infraestrutura. A taxa de imposto de renda foi zerada para ganhos referentes a títulos como CRIs emitidos, em duas situações: para investidores não residentes no Brasil, e para pessoas físicas cujos certificados adquiridos fossem vinculados a projetos de investimento na área de infraestrutura, ou a projeto de desenvolvimento e inovação em áreas consideradas prioritárias pelo Governo Federal. De acordo com dados da Anbima (2015), em 2014 o volume de emissões de CRIs com base nessa lei representou mais de 25% do total de emissões, atingindo R\$ 4,5 bilhões, todas referentes a aquisições por investidores não residentes no país, e nenhuma emissão vinculada a projetos de infraestrutura.

No quadro abaixo estão sintetizados alguns desses mecanismos jurídicos.

Quadro 6 - Mecanismos jurídicos relacionados a CRIs

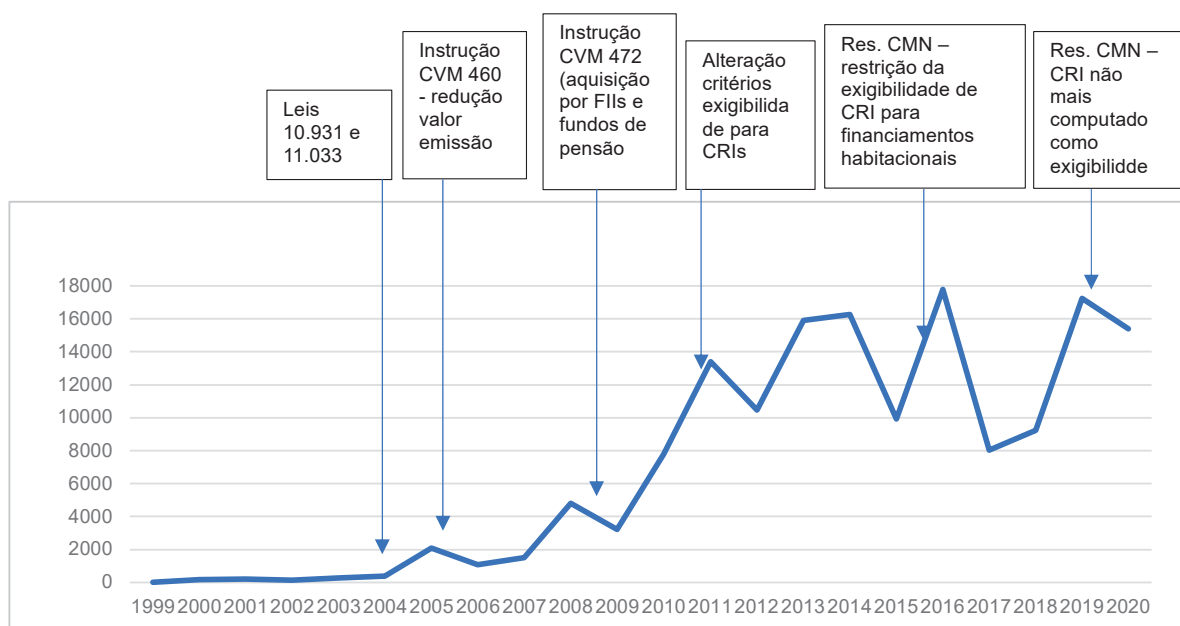
Ano	Ato	Objeto
1997	Lei 9.514	Criação do SFI e do CRI
2002	Resolução CMN 3.005	Inclusão de CRI na exigibilidade de aplicação de recursos da caderneta de poupança
2004	Lei 10.931	Afetação do Patrimônio
	Lei 11.033	Isenção de imposto de renda para investidores pessoas físicas
	Instrução CVM 460	Redução de valor mínimo de emissão dos Certificados
2009	Resolução CMN 3.792	Inclusão da aquisição por FI e fundos de pensão
2010	Resolução CMN 3.932	Alteração nos critérios sobre exigibilidade para CRIs por integrantes do SBPE – tanto aplicações em CRI como os créditos cedidos para companhias securitizadoras são computados na exigibilidade como operações do SFH
2011	Lei 12.431	Isenção de imposto de renda para projetos e emissões incentivadas

2015	Resolução CMN 4.410	Restrição da exigibilidade de CRIs para financiamento habitacional
2016	Resolução CMN 4.464	Mudança na regra para computar a exigibilidade para CRI
2019	Resolução CMN 4.676	CRI deixa de ser computado na exigibilidade dos recursos da poupança

Fonte: Elaborado pela autora a partir de leis e Resoluções CMN.

O gráfico 7 mostra o volume de emissões de CRI no país. Percebe-se que após 2009 ocorreu um grande impulso e uma consolidação nas emissões, que voltam a cair em 2017, obtendo crescimento nos anos seguintes, e queda em 2019. No gráfico estão elencados possíveis motivos que contribuíram para a dinâmica das emissões.

Gráfico 7 - Volume de emissões de CRI no Brasil (R\$ - milhões) e instrumentos legais reguladores



Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados da CVM e da Anbima.

Além dessas medidas, outro fator que pode ser considerado importante para o incentivo a emissões desse ativo financeiro, são as aquisições realizadas pelo FGTS, que serão analisadas a seguir.

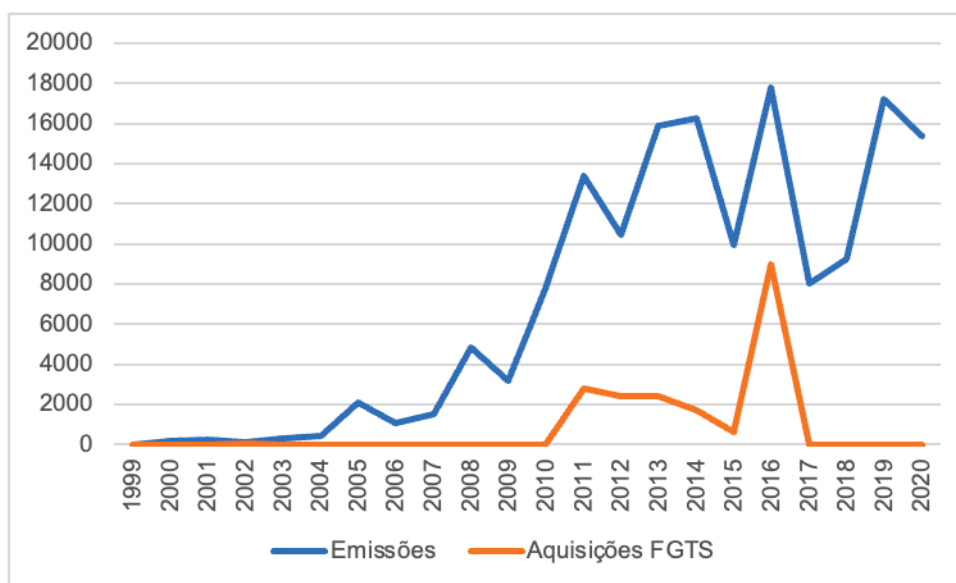
Em relação à redução das emissões após 2016, a instrução CMN que direciona os recursos captados por cadernetas de poupança foi novamente alterada,

nesse ano, criando uma regra de transição para o cálculo de recursos de CRI, e a partir de 2019 esses créditos passaram a não ser computados. De acordo com a Resolução 4.676, de 2018, dentre o percentual compulsório não há mais o direcionamento de que 80% devem compor as operações de financiamento imobiliário conforme os critérios do SFH, podendo então ser computado com diferentes modalidades de financiamento. Além disso, a Resolução deixa de computar a utilização de CRI como direcionamento para o percentual obrigatório de recursos da poupança. É assegurada uma regra de transição para que as operações já contratadas pudessem continuar contabilizadas. Tal fato pode ter impactado a redução de emissões no último ano analisado.

Como demonstrado na sessão 3.1, as aquisições pelo FGTS, que vinham ocorrendo em valores pouco representativos no início dos anos 2000, intensificaram-se no período entre 2011 e 2016, ocorrendo aquisições em todos esses anos. Com base nas propostas apresentadas no CCFGTS para aquisição dos ativos e em documentos financeiros do Fundo, percebe-se que em algumas situações a compra foi realizada em volume menor que o orçado, ou não foi realizada, por falta de oferta das securitizadoras (situação que ocorreu em 2002, 2009 e 2010). Em 2009, há menção também da realização de ajustes na Resolução para possibilitar a aquisição dos ativos, tendo em vista a falta de créditos que possibilitassem a emissão de CRIs conforme as condições estabelecidas pelo Conselho. As autorizações constantes nos orçamentos de 2009 e 2010 somente foram concretizadas em 2011, após alterações nos critérios dos créditos vinculados aos certificados. Assim, o FGTS parece ter se moldado para absorver a demanda de créditos que estava colocada no mercado.

Comparando-se essas aquisições e as emissões de CRI no país, pode ser observada uma relação proporcional, como demonstrado no gráfico 8, de forma que o volume de emissões aumenta, conforme ocorrem compras pelo Fundo.

Gráfico 8 - Emissões de CRI e aquisições pelo FGTS (R\$ - milhões)



Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados da Anbima e do FGTS.

O ano de 2016 se destaca, no gráfico, por ser o ano em que houve o maior volume de emissões e de aquisições pelo FGTS, que corresponderam a 50,5% do total emitido. De acordo com discussões no CCFGTS, a proposta para essa aquisição, apresentada pelo Ministério das Cidades, surgiu em função da escassez de crédito oriundo de caderneta de poupança. Portanto, a demanda para compra de CRI no mercado foi anterior à oferta de instituições financeiras, de forma que o FGTS pode ter feito uma espécie de “encomenda” para a compra de CRIs que seriam emitidos.

Na próxima sessão é feita uma análise sobre os CRIs que foram adquiridos pelo Fundo, para buscar traçar um parâmetro sobre os imóveis que servem de lastro para tais certificados e a produção do espaço urbano que, indiretamente, o FGTS está financiando.

3.3.1 ESTUDO DE CASO – ANÁLISE SOBRE OS CRIs ADQUIRIDOS PELO FGTS

A análise de CRIs adquiridos pelo Fundo foi feita a partir de dados disponibilizados nos demonstrativos financeiros de 2020, os quais relacionam os certificados adquiridos que possuem saldo na carteira de investimentos do FGTS. Os demonstrativos dos anos anteriores apenas traziam informações sobre os

valores de aquisições desses instrumentos e o saldo dos investimentos. No entanto, não havia detalhamento sobre quais eram os certificados – informação que passa a ser disponibilizada a partir de 2020, junto com a classificação de risco de crédito dos ativos. Com base nos certificados relacionados nos demonstrativos, que contemplam emissões a partir de 2011, e considerando que foi a partir desse ano que passaram a ocorrer compras de CRIs pelo FGTS em valores mais significativos, é possível considerar que a análise correspondeu ao total de CRIs adquiridos a partir de 2011.

Com base na relação dos certificados, informações foram obtidas na página eletrônica da Anbima sobre as emissões dos mesmos, e foi possível verificar, no conteúdo disponibilizado, dados referentes à companhia emissora; agente fiduciário; tipo de oferta; data de emissão; valor da oferta. A partir dessas informações, foram pesquisados na página das securitizadoras ou dos agentes fiduciários documentos referentes aos certificados, tais como termo de securitização e eventuais aditivos aos termos.

Nos termos de securitização constam informações globais sobre os créditos imobiliários vinculados aos certificados, como segue: instituição cedente, valor da garantia individual (valor de avaliação dos imóveis), percentual de financiamento, prazo médio, taxa de juros, tipo de imóvel, tipo do financiamento original (origem dos recursos) e sistema de amortização. O tipo de imóvel traz uma descrição genérica como “imóveis residenciais urbanos, com “habite-se” concedido pelo órgão administrativo competente ou com a construção averbada na respectiva matrícula no serviço de registro de imóveis competente, de origem pulverizada pelo País”. Tal descrição genérica remonta ao que Abreu, Melazzo e Ferreira (2020) observam sobre a forma como as finanças massificam e padronizam características e usos de imóveis, tornando-os meramente mercadorias com valor de troca.

Além dessas informações sobre os imóveis, os termos possuem anexo com o detalhamento dos créditos imobiliários (que podem conter: número do contrato, data de contratação ou vencimento, nome do mutuário, saldo devedor, endereço dos imóveis, cartório de registro). Verificou-se que, dentre os 19 termos dos CRIs, em dez estão disponibilizados os anexos com a identificação dos créditos imobiliários. Desses, quatro trazem apenas informações sobre os mutuários o saldo devedor dos financiamentos e não endereço ou localização dos imóveis. Tal fato pode mostrar que na lógica de um financiamento prevalece a busca pela redução de riscos, sendo

dada ênfase a condições como a capacidade de pagamento de devedores e não características de imóveis. A partir dos seis documentos que possuem informações sobre a localização dos imóveis, optou-se por uma análise amostral para classificar a localização geográfica, de forma que são analisadas informações de cinco certificados, que totalizam 7.936 financiamentos. Dessa forma, a pesquisa procura mostrar a distribuição geográfica dos créditos imobiliários para assim, buscar verificar possíveis concentrações regionais e vinculação, ou não, com a distribuição da população e o déficit habitacional, além de tendências na distribuição dos financiamentos.

Verifica-se que em 2020 a carteira de investimentos do FGTS era composta por dezenove CRIs, emitidos entre 2011 e 2016. Em sua totalidade, tratava-se de certificados disponibilizados através de ofertas de caráter restrito. Todos os contratos se referiam a financiamento imobiliário, e sua quase totalidade se concentrava na categoria residencial e no segmento de apartamentos ou casas, sendo que apenas um se referia à categoria e ao segmento híbrido (que pode conter imóveis residenciais e comerciais).

Quanto ao recurso dos financiamentos imobiliários que originaram os CRIs, em doze dos certificados os recursos são mencionados como sendo do SBPE. Entre os certificados que não possuem a informação, de acordo com o valor de avaliação dos imóveis e das taxas de juros dos financiamentos (enquadrados no limite das condições de financiamento do SBPE), é possível deduzir que esses financiamentos também correspondem a recursos do SBPE, sendo que nem todos os créditos cumprem a exigibilidade de aplicação dos recursos da caderneta de poupança¹⁴.

Em relação à distribuição dos bancos cedentes dos financiamentos imobiliários, os certificados correspondem a seis bancos, distribuídos conforme o quadro a seguir:

¹⁴ No CRI 2ª emissão Cibrasec série 184 há um aditamento ao termo de securitização em que consta que o cedente optou que os valores referentes aos créditos imobiliários cedidos não permanecessem computados para cumprimento da exigibilidade prevista na Resolução CMN.

Quadro 7 - Bancos cedentes dos CRIs adquiridos pelo FGTS – em número e porcentagem

Banco cedente	nº CRIs	%
CEF	7	36,8
Banco do Brasil	5	26,3
Itaú	3	15,8
Bradesco	2	10,5
Banrisul	1	5,3
Santander	1	5,3
Total	19	100

Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados do FGTS e da Anbima.

Dessa forma, bancos públicos correspondem a 68,4% dos financiamentos que originaram os certificados. Ao considerar a distribuição entre instituições bancárias no financiamento imobiliário no Brasil, verifica-se que a CEF ocupa uma posição hegemônica nesse segmento, como mostrado no quadro 8. Essa posição se deve principalmente aos financiamentos com recursos do FGTS, dos quais a CEF é a instituição bancária que mais opera. Ao considerar somente recursos do SBPE, permanece o predomínio da CEF, mas com uma participação maior de outras instituições financeiras. O quadro 8 mostra a distribuição no ano de 2015 (ano considerado por abranger boa parte dos financiamentos vinculados aos CRIs) entre os financiamentos do SFH (que inclui recursos do SBPE e FGTS) e com recursos do SBPE.

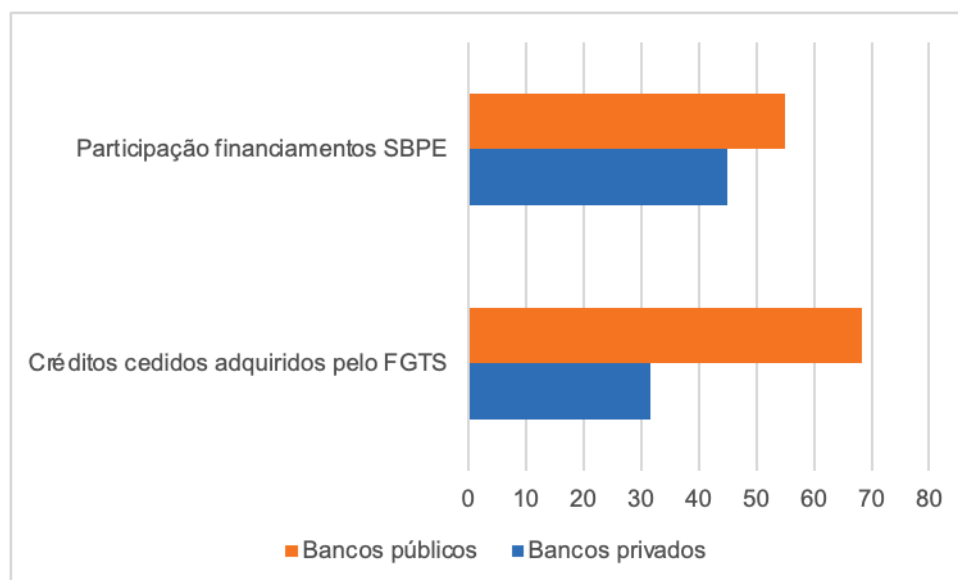
Quadro 8 - Percentual de financiamentos imobiliários entre bancos - 2015

Banco	SFH	SBPE
CEF	67,5	43,8
BB	8,6	10,2
Itaú	7,5	15,1
Bradesco	7,1	16,1
Santander	6,4	13,1
Outros	2,9	1,6

Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados do Banco Central do Brasil (Bacen) e de Shapiro e Pereira (2019).

Como os créditos dos CRIs adquiridos pelo FGTS são oriundos de recursos do SBPE, a comparação com a distribuição entre os bancos cedentes dos financiamentos foi feita considerando apenas esses recursos. Avaliando-se a distribuição entre bancos públicos e privados no financiamento imobiliário no país, com recursos do SBPE e comparando-se os certificados adquiridos pelo FGTS, verifica-se que não há uma relação proporcional entre as duas medidas. Entre os CRIs adquiridos pelo Fundo, há predomínio de bancos públicos emitentes em um percentual maior que a proporção que estes ocupam no segmento de financiamento imobiliário, conforme demonstrado no gráfico 9.

Gráfico 9 - Comparativo entre distribuição de financiamento imobiliários e cedentes de créditos adquiridos pelo FGTS (%)



Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados do FGTS, e de Shapiro e Pereira (2019).

Tais dados mostram que, além do FGTS, bancos públicos, principalmente a CEF, serviram como instrumentos para irrigar recursos no financiamento imobiliário e atenuar a falta de liquidez para o SBPE, que estava ocorrendo na segunda metade da década de 2010, corroborando as análises feitas por Abreu (2019) e Torres (2021).

Em relação aos valores dos imóveis financiados, tratam-se de aquisições de CRIs realizadas dentro da vigência das resoluções do CCFGTS que vinculavam o valor de imóveis financiados aos parâmetros do SFH. Para o ano de 2016 houve a

autorização de resoluções que vinculavam um percentual das aquisições de CRIs e LCIs para imóveis de habitação popular. No entanto, no decorrer do ano, resoluções foram alteradas, modificando critérios para a aquisição dos certificados, passando a ser adotado apenas o parâmetro do SFH, para o mesmo valor do orçamento que estava aprovado às aquisições. Dessa forma, pode-se considerar que as aquisições ocorreram após essas modificações, sendo que os certificados não contemplaram o direcionamento para imóveis enquadrados como habitação popular.

As instruções normativas que regeram as condições para o SFH e o teto para financiamentos de imóveis (valor de avaliação) sofreram alterações, ao longo dos anos. O quadro 9 reúne as instruções vigentes em prováveis períodos que os financiamentos vinculados aos certificados foram contratados, considerando as informações sobre datas de financiamentos trazidas nos certificados¹⁵.

Quadro 9 - Limites financiamento SFH e legislação

Período	Valor Imóvel (R\$)	Valor Atualizado ¹⁶ (R\$)	Limite Financiado (R\$)	Resolução CMN
28/03/1996 a 29/03/2000	180.000	933.754	90.000; 90% da avaliação	2.261/96
30/03/2000 a 27/01/2005	300.000	1.233.978	150.000	2.706/00
28/01/2005 a 26/03/2009	350.000	963.979	245.000	3.259/05
27/03/2009 a 29/09/2013	500.000	1.129.203	450.000	3.706/09
30/09/2013 a 23/11/2016	650.000	1.151.399	80% ou 90% (SAC)	4.271/13

Fonte: Elaborado pela autora a partir de Resoluções CMN.

¹⁵ Em alguns certificados é trazida a informação sobre a data de contratação do financiamento, e em outros a data de vencimento do contrato. Um dos certificados (BS 265) não traz informações sobre contratação ou vencimento dos financiamentos. Entre os demais, verificou-se que o financiamento há mais tempo contratado possuía o vencimento em 2015, de forma que, considerando o prazo máximo para financiamentos, permitido na época, pode ter sido contratado próximo a 1996. Dessa forma, o quadro 11 relaciona as informações sobre o teto limite para financiamentos nos prováveis períodos de contratação, conforme as condições para o SFH.

¹⁶ Os valores foram corrigidos pelo IPCA até 03/2023, tendo por base a data de início da vigência das resoluções, com o objetivo de verificar se houve alterações consideráveis nos limites de financiamento do SFH.

Considerando o longo período que pode ter a duração de financiamentos imobiliários (15, 20 e até 30 anos), um certificado pode abranger financiamentos contratados durante a vigência de diferentes resoluções CMN. Isso talvez explique o fato de alguns certificados, ainda que emitidos dentro de vigência que permitiria um teto maior para os financiamentos, limitarem um valor menor, por reunirem financiamentos contratados dentro de outras regras. Assim, os certificados adquiridos pelo FGTS relacionam financiamentos de imóveis com os seguintes valores:

Quadro 10 - Valor dos imóveis financiados vinculados aos CRIs adquiridos pelo FGTS

CRI	Data emissão	Valor imóveis
4ª emissão Gaia série 31	09/10/2011	até 200 mil
2ª emissão Brazilian Securities série 265	09/12/2011	até 200 mil
2ª emissão Cibrasec série 165	14/12/2011	até 200 mil
2ª emissão Cibrasec série 166	14/12/2011	até 200 mil
2ª emissão Cibrasec série 184	01/12/2012	até 200 mil
1ª emissão RB Capital série 75	21/09/2012	até 200 mil
5ª emissão Gaia série 22	04/12/2012	até 200 mil
4ª emissão Gaia série 43	13/09/2013	até 200 mil
1ª emissão Brazilian Securities série 313	03/12/2013	até 200 mil
4ª emissão Gaia série 45	29/10/2013	até 200 mil
4ª emissão Gaia série 73	24/09/2014	até 200 mil
1ª emissão RB Capital série 110	25/09/2014	até 200 mil
1ª emissão RB Capital série 123	24/09/2014	até 200 mil
4ª emissão Gaia série 83	26/08/2015	até 200 mil
1ª emissão Gaia série 3	19/04/2016	até 500 mil
2ª emissão Cibrasec série 268	22/04/2016	até 650 mil
2ª emissão Cibrasec série 265	19/04/2016	até 421.288
2ª emissão Cibrasec série 279	21/10/2016	até 750 mil
2ª emissão Cibrasec série 276	21/10/2016	até 650 mil

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos termos de securitização dos CRIs.

Verifica-se que quinze certificados correspondem a imóveis com valor de avaliação até R\$ 200 mil, e os outros quatro, com emissão após 2015, com valor até R\$ 750 mil. Os valores dos imóveis financiados, com as informações sobre o período de contratação dos financiamentos entre os certificados analisados no estudo de caso, são os seguintes:

Quadro 11 - Informações sobre valor dos imóveis e período de contratação dos financiamentos dos CRIs analisados

Certificado	Período contratação	Teto financiamento (R\$)	Valor máximo financiado (R\$)
BS 265	sem informação	180.000	170.000
Gaia 22	2012	180.000	164.000
BS 313	1996 a 2014	180.000	158.000
Gaia 83	2010 a 2015	500.000	160.000
Cibrasec 279	2009 a 2016	585.000	584.000

Fonte: Elaborado pela autora a partir dos termos de securitização dos CRIs.

Portanto, quatro dos certificados reúnem imóveis com avaliação de até R\$ 200 mil e valor financiado de até R\$ 180.000. O certificado Gaia 83 contempla imóveis financiados entre 2010 e 2015. Apesar de neste período ser permitido um limite maior para os imóveis financiados (avaliados até R\$ 500 mil), o Certificado apenas reúne imóveis avaliados com um valor menor (até R\$ 200 mil). De acordo com as informações de documentos disponíveis, não é possível afirmar, mas tal aquisição pode ter sido enquadrada dentro dos parâmetros da Resolução CCFGTS nº 649/2010, que estabelecia taxa de juros paga pelo FGTS diferenciada, conforme o valor dos imóveis financiados (com uma taxa diferente para imóveis até o limite de 40% do SFH, o que correspondia a R\$ 200 mil). Já o certificado de emissão mais recente (Cibrasec 279), abrange imóveis com financiamento na vigência das resoluções que permitiam o teto financiado entre R\$ 450.000 (a partir de 03/2009) e R\$ 585.000 (e R\$ 675.000 para alguns estados da federação) e reúne financiamentos de até R\$ 584.000.

Dessa forma, a partir das informações disponibilizadas nos Certificados, a pesquisa procura analisar a localização dos créditos imobiliários, para assim buscar verificar possíveis concentrações regionais e tendências na distribuição. A amostra é feita a partir dos seis documentos que possuem informações sobre a localização dos imóveis, e optou-se por uma análise amostral para classificar a localização geográfica, de forma que são reunidas informações de cinco certificados, que contemplam 7.936 imóveis. Cabe ressaltar que o certificado de 1ª emissão da Brazilian Securities série 265 (BS 265) é o único que reúne financiamentos de imóveis da categoria híbrido (residencial e comercial), enquanto os demais

contemplam apenas imóveis residenciais. Os certificados analisados são os seguintes:

Quadro 12 - Informações sobre os CRIs analisados

Certificado	Valor emissão (R\$)	Data emissão	Teto imóveis (R\$)	Nº financiamentos	Estados de localização	Municípios de localização
BS 265	242.282.000	09/12/2011	200.000	2587	23	769
Gaia 22	86.531.783	04/12/2012	200.000	822	24	388
BS 313	200.663.071	04/12/2013	200.000	2574	24	484
Gaia 83	62.918.344	26/08/2015	200.000	620	25	406
Cibrasec 279	435.216.051	21/10/2016	750.000	1333	24	227

Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados dos termos de securitização dos CRIs.

Percebe-se que há uma grande pulverização entre estados e municípios. Os certificados contemplam financiamentos imobiliários originários de quase todas as unidades da federação. Cada certificado contempla pelo menos 23 estados, e apenas o Amapá não possui financiamento vinculado a nenhum dos certificados analisados.

A localização geográfica dos financiamentos vinculados a cada certificado, em relação às cinco grandes regiões do país, distribui-se conforme o quadro a seguir:

Quadro 13 - Distribuição da localização dos imóveis vinculados aos CRIs analisados

Região	BS 265	Gaia 22	BS 313	Gaia 83	Cibrasec 279
Sudeste	70,4	40,99	67,2	29,3	69,1
Sul	13,7	23,96	13,5	17,2	10,3
Centro-Oeste	10,6	16,54	14,1	26,8	6,3
Nordeste	4,7	15,32	4,7	20,3	11,1
Norte	0,6	3,1	0,4	6,3	3,1

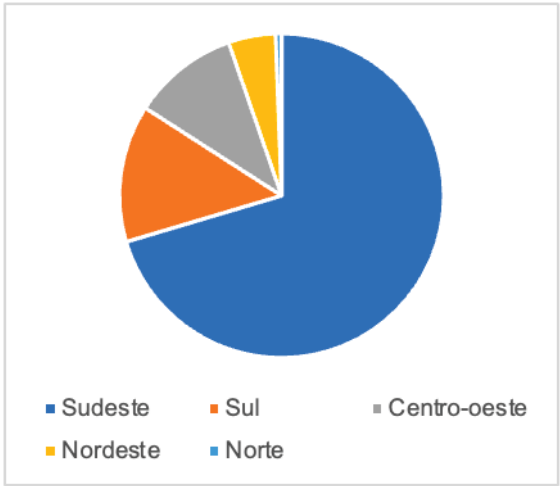
Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados dos termos de securitização dos CRIs.

O certificado que apresenta maior pulverização entre municípios (Brazilian Securities 265) abrange financiamentos em 769 cidades, e o que possui menor

número (Cibrasec 279) está vinculado a financiamentos em 227 municípios. Este último é o único que contempla financiamento de imóveis avaliados acima de R\$ 200 mil, dentro do limite de R\$ 750 mil, e o financiamento com valor mais baixo corresponde a imóvel avaliado em R\$ 340 mil, o que faz parecer que a seleção dos créditos, que compõe o CRI, privilegiou imóveis de valores mais altos. Portanto, embora entre os certificados analisados este certificado não possua o número mais baixo de financiamentos entre os demais, o fato de o valor de avaliação dos imóveis ser maior pode restringir a demanda de financiamentos para menos localizações, em municípios que tendem a apresentar valor de imóveis mais altos. Além disso, conforme menção no termo de securitização, este certificado está vinculado à Resolução CCFGTS 798, que direciona que parte dos créditos relacionados aos financiamentos seja aplicado em imóveis novos, o que também pode contribuir para a elevação dos valores dos imóveis.

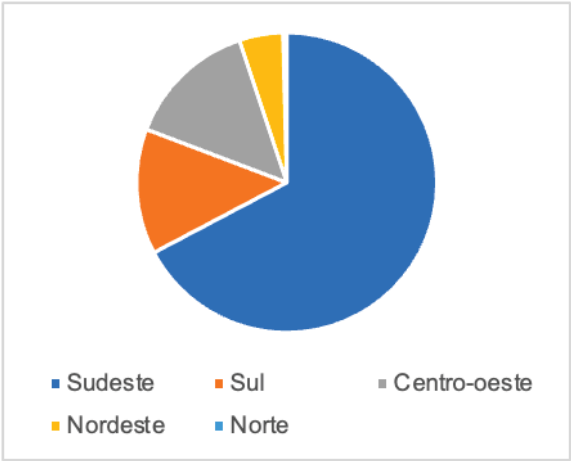
Pode ser observado, conforme os gráficos a seguir, que três certificados (BS 265, BS 313 e Cibrasec 279) apresentam certa linearidade na distribuição, com grande concentração na região Sudeste (em quase 70%). A segunda região que mais concentra financiamentos varia, entre os certificados. A região Sul ocupa a segunda colocação no CRI com emissão mais antiga (BS 265) e apresenta oscilação entre os três certificados, com o percentual reduzido de 13% para 10% na emissão mais recente (Cibrasec 279). No Centro-Oeste há variações no percentual de distribuição (entre 6% e 14%), com aumento de participação na emissão de 2013 (BS 313) em relação à de 2011 (BS 265), e redução na de 2016 (Cibrasec 279). A região Nordeste apresenta linearidade entre as duas primeiras emissões e aumento de participação na emissão mais recente, atingindo 11%. Movimento semelhante ocorre na região Norte, saindo de menos de 0,5% nas primeiras emissões e atingindo 3% no último CRI analisado, como pode ser observado nos gráficos 10, 11 e 12.

Gráfico 10 - Distribuição geográfica dos imóveis financiados vinculados ao CRI BS 265



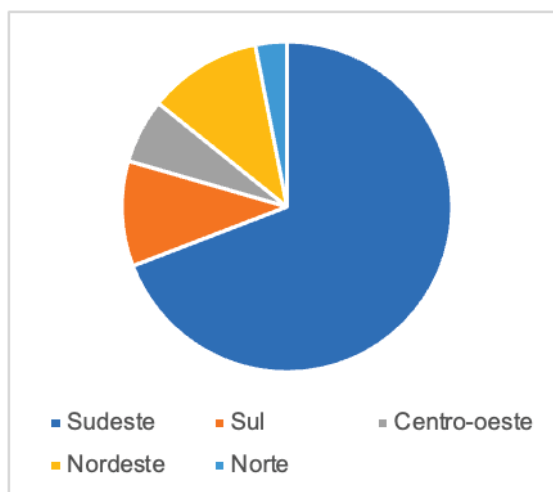
Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados do termo de securitização.

Gráfico 11 - Distribuição geográfica dos imóveis financiados vinculados ao CRI BS 313



Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados do termo de securitização.

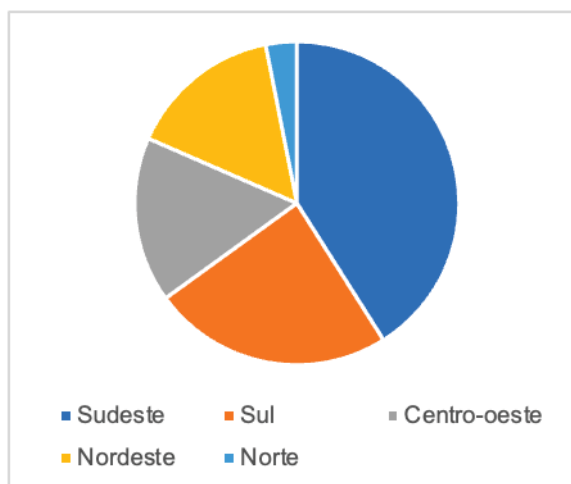
Gráfico 12 - Distribuição geográfica dos imóveis financiados vinculados ao CRI Cibrasec 279



Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados do termo de securitização.

Já os demais certificados (Gaia 22 e Gaia 83) apresentam dados menos homogêneos, tanto entre eles, quanto ao conjunto anterior citado. No certificado Gaia 22, apesar de este apresentar mais financiamentos na região Sudeste, o percentual corresponde a uma parcela menor, em relação aos outros três mencionados (próximo a 40%). A região Sul, na sequência, é a que possui maior participação (quase 24%), entre todos os CRIs. Há também, nesse certificado, um percentual maior de distribuição nas regiões Centro-Oeste e Nordeste do que em relação aos outros três analisados. Situação semelhante acontece com a região Norte, que apresenta maior percentual de distribuição (e próxima à do certificado Cibrasec 279).

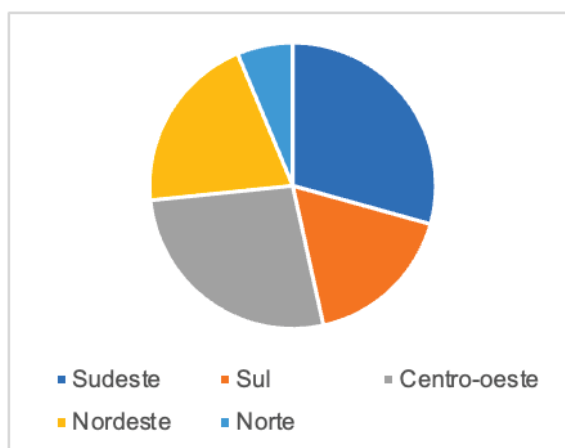
Gráfico 13 - Distribuição geográfica dos imóveis financiados vinculados ao CRI Gaia 22



Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados do termo de securitização.

O CRI Gaia 83 é o que apresenta uma distribuição regional mais homogênea. Três regiões apresentam percentual acima de 20%, sendo que o Sudeste também atinge maior participação, embora seja apresentado um predomínio menor em relação aos demais certificados (menos de 30%). Na sequência, o Centro-Oeste possui percentual próximo a 27% e o Nordeste com 20%, sendo o maior percentual atingido pelas duas regiões em todos os certificados. A região Sul é a que aparece com menor percentual, dentre os demais CRIs, enquanto o Norte atinge sua maior participação (6,3%).

Gráfico 14 - Distribuição geográfica dos imóveis financiados vinculados ao CRI Gaia 83

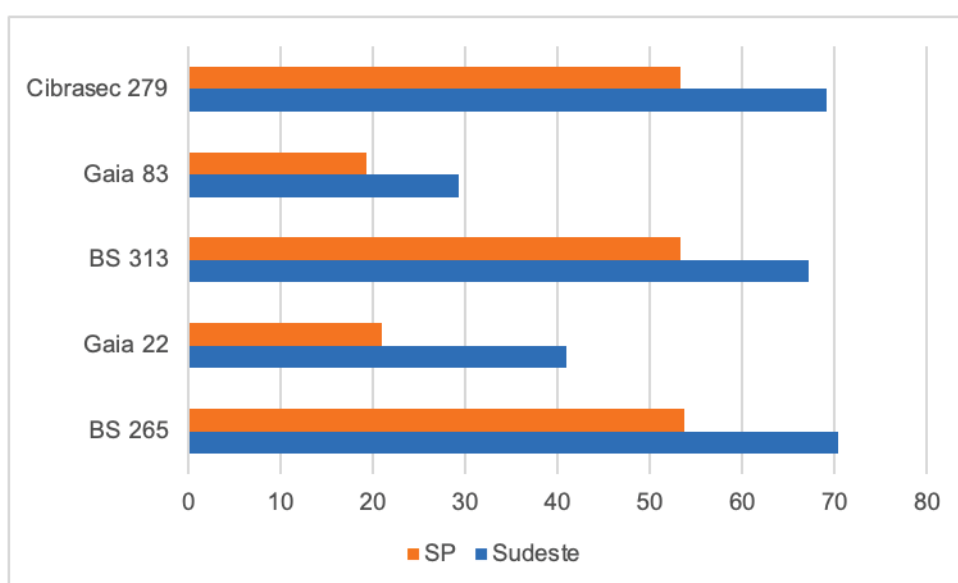


Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados do termo de securitização.

Em relação aos dois últimos certificados analisados, estes reúnem menor valor global de emissão e menos imóveis financiados, o que pode contribuir para o fato de haver uma menor concentração na distribuição entre as regiões.

Como mostrado, a região Sudeste é que apresenta maior percentual de financiamentos entre todos os certificados, e São Paulo é o estado que mais concentra imóveis financiados. O gráfico 15 mostra o percentual de distribuição dos certificados entre o estado e a região.

Gráfico 15 - Percentual de distribuição dos CRIs entre o Sudeste e SP



Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados dos termos de securitização.

Pode-se verificar a preponderância do estado de São Paulo entre os financiamentos na região Sudeste, que atingem, pelo menos, metade dos financiamentos da região em cada certificado.

A seguir, em apêndice desta dissertação, estão ilustrados alguns imóveis que são lastro a um dos CRIs adquiridos pelo FGTS (o CRI da 2ª emissão Brazilian Securities série 265)¹⁷, cuja distribuição dos imóveis concentra 53,7% no estado de São Paulo. Trata-se do único certificado que engloba imóveis da categoria

¹⁷ Embora o Anexo I – Identificação dos Créditos Imobiliário do referido Termo de Securitização traz a relação com o endereço completo dos imóveis e o número da matrícula dos mesmos, as figuras não mencionam o endereço completo, para preservar a privacidade dos mutuários.

residencial e comercial. O certificado foi emitido em 2011 e reúne valores de financiamentos entre R\$ 20.800 e R\$ 170.000, e imóveis com valor máximo de avaliação em R\$ 200.000.

É importante expor que, dentro dos limites desta pesquisa, as imagens de imóveis visam ilustrar características de unidades imobiliárias (imóveis novos e usados; casas e apartamentos; arredores dos imóveis) que estão atrelados a um dos CRIs analisados nesta dissertação. Para tanto, visando garantir maior diversidade de amostras, foram selecionadas unidades localizadas em três municípios (Bauru, Itanhaém e Mauá), situados em regiões distintas do estado.

Bauru está localizada na região oeste do estado e é uma cidade de porte médio, com 379.146 habitantes, conforme censo do IBGE, de 2022.

Figura 2 - Imóvel localizado na rua Doutor Gonzaga Machado, Vila Engler, em Bauru



Fonte: Elaborado pela autora a partir de pesquisa na página eletrônica do Google.

Itanhaém está situada no litoral sul do estado, e possui porte menor, com 112.476 habitantes (IBGE, 2022).

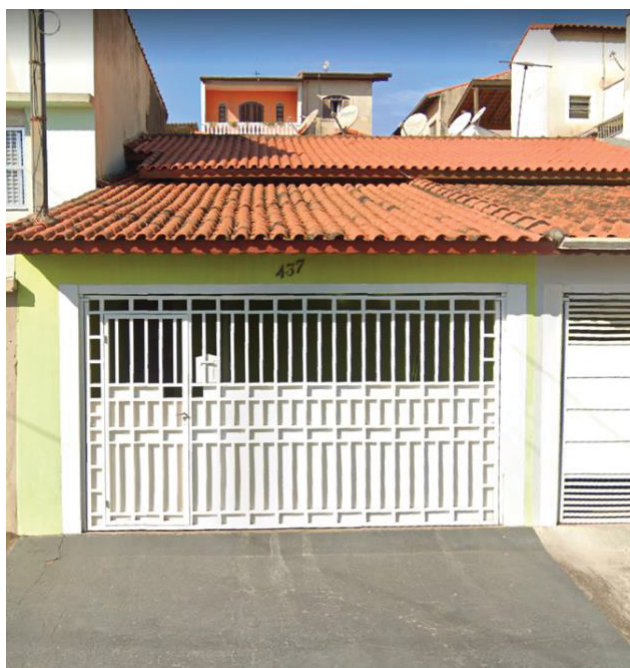
Figura 3 - Imóvel localizado na avenida Flacides Ferreira, Balneário Gaivotas, em Itanhaém



Fonte: Elaborado pela autora a partir de pesquisa na página eletrônica do Google.

Mauá, por sua vez, é um município pertencente à região metropolitana de São Paulo, situado no limite sudeste, e a população é composta por 418.261 habitantes (IBGE, 2022).

Figura 4 - Imóvel localizado na rua Geroncio Gregorio Silva, Jardim Sonia, em Mauá



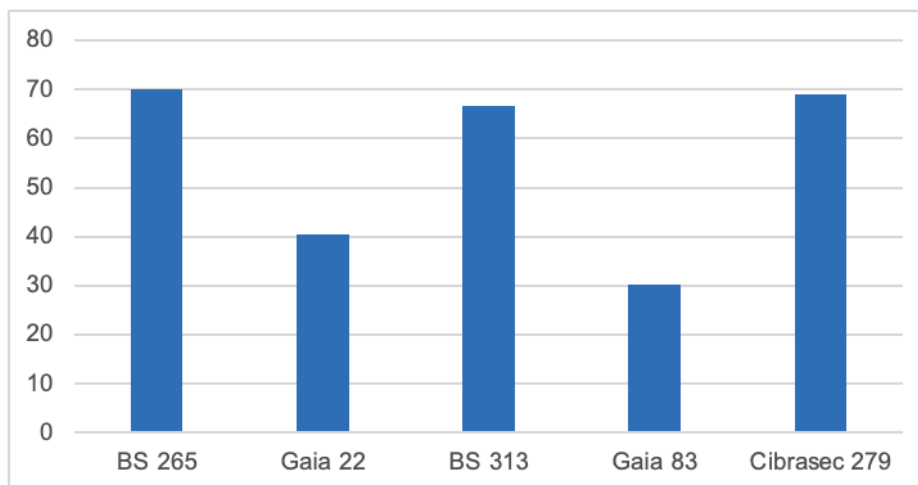
Fonte: Elaborado pela autora a partir de pesquisa na página eletrônica do Google.

A posição predominante de localização dos financiamentos no estado de São Paulo pode ser explicada não só pela concentração populacional (é o estado mais populoso e reúne cerca de 22% da população brasileira) mas também pela concentração de renda no estado (o estado apresenta a segunda maior média de

renda *per capita* do país, sendo superado apenas pelo Distrito Federal), conforme dados do IBGE.

Ainda em relação ao teto de valor para financiamento, o CRI Cibrasec 279 contempla financiamento para imóveis avaliados até R\$ 750 mil, e está enquadrado na instrução CMN que diferencia o teto de imóvel em algumas regiões do país (estados de Minas Gerais, Rio de Janeiro e São Paulo, além do Distrito Federal), por se considerar que tais regiões apresentam valores maiores para comercialização. Em razão disso, enquanto para os demais estados o teto, nos parâmetros do SFH, corresponde a R\$ 650 mil, para aqueles, o financiamento é permitido para imóveis avaliados até R\$ 750 mil. Analisando os imóveis vinculados ao Certificado, não se percebe haver concentração discrepante, nesses estados, em relação aos outros certificados, que possuíam o mesmo limite de financiamento para todas as regiões. Tal comparação foi feita a fim de se verificar se a emissão de CRI privilegiou a concentração de financiamentos entre imóveis que poderiam ter valores mais elevados. A distribuição de imóveis financiados nos estados mencionados entre os cinco CRIs, ocorre da seguinte maneira:

Gráfico 16 - Percentual dos financiamentos nos estados de MG, RJ, SP e DF



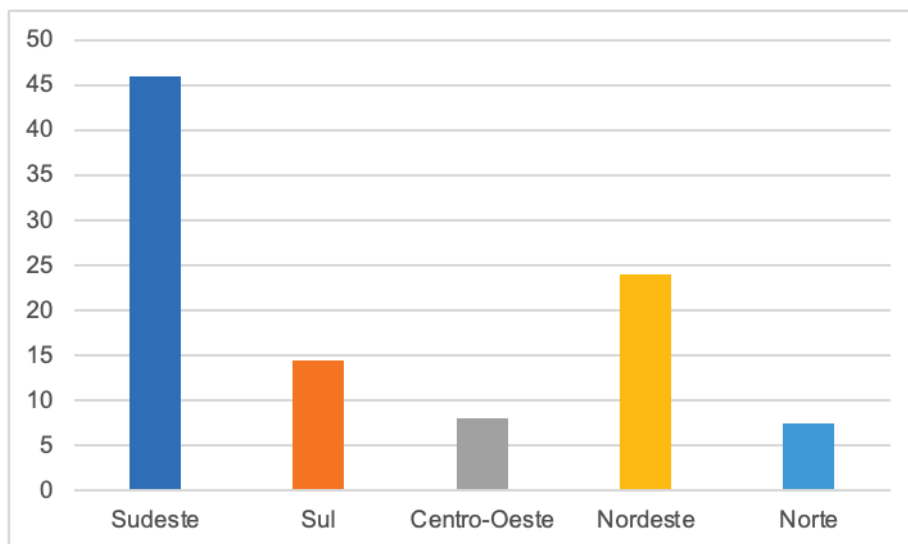
Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados dos termos de securitização.

Com exceção dos certificados Gaia 22 e Gaia 83 que, como mostrado, possuem maior pulverização regional, os demais apresentam forte concentração de financiamentos entre os quatro estados, mas não há distribuição discrepante entre os outros dois certificados, de forma que, através dessa verificação, não é possível

afirmar que se tenha privilegiado, para a emissão do CRI, a seleção em regiões que permitem limite de financiamento para imóveis com avaliação de maior valor.

A concentração regional entre os certificados pode ser analisada sob o prisma da distribuição populacional no país, já que há bastante variação na ocupação demográfica entre as diferentes regiões, sendo que a demanda habitacional e os financiamentos imobiliários podem refletir tal concentração. A comparação em relação à distribuição da população brasileira entre as cinco regiões administrativas foi feita ponderando a taxa de urbanização entre as regiões, tendo em vista que os financiamentos imobiliários vinculados contemplam apenas imóveis urbanos. Dessa forma, foi considerada a distribuição geográfica da população de 2015 (por ser um ano intermediário, entre muitos financiamentos), divulgada pelo IBGE, ponderada a taxa de urbanização, conforme dados da População Nacional por Amostragem de Domicílios (PNAD). Considerando que a taxa de urbanização no Brasil era de 84,7%, foi feita a ponderação da distribuição urbana para o montante de 100%. Dessa forma, a distribuição da população urbana no Brasil é mostrada no gráfico a seguir:

Gráfico 17 - Distribuição da população urbana no Brasil em 2015 (%)



Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados do IBGE/PNAD.

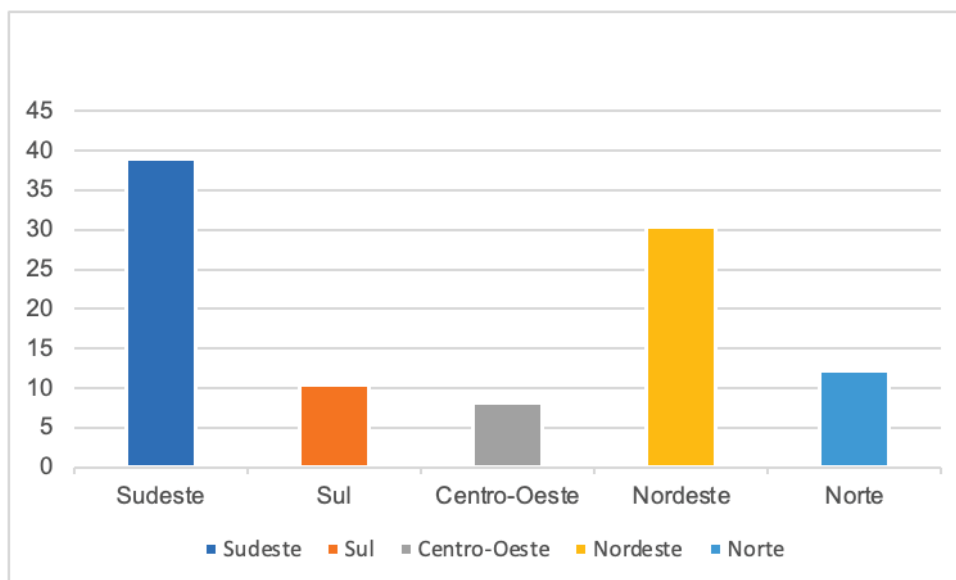
Analizando a distribuição da população brasileira e a dos financiamentos imobiliários vinculados aos certificados considerados, percebe-se que há uma

acentuação entre as diferentes distribuições regionais. A região Sudeste, que concentra cerca de 45% da população urbana, recebe uma parcela maior dos financiamentos relacionados aos certificados – entre os três que apresentam certa homogeneidade, a região concentra aproximadamente 68% dos financiamentos. A região Nordeste, por sua vez, que concentra a segunda maior população urbana do país (24%), não reproduz a distribuição entre a localização dos imóveis analisados, que chega a atingir 11% no certificado com emissão mais recente, e entre 15% e 20% nos CRIs com maior pulverização regional e menos de 5% entre os demais. Há falta de sincronia, também, entre os financiamentos na região Norte, que atinge no máximo 6% (no certificado com distribuição mais homogênea) e cerca de 3% nos demais, enquanto a população urbana na região corresponde a 7,5% da população do país.

Tal discrepância pode ser explicada por outros fatores, como a desigualdade de distribuição de renda da população nas regiões e no acesso a financiamentos imobiliários. Concentrações de renda reproduzem e acentuam diferenças em condições socioeconômicas, como escolaridade, acesso à saúde, à infraestrutura e à habitação. O déficit habitacional também é refletido de forma desigual entre as regiões brasileiras.

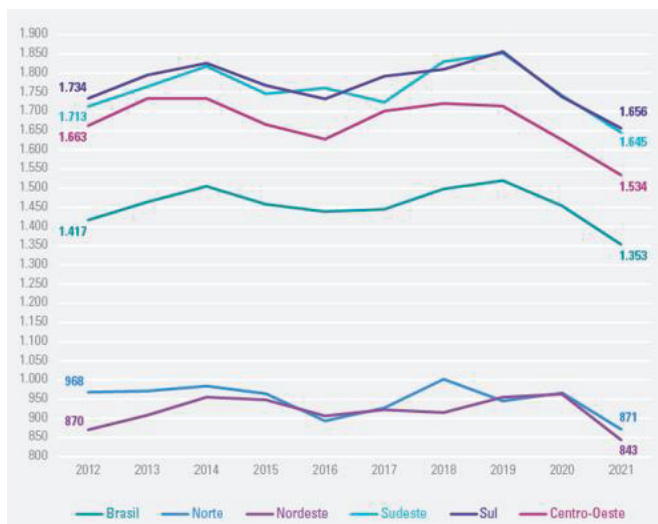
A Fundação João Pinheiro apura o déficit habitacional no Brasil não restringindo a situação apenas à falta de habitação para morar, mas também apurando habitações em situação precária, habitações que são compartilhadas (coabitação), e outras em que há gasto excessivo com aluguel. Dessa forma, o déficit habitacional, em 2019, é retratado no gráfico a seguir:

Gráfico 18 - Déficit habitacional no Brasil em 2019 (%)



Fonte: Adaptado pela autora a partir de dados da Fundação João Pinheiro.

Ao comparar os financiamentos imobiliários vinculados aos CRIs analisados, verifica-se que a oferta dos financiamentos não segue a mesma proporção que a falta de moradia exposta por região. O Nordeste e o Norte apresentam uma proporção de déficit maior do que o percentual atendido, enquanto o Sudeste é mais contemplado com financiamentos do que a proporção de déficit apresentada. Dessa forma, pode-se dizer que o atendimento a financiamentos imobiliários pode estar desvinculado da demanda real por moradia. Tal desvinculação pode ser afetada, também, por diferenças na distribuição de renda no país.

Gráfico 19 - Rendimento médio mensal domiciliar *per capita* (R\$)

Fonte: PNAD/IBGE 2012/2021.

O gráfico 19 mostra a enorme desigualdade de rendimentos *per capita* entre as regiões brasileiras. Em toda a série de dez anos, as regiões Norte e Nordeste concentram os rendimentos mais baixos do país, inferiores à média brasileira. E a diferença dos rendimentos entre as regiões não é pequena - em 2012, o valor médio *per capita* apresentado pela região com maior rendimento, representava quase o dobro de renda média da região com menor rendimento. Em 2021 a diferença se mantém em proporção parecida. Analisando a distribuição entre os financiamentos imobiliários nos CRIs pesquisados, as regiões com menor rendimento, Norte e Nordeste, são as que apresentam menor percentual de financiamento em quase todos os certificados (com exceção dos CRIs Gaia 83, em que a região Nordeste apresenta maior percentual que a região Sul e o Cibrasec 279, e em que o Nordeste supera as regiões Sul e Centro-Oeste).

Cruzando os dados entre renda e déficit habitacional, há convergência entre as duas regiões que apresentam menor rendimento e maior déficit (Norte e Nordeste). No entanto, a terceira região que possui maior falta de moradia, a região Sul, é a que apresenta maior média de rendimento *per capita* no país durante o maior período da série. Sem entrarmos em detalhamentos maiores sobre os financiamentos imobiliários vinculados aos certificados (ao público atingido, em função da renda), pode-se considerar que outros fatores também podem contribuir para o descompasso entre falta de moradia e renda da região. O rendimento médio

entre as regiões corresponde a uma média, de forma que também são apresentadas concentrações e desigualdade de renda também entre regiões. Além disso, a oferta de moradia através de financiamentos pode facilitar o acesso à população que não é a mais atingida por falta de moradia (tendo em vista o valor dos imóveis financiados e que o segmento mais afetado pela falta de moradia se concentra na faixa de renda de até três salários mínimos). A região Sudeste, apesar de apresentar uma das maiores médias no rendimento *per capita* do país, apresenta o maior percentual de déficit habitacional, tendo seu maior componente relacionado ao ônus com aluguel, conforme dados da Fundação João Pinheiro (2019). Tal região concentra várias regiões metropolitanas e aglomerados urbanos, o que tende a agrupar imóveis com valores mais altos e afetar a dificuldade de acesso à moradia ou promover alto impacto com o ônus com aluguel.

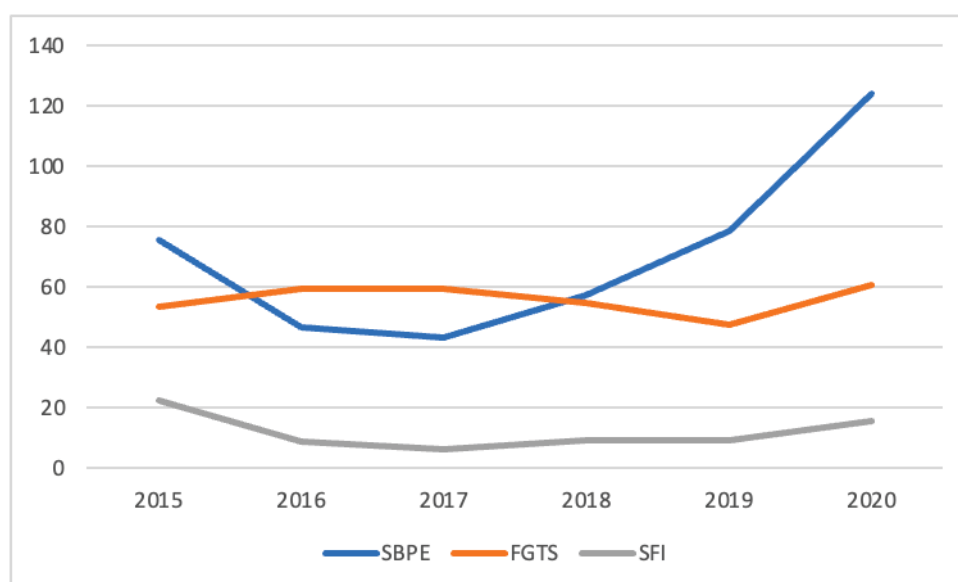
A análise de tais dados nos leva a pensar que financiamentos habitacionais desvinculados de políticas públicas que facilitem o acesso à população mais carente por moradia, através, por exemplo, de subsídios a parcelas dos financiamentos, pode não contribuir para atenuar o problema da falta de moradia entre essa população. Além disso, o acesso à moradia através da aquisição de imóvel próprio não deve ser a única alternativa para políticas públicas habitacionais, podendo ser pensadas outras formas de acesso, tais como aluguéis subsidiados.

Vemos que muitas das justificativas para as aquisições de CRIs pelo FGTS remeteram à ideia de fomentar o mercado secundário de títulos e a alavancagem do SFI no país. Para a criação desse Sistema na década de 1990, debates argumentavam sobre o fato de o SFH estar saturado, e de que não haveria estrutura para suprir a falta de moradia no país. No entanto, através da análise sobre os créditos que originaram os CRIs adquiridos pelo FGTS, vemos que estes estão atrelados aos recursos do SBPE. Portanto, são recursos do SFH que alimentam o Sistema Financeiro Imobiliário, de forma que se pode pensar que o SFI não é independente ou constituído à parte de recursos do SFH.

Mais de duas décadas após a criação do SFI e de muitas regulações e leis instituídas com vistas a incentivar recursos para a consolidação de um sistema que, no discurso de sua concepção, opera de maneira mais “liberal”, fora dos arcabouços do Estado, vemos não só esforços estatais para tal consolidação, através de alterações normativas e legais para favorecê-la, como ação mais direta, através do FGTS, que promoveu compras de CRIs para aumentar a liquidez de recursos para o

crédito imobiliário no país (tanto para o SFH quanto para o SFI), como atuações de bancos públicos nas emissões de Certificados com lastro em suas operações de financiamento imobiliário. Mesmo com todas essas ações, analisando-se os dados dos recursos vinculados aos financiamentos imobiliários no país no período de 2015 a 2020, conforme o gráfico 20, é possível verificar grande predomínio de recursos do SFH, cujos recursos do SBPE são majoritariamente dominantes (com exceção de 2016 e 2017, quando os recursos do FGTS estiveram na liderança). Já os recursos do SFI permanecem num patamar menos representativo, apresentando modesto crescimento no último ano da análise.

Gráfico 20 - Fonte de recursos no financiamento imobiliário – R\$ bilhões



Fonte: Elaborado pela autora a partir de dados do Bacen.

Até 2018, o financiamento habitacional e imobiliário ocorria através do direcionamento compulsório de 65% de recursos de cadernetas de poupança e, desse percentual, 80% deveria ser aplicado em operações do SFH com limites no valor de imóveis financiados e em taxas de juros. A partir de 2019, dentro do aprofundamento de medidas neoliberais ocorridas no país, na gestão de Michel Temer e com continuidade na gestão de Jair Bolsonaro, a Resolução CMN nº 4.676 alterou o critério, desvinculando aplicações do SFH com limites de valor e juros.

Antes mesmo dessa alteração, em um sistema como o SFH, regulado e possuindo limitações de valores para financiamentos de imóveis e de taxas de juros

e, em sua concepção, não sendo destinado ao atendimento de classes de maior renda da população, já é questionável qual era o público atendido com os financiamentos, no que concerne à contribuição para a redução da falta de moradia no país. Em um sistema, então, como o SFI, sem regulações para taxa de juros nos financiamentos, cuja captação de recursos ocorre através de um complexo mecanismo atrelado à rentabilidade sobre ativos imobiliários, que procuram ser atrativos para investidores, qual seria a lógica para o direcionamento de seus financiamentos? Provavelmente a motivação rentista não consegue equilibrar o atendimento da população de renda mais baixa, segmentos estes que oferecem maior risco de crédito e menor retorno a investimentos com a atratividade para os investidores. Em relação ao FGTS que, em sua concepção, procura equilibrar essa equação, trazendo rentabilidade aos investimentos e retorno à população brasileira, através de programas habitacionais e de desenvolvimento de infraestrutura no país, a seleção de financiamentos para compor investimentos, pela lógica do retorno e da redução de riscos, pode ser incompatível com o investimento em regiões menos prósperas e direcionadas a classes sociais com menor rendimento, tornando difícil o atendimento das duas questões.

Outra crítica que cabe quanto ao FGTS é que parte dos recursos direcionados à aquisição de CRIs e outros ativos financeiros; como afirmou um conselheiro do CCFGTS, é que o “derivativo do CRI seria mais um produto financeiro do que um produto de desenvolvimento do Setor” (CCFGTS, 2016, p. 7). Dessa forma, vemos que após um longo caminho dos recursos, que envolve circulação e valorização do capital por diferentes agentes, os recursos indiretamente resultam em financiamento habitacional e em infraestrutura no país. Esses mesmos recursos poderiam ser alocados para financiamentos diretos de programas do Fundo, mais atrelados às políticas públicas setoriais coordenadas pelos governos.

4 CONCLUSÃO

No decorrer deste trabalho, procurou-se mostrar que a produção do espaço urbano, em contexto histórico da economia capitalista, formado a partir da acumulação do capital, vem sofrendo ao longo do tempo alterações que buscam estimular a circulação, a aceleração da liquidez e a valorização do capital. O setor imobiliário é caracterizado por um longo período de rotação do capital e, por isso, altamente dependente de crédito. Assim, torna-se um setor em que muitas mudanças ocorrem, através do entrelaçamento entre capital imobiliário e financeiro. Nesse processo, novos arranjos do capital se formam, através de uma importante atuação do Estado.

Conforme Lefebvre (1991), o espaço urbano é construído através de condições impostas pelo Estado e por instituições que o compõem e o organizam a partir de suas exigências. A atuação do Estado pode ocorrer pelo desenho de estrutura legal para o funcionamento dessa esfera, ou de uma forma mais direta, através da atuação do direcionamento de recursos públicos. Como mostra Harvey (2005), sob a esfera do neoliberalismo ocorrem mudanças na atuação do Estado, que passa a buscar traçar arranjos institucionais favoráveis à garantia da propriedade privada e ao funcionamento do livre mercado. Assim, sob o entrelaçamento entre Estado, capital imobiliário e financeiro, na produção do espaço urbano, a terra e ativos imobiliários, caracterizados por baixa liquidez, passam a ser negociáveis de outra maneira, através da securitização de créditos vinculados a esses ativos, num processo que visa aumentar a baixa liquidez dos ativos.

Através de um breve histórico sobre o sistema habitacional no Brasil, conforme abordado no Capítulo 2.2, vimos que o sistema foi estruturado inicialmente através da captação de recursos de fundos de aposentadoria e pensão e, na década de 1960, através da atuação mais direta do Estado, com o BNH. Outro órgão importante, nesse processo, que ganha protagonismo após a extinção do BNH é o FGTS, que reúne componentes do fundo público definidos por Oliveira (1998), financiando a acumulação do capital e a reprodução da força de trabalho. Assim, seus recursos são formados através de depósitos compulsórios pelos empregadores sobre os salários de trabalhadores, sendo, ao mesmo tempo, uma poupança para os trabalhadores e fonte de financiamento para a infraestrutura no país.

A área de habitação no Brasil envolve o funcionamento simultâneo de alguns sistemas, tendo o SFH como protagonista, composto por recursos do FGTS e do SBPE. Além desse sistema, há também o SFI, sistema mais recente, criado no final da década de 1990, cujos recursos são captados através do mercado secundário de títulos mobiliários e não possui limites de valores para financiamentos nem controle sobre as taxas de juros ofertadas.

O SFI surgiu em um contexto mundial de avanço da economia neoliberal, que resultou em alteração da atuação do Estado em financiamentos, através da adoção de forte ajuste fiscal, de reformas neoliberais, tendo a política macroeconômica com base nos juros altos, no controle de gastos públicos e no câmbio flutuante, objetivando criar condições favoráveis à atuação de instituições privadas, tendo sido criado a partir do discurso sobre o possível esgotamento de recursos do SFH e da falta de condições deste para tratar da questão habitacional no país. O SFI foi estruturado juntamente com inúmeras leis e normas, que buscaram trazer condições favoráveis para a operacionalização do Sistema e minimizar riscos a investidores. Medidas são tomadas pelo governo brasileiro para a alavancagem do mercado de títulos imobiliários, procurando aumentar a liquidez dos títulos, minimizar riscos no mercado secundário e promover melhorias no ambiente institucional para investidores. Além dessas medidas, vemos mais ações por parte do Estado para promover o crescimento do mercado secundário de títulos financeiros no país. Através de recursos públicos, a partir da década de 2000, o FGTS direciona parte de seus investimentos, até então investidos apenas em títulos públicos federais, para outros ativos financeiros, como CRIs.

Em relação às justificativas da instância decisória do FGTS, o CCFGTS, para a aquisição desses ativos, a análise sobre as decisões ficou restrita à pesquisa documental sobre atas das reuniões do CCFGTS. Embora se tratem de documentos bastante detalhados, tal análise pode camuflar conflitos e ambiente de disputas, presentes nessa instância. Ainda assim, é possível perceber diferentes discursos, interesses e embates entre os representantes. As principais justificativas para as aquisições se referiram à necessidade de fomentar o mercado secundário, aumentar a rentabilidade para o FGTS, e incentivar a geração de empregos, através do fomento à construção civil e o combate à falta de moradia no país.

Ao ser feita uma análise mais detalhada sobre parte dos créditos vinculados aos financiamentos imobiliários cedidos por instituições financeiras e adquiridos pelo

FGTS, verifica-se que sua origem está em recursos do SBPE, ou seja, um componente do SFH. Dessa forma, o discurso liberal que serviu de base para a criação do SFI e que propagava a incapacidade do SFH para resolver as questões habitacionais no país, pode ser contestado, pois é a partir de recursos do SFH que o SFI se forma. Além disso, observa-se também que muitos dos CRIs são emitidos por bancos públicos, principalmente a CEF, ocupando posições de destaque como cedentes de crédito na originação de CRIs, corroborando análises de Royer (2016); Abreu (2019) e Torres (2021), na importância de interferência do Estado para a promoção de liquidez para o sistema imobiliário. Vemos então, que o discurso mercadológico do SFI, e de menos dependência do Estado, mostra-se contraditório, à medida que a origem do crédito para o SFI se faz através de recursos do próprio SFH, e com conexões com recursos públicos e bancos estatais, confirmando a afirmação de Francisco de Oliveira, de que “o sistema capitalista é impensável sem a utilização de recursos públicos” (OLIVEIRA, 1998, p. 9). E, apesar de toda a estrutura legal criada, e do esforço para o fomento do SFI no país, vemos que nos últimos anos tal fonte não ganhou posição de destaque no financiamento imobiliário, representando menos de 10% do total dos recursos.

Se o CRI pode ser considerado importante, na financeirização imobiliária – como a pedra angular do processo de financeirização do imobiliário em escala global (Torres, 2021), com o passar dos anos novos instrumentos ganham força, como os LCIs e os FIIs, que atualmente possuem um volume maior de estoque no mercado de capitais, no país, que os CRIs (*ibidem*). Em relação às emissões de CRIs no país, são observadas mudanças no perfil desde o período inicial das ofertas. Enquanto as operações originais se caracterizavam por abranger imóveis comerciais na modalidade de aluguel (Abreu, Melazzo e Ferreira; 2020), com as alterações promovidas pelo CMN, que passaram a computar os certificados na exigibilidade para aplicação no crédito imobiliário, e depois restringindo para a modalidade habitacional, o perfil das emissões muda, passando a ser dominado por financiamento habitacional.

Quanto à distribuição geográfica desses imóveis, também são observadas alterações. Enquanto focado no segmento comercial, conforme análise de Abreu, Melazzo e Ferreira (2020), os imóveis se concentravam em regiões metropolitanas. Já com o segmento habitacional, observa-se uma pulverização espacial maior. A análise amostral de certificados adquiridos pelo FGTS mostra que os imóveis

financiados vinculados aos CRIs estão presentes em quase todo o território nacional, em cidades de diversas escalas. No entanto, há diferentes concentrações regionais, havendo o predomínio na região Sudeste. Embora esta seja a região com maior concentração populacional no país, tal fato parece relacionar-se mais com a questão da distribuição de renda do que a da demanda por habitação, já que a região concentra uma das maiores rendas *per capita* no país. As regiões Nordeste e Norte, que possuem as rendas mais baixas, concentram menos financiamentos, apesar de se posicionarem na segunda e terceira colocação entre as regiões do país que mais concentram taxa de déficit habitacional, atrás da região Sudeste. Ainda em relação às aquisições de CRIs pelo FGTS, vemos que, inicialmente, as autorizações condicionavam parte do lastro dos Certificados a imóveis vinculados ao conceito de habitação popular. No entanto, resoluções foram alteradas, sendo relacionados os imóveis às condições do SFH. Portanto, o argumento de que as compras desses instrumentos contribuiriam com o combate à falta de moradia no país também pode ser contestado, já que os financiamentos imobiliários vinculados parecem não ser direcionados para atender a população mais carente por moradia.

Inicialmente, a motivação para o estudo deste tema focou a análise sobre os investimentos do FGTS e possíveis impactos do direcionamento ao mercado de capitais, que poderia estar em descompasso com setores econômicos produtivos e com o financiamento de um espaço urbano guiado pela especulação imobiliária e pelo rentismo. Pode não ser necessariamente verificada essa relação, mas sim mudanças na forma de financiamentos, em que há um longo caminho que os recursos percorrem até chegarem à ponta produtiva, ocorrendo menos financiamento direto através de recursos do Fundo, e mais intermediação de recursos por meio de instrumentos financeiros, além de o processo envolver outros atores (como companhias securitizadoras, agentes fiduciários, agências de *rating* e investidores), que passam a se beneficiar, recebendo lucro, juros e renda que compõem o capital envolvido nos financiamentos e podem contribuir para a produção de um espaço urbano de forma seletiva, baseada na busca por maiores retornos financeiros. Além disso, a ideia da casa própria fortemente arraigada na população brasileira e no direcionador de políticas habitacionais, através do crédito, contribui para a disseminação desse circuito financeiro e imobiliário.

Embora não tenha sido o objetivo principal do trabalho, a análise sobre o problema crônico de déficit habitacional que o país enfrenta, e a dificuldade de

democratizar o acesso a moradias dignas, faz-nos refletir que a política habitacional brasileira sempre foi estruturada a partir do crédito habitacional, e contribui com a consolidação da ideologia da casa própria (BONDUKI, 1998; BONATES, 2007; ARAÚJO, 2008). Tal ideologia alimenta o conceito da habitação como mercadoria e políticas públicas habitacionais são maciçamente pensadas tendo o crédito habitacional como principal instrumento de acesso à moradia. No entanto, é possível pensar em outras formas de prover habitação, desvincilhadas da propriedade, como o aluguel social e a ocupação de imóveis vazios que ficam reféns da especulação imobiliária e que não cumprem a função social da propriedade, prevista no artigo 186 da Constituição Federal e no Estatuto da Cidade.

Analisando a origem de recursos para a política habitacional, podemos ver com preocupação questões macroeconômicas, como a manutenção da taxa referencial de juros da economia brasileira em patamares elevados (numa trajetória crescente desde o início de 2021 e estável nos últimos meses, em 13,75% ao ano), que torna a captação da poupança menos atrativa em relação a outros instrumentos financeiros, como CRI, FII e LCI, além de tornar investimentos produtivos mais caros. Tal situação pode acarretar na falta de recursos para o SBPE, e considerando a recente alteração CMN, ocorrida em 2019, de redução do direcionamento de recursos para o crédito habitacional controlado, a questão torna-se ainda mais preocupante, pela possibilidade de aplicação dos recursos da exigibilidade de forma livre, podendo ocorrer preferência pelo financiamento de imóveis de valores mais altos ou em regiões mais valorizadas, vislumbrando-se o retorno dos investimentos, sem haver preocupação com o atendimento à população mais afetada pela falta de moradia no país, que é composta, em quase 90%, pela população com renda de até três salários mínimos.

Enquanto são observadas, em função de condições econômicas mais ou menos favoráveis à sua captação, oscilações em recursos da caderneta de poupança direcionados ao crédito habitacional, o FGTS mostra maior estabilidade tanto na arrecadação como na aplicação de recursos. Mesmo com fortes medidas de maior austeridade fiscal adotadas pelo governo federal nos últimos anos, e aprofundadas a partir de 2016, o Fundo manteve constante aplicação de recursos em seus programas, mostrando a solidez e a importância para o financiamento da infraestrutura no país. Dessa forma, refletindo sobre impactos do aprofundamento de medidas neoliberais na economia brasileira, vemos que apesar do discurso do

Estado mínimo e da austeridade fiscal adotada nas últimas décadas, a atuação do FGTS mantém-se constante e importante não somente no financiamento do espaço urbano no país, mas também através de ações para garantir liquidez à economia, assegurar um amparo à seguridade social dos trabalhadores e investir na dívida pública.

Além disso, em momentos de desaquecimento econômico ou de crises econômicas, a atuação do Fundo se torna mais intensa, como pôde ser verificado nos últimos anos, já que muitas aquisições de CRIs pelo Fundo objetivaram dar liquidez ao crédito imobiliário e fomentar o mercado secundário de títulos no Brasil e, mais recentemente, autorizações para saques pelos trabalhadores objetivaram injetar recursos na economia. Tais ações podem ser vistas como alerta pelo impacto causado no saldo do Fundo. Além disso, o FGTS pode sofrer implicações decorrentes de mudanças recentes no mercado de trabalho, com o aumento da informalidade, e decorrentes também da Reforma Trabalhista, vigente desde 2017, que tende a reduzir a arrecadação de recursos. Nos últimos anos, pode-se observar diminuição do saldo dos recursos, em função de aumento de saques, que ocasionou arrecadação líquida negativa em 2019 e 2020. Quanto à arrecadação bruta, nesses primeiros anos após a vigência da Reforma Trabalhista, não são observadas alterações significativas, mas as mudanças (decorrentes de alterações em contratos de trabalho) podem levar um tempo maior para serem percebidas. Além da questão da arrecadação do Fundo, podem ser vistas como alerta algumas mudanças recentes que desviam sua finalidade original e favorecem a economia financeirizada, como a criação do programa FGTS Saúde, e de operações de microcrédito. Muitas das decisões foram impostas pelo governo federal ou entidades que compõem o Conselho do Fundo, sem haver discussão mais aprofundada pela entidade decisória do Fundo em pauta.

Considerando diferentes interesses e disputas no FGTS, presentes em discursos dos representantes do CCFGTS, é pertinente um acompanhamento sobre sua atuação. O FGTS, além de um importante patrimônio dos trabalhadores, mostra-se como essencial fonte de recursos para políticas de infraestrutura urbana em um país com enormes desigualdades sociais e espaciais. Disparidades, estas, que parece não serem atacadas ou minimizadas através da atuação livre da iniciativa privada, vide a diferença de enfoque entre o SFI e programas habitacionais do FGTS. Sendo a gestão do Fundo coordenada por um conselho tripartite, passível de

interesses e disputas, o estudo sobre diferentes dimensões do Fundo é um assunto para ser constantemente observado e analisado pelo campo das Políticas Públicas, que são construídas não de forma neutra, mas através de preferências e interesses de grupos que compõem ou interferem no Estado, sendo que a política pública expressa assim, a “conversão de decisões privadas em decisões e ações públicas, que afetam a todos” (CUNHA, 2002, p. 12). Dessa forma, espera-se que este trabalho possa contribuir para reflexões e estudos sobre este tema.

REFERÊNCIAS

- ABREU, Marlon Altavani de. **Produção imobiliária e os espaços da financeirização**: entre o abstrato da riqueza financeira e o concreto da cidade produzida. Orientador: Dr. Everaldo Santos Melazzo. 2019. 232 f. Tese (Doutorado em Geografia) – Faculdade de Ciências e Tecnologia, Universidade Estadual Paulista. Presidente Prudente, 2019. Disponível em <https://repositorio.unesp.br/handle/11449/182172>. Acesso em 31 ago 2022.
- ABREU, Marlon Altavani de; MELAZZO, Everaldo Santos; FERREIRA, João Vitor de Souza. Produzindo casas de papel: as engrenagens da securitização de ativos imobiliários residenciais no Brasil. **CONFINS online**, v. 47, 2020. Disponível em <https://journals.openedition.org/confins/33013>. Acesso em 27 fev 2023.
- ARAUJO, Ana Cristina da Silva. A casa [própria] alugada: questões da política pública habitacional. **Revista Risco**, São Carlos, v. 07, p. 165-176, 2008. Disponível em <https://www.revistas.usp.br/risco/article/view/44730>. Acesso em: 13 mar 2023.
- ARAÚJO, Francisco Carlos Silva. Seguridade social. **Revista Jus Navigandi**, Teresina, ano 11, n. 1272, 25 dez. 2006. ISSN 1518-4862. Disponível em: <https://jus.com.br/artigos/9311>. Acesso em: 26 fev 2023.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS. Boletim de Mercado de Capitais – 2015 a 2021. 2022. Disponível em https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/captacoes-ultrapassam-r-400-bi-em-2021.htm. Acesso em: 28 jan 2023.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS. **Certificados de Recebíveis Imobiliários**. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2015. (Estudos especiais: produtos de captação). Disponível em https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estudos/mercado-de-capitais/produtos-de-captacao/produtos-de-captacao-certificados-de-recebiveis-imobiliarios.htm. Acesso em: 22 jun 2022.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS. Dados e Ofertas de CRI. 2022. Disponível em https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/dados-de-emissao-de-cri.htm. Acesso em: 07 jul 2022.
- BARDIN, Laurence. **Análise de Conteúdo**. Edições 70, LDA. Lisboa, Portugal, 1977.
- BEHRING, Elaine Rossetti. Crise do capital, fundo público e valor. In: BOSCHETTI, Ivanete *et al.* In: **Capitalismo em crise, política social e direitos**. São Paulo, SP: Cortez, 2010.
- BEHRING, Elaine Rossetti. Rotação do capital e crise: fundamentos para compreender o Fundo público e a política social. In: SALVADOR, Evilasio *et al.*

(org.). **Financeirização, fundo público e política social**. São Paulo, SP: Cortez, 2012.

BLAY, Eva Alterman. Habitação: a política e o habitante. *In*: BLAY, Eva Alterman (org.). **A luta pelo espaço. Textos de sociologia urbana**. Petrópolis: Vozes, 1978, p. 75-86.

BONATES, Mariana Fialho. Ideologia da Casa Própria... Sem Casa Própria: O Programa de Arrendamento Residencial na cidade de João Pessoa-PB. Orientadora: Dra. Angela Lúcia de Araújo Ferreira. 2007. 291 f. Dissertação (Mestrado em Arquitetura e Urbanismo) – Centro de Tecnologia, Universidade Federal do Rio Grande do Norte. Natal. 2007. Disponível em <https://repositorio.ufrn.br/handle/123456789/12305>. Acesso em: 28 abr 2023.

BONDUKI, Nabil. **Origens da Habitação Social no Brasil: Arquitetura Moderna, Lei do Inquilinato e Difusão da Casa Própria**. São Paulo: FAPESP, 1998.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 1.446, de 05 de janeiro de 1988. Dispõe sobre depósitos de poupança pelas sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimo e caixas econômicas, e determina que os saldos devedores dos contratos de financiamento habitacionais seriam corrigidos pelos mesmos índices de correção monetária incidentes sobre os depósitos de poupança. **Banco Central do Brasil**. Disponível em https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/42309/Res_1446_v1_O.pdf. Acesso em: 01 set 2022.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 2.261, de 28 de março de 1996. Altera dispositivos do Regulamento anexo à Resolução nº 1980, de 30 de abril de 1993. **Banco Central do Brasil**. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=RESOLUÇÃO&numero=2261>. Acesso em: 11 fev 2023.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 2.706, de 30 de março de 2000. Dispõe sobre o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). **Banco Central do Brasil**. Disponível em https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2000/pdf/res_2706_v3_p.pdf. Acesso em 11 fev 2023.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 2.458, de 18 de dezembro de 1997. Dispõe sobre o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). **Banco Central do Brasil**. Disponível em https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1997/pdf/res_2458_v1_O.pdf. Acesso em: 02 set 2022.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 3.005, de 30 de julho de 2002. Dispõe sobre o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema

Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). **Banco Central do Brasil**. Disponível em https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2002/pdf/res_3005_v8_l.pdf. Acesso em: 02 set 2022.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 3.259, de 28 de janeiro de 2005. Altera o dispositivo de recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). **Banco Central do Brasil**. Disponível em https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2005/pdf/res_3259_v2_l.pdf. Acesso em: 11 fev 2023.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 3.347 de 08 de fevereiro de 2006. Dispõe sobre o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). **Banco Central do Brasil**. Disponível em https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2006/pdf/res_3347_v6_l.pdf. Acesso em: 02 set 2022.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 3.706 de 27 de março de 2009. Dispõe sobre a concessão de financiamentos imobiliários, o direcionamento dos recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), a realização de operações de microcrédito destinado à população de baixa renda e a microempreendedores e altera a Resolução nº 2828, de 2001, que trata da constituição e do funcionamento de agências de fomento. **Banco Central do Brasil**. Disponível em https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2009/pdf/res_3706_v3_L.pdf. Acesso em: 02 set 2022.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 3.932 de 16 de dezembro de 2010. Altera o dispositivo de recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE). **Banco Central do Brasil**. Disponível em https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2010/pdf/res_3932_v3_l.pdf. Acesso em: 02 set 2022.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 4.271 de 30 de setembro de 2013. Dispõe sobre os critérios de concessão de financiamento imobiliário e dá outras providências. **Banco Central do Brasil**. Disponível em <https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=258929>. Acesso em 11 fev 2023.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Conselho Monetário Nacional. Resolução nº 4.410 de 28 de maio de 2015. Altera o Regulamento anexo à Resolução nº 3932, de 16 de dezembro de 2010, que consolida as normas sobre direcionamento de recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), e dispõe sobre a Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) e a Letra de Crédito Imobiliário (LCI). **Banco Central do Brasil**. Disponível em

https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2015/pdf/res_4410_v1_O.pdf. Acesso em: 02 set 2022.

BRASIL. Banco Central do Brasil. Informações do mercado imobiliário. 2023. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/mercadoimobiliario>. Acesso em: 02 fev 2023.

BRASIL. CCFGTS. CEF. Demonstrações Financeiras do FGTS. Relatório do Agente Operador - Exercício 2002. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-demonstracao-financeira/DEMONSTRACAO_FINANCEIRA_FGTS_2002.pdf. Acesso em: 04 ago 2022.

BRASIL. CCFGTS. CEF. Demonstrações Financeiras do FGTS. Relatório do Agente Operador - Exercício 2003. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-demonstracao-financeira/DEMONSTRACAO_FINANCEIRA_FGTS_2003.pdf. Acesso em: 04 ago 2022.

BRASIL. CCFGTS. CEF. Demonstrações Financeiras do FGTS. Relatório de Administração do FGTS - Exercício 2004. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-demonstracao-financeira/DEMONSTRACAO_FINANCEIRA_FGTS_2004.pdf. Acesso em: 04 ago 2022.

BRASIL. CCFGTS. CEF. Demonstrações Financeiras do FGTS. Relatório de Administração do FGTS - Exercício 2005. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-demonstracao-financeira/DEMONSTRACAO_FINANCEIRA_FGTS_2005.pdf. Acesso em: 04 ago 2022.

BRASIL. CCFGTS. CEF. Demonstrações Financeiras do FGTS. Relatório de Administração do FGTS - Exercício 2006. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-demonstracao-financeira/DEMONSTRACAO_FINANCEIRA_FGTS_2006.pdf. Acesso em: 04 ago 2022.

BRASIL. CCFGTS. CEF. Demonstrações Financeiras do FGTS. Relatório de Administração do FGTS - Exercício 2007. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-demonstracao-financeira/DEMONSTRACAO_FINANCEIRA_FGTS_2007.pdf. Acesso em: 04 ago 2022.

BRASIL. CCFGTS. CEF. Demonstrações Financeiras do FGTS. Relatório de Administração do FGTS - Exercício 2008. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-demonstracao-financeira/DEMONSTRACAO_FINANCEIRA_FGTS_2008.pdf. Acesso em: 04 ago 2022.

BRASIL. CCFGTS. CEF. Demonstrações Financeiras do FGTS. Relatório de Administração do FGTS - Exercício 2009. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-demonstracao-financeira/DEMONSTRACAO_FINANCEIRA_FGTS_2009.pdf.

[financeira/DEMONSTRACAO_FINANCEIRA_FGTS_2009.pdf](#). Acesso em: 04 ago 2022.

BRASIL. CCFGTS. CEF. Demonstrações Financeiras do FGTS. Relatório de Administração do FGTS - Exercício 2010. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-demonstracao-financeira/DEMONSTRACAO_FINANCEIRA_FGTS_2010.pdf. Acesso em: 04 ago 2022.

BRASIL. CCFGTS. CEF. Demonstrações Financeiras do FGTS. Relatório de Administração do FGTS - Exercício 2011. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-demonstracao-financeira/DEMONSTRACAO_FINANCEIRA_FGTS_2011.pdf. Acesso em: 04 ago 2022.

BRASIL. CCFGTS. CEF. Demonstrações Financeiras do FGTS. Relatório de Administração do FGTS - Exercício 2012. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-demonstracao-financeira/Demonstracao_Financeira_FGTS_2012.pdf. Acesso em: 04 ago 2022.

BRASIL. CCFGTS. CEF. Demonstrações Financeiras do FGTS. Relatório de Administração do FGTS - Exercício 2013. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-demonstracao-financeira/DEMONSTRACAO_FINANCEIRA_FGTS_2013.pdf. Acesso em: 04 ago 2022.

BRASIL. CCFGTS. CEF. Demonstrações Financeiras do FGTS. Relatório de Administração do FGTS - Exercício 2014. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-demonstracao-financeira/DEMONSTRACAO_FINANCEIRA_FGTS_2014.pdf. Acesso em: 04 ago 2022.

BRASIL. CCFGTS. CEF. Demonstrações Financeiras do FGTS. Relatório de Administração do FGTS - Exercício 2015. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-demonstracao-financeira/DEMONSTRACAO_FINANCEIRA_FGTS_2015.pdf. Acesso em: 04 ago 2022.

BRASIL. CCFGTS. CEF. Demonstrações Financeiras do FGTS. Relatório de Administração do FGTS - Exercício 2016. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-demonstracao-financeira/DEMONSTRACAO_FINANCEIRA_FGTS_2016.pdf. Acesso em: 04 ago 2022.

BRASIL. CCFGTS. CEF. Demonstrações Financeiras do FGTS. Relatório de Administração do FGTS - Exercício 2017. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-demonstracao-financeira/DEMONSTRACAO_FINANCEIRA_FGTS-2017.pdf. Acesso em: 04 ago 2022.

BRASIL. CCFGTS. CEF. Demonstrações Financeiras do FGTS. Relatório de Administração do FGTS - Exercício 2018. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-demonstracao-financeira/DEMONSTRACAO_FINANCEIRA_FGTS-2018.pdf. Acesso em: 04 ago 2022.

BRASIL. CCFGTS. CEF. Demonstrações Financeiras do FGTS. Demonstrações Financeiras Consolidadas do FGTS - Exercício 2019. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-demonstracao-financeira/DEMONSTRACAO_FINANCEIRA_FGTS-2019.pdf. Acesso em: 04 ago 2022.

BRASIL. CCFGTS. CEF. Demonstrações Financeiras do FGTS. Demonstrações Contábeis do FGTS - Exercício 2020. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-demonstracao-financeira/DEMONSTRACAO_FINANCEIRA_FGTS_2020.pdf. Acesso em: 04 ago 2022.

BRASIL. CCFGTS. CEF. Demonstrações Financeiras do FGTS. Demonstrações Contábeis do FGTS - Exercício 2021. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-demonstracao-financeira/DEMONSTRACAO_FINANCEIRA_FGTS_2021.pdf. Acesso em: 12 out 2022.

BRASIL. CCFGTS. Resolução nº 375, de 17 de dezembro de 2001. Propõe criação da linha de crédito, destinada à aquisição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI. Disponível em <https://www.prognum.com.br/legislacao/leis/FGTS-RES-375-01.htm>. Acesso em: 15 ago 2022.

BRASIL. CCFGTS. Resolução nº 578, de 02 de dezembro de 2008. Autoriza a aquisição de cotas de Fundos de Investimento Imobiliário – FIIs e de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDCs e debêntures, complementarmente à aquisição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRIs, e altera o subitem 6.1 do Anexo II da Resolução nº 460, de 14 de dezembro de 2004. Disponível em <https://www legisweb.com.br/legislacao/?id=108653>. Acesso em: 19 ago 2022.

BRASIL. CCFGTS. Resolução nº 595, de 19 de maio de 2009. Estabelece condições a serem observadas nos créditos para lastrear os Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRIs a serem adquiridos pelo FGTS no ano de 2009. Disponível em <https://www legisweb.com.br/legislacao/?id=110952>. Acesso em: 28 nov 2022.

BRASIL. CCFGTS. Resolução nº 602, de 25 de agosto de 2009. Autoriza a alocação adicional de R\$ 3 bilhões para aquisição de cotas de Fundos de Investimento Imobiliário – FIIs e de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDCs e de debêntures, com lastro em operações de habitação. Disponível em <https://www legisweb.com.br/legislacao/?id=110942>. Acesso em: 15 ago 2022.

BRASIL. CCFGTS. Resolução nº 649, de 21 de dezembro de 2010. Define critérios e condições para aquisição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRIs. Disponível em <https://www legisweb.com.br/legislacao/?id=112682>. Acesso em: 21

jul 2022.

BRASIL. CCFGTS. Resolução nº 681, de 10 de janeiro de 2012. Altera e consolida as regras sobre aquisição de cotas de Fundos de Investimento imobiliário (FIIs) e de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), debêntures e Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), que possuam lastro em operações nas áreas de Habitação, de Saneamento Básico e de Infraestrutura Urbana, ou em operações urbanas consorciadas, e dá outras providências. Disponível em <https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=116058#:~:text=Altera%20e%20consolid a%20as%20regras,Saneamento%20Básico%20e%20de%20Infraestrutura>. Acesso em: 21 jul 2022.

BRASIL. CCFGTS. Resolução nº 807, de 10 de maio de 2016. Altera a Resolução no 798, de 2016, com objetivo de incluir a aquisição de Letras de Crédito imobiliário (LCI), lastreadas em operações habitacionais. Disponível em https://www.diariodasleis.com.br/legislacao/federal/exibe_artigo.php?ifl=233359. Acesso em 21 jul 2022.

BRASIL. CCFGTS. Resolução nº 814, de 20 de julho de 2016. Altera a Resolução no 798, de 2016, com o objetivo de alterar os critérios de aquisição e destinação dos recursos de CRI e LCI pelo FGTS. Disponível em <https://www.diariodasleis.com.br/legislacao/federal/233961-criturios-de-aquisiuuo-e-destinauuu-dos-recursos-de-cri-e-lci-altera-a-resoluuuu-nu-798-de-2016-com-o-objetivo-de-alterar-os-criturios-de-aquisiuuo-e-destinauuu-dos-recursos-d.html>. Acesso em: 07 jan 2023.

BRASIL. [Constituição (1988)]. **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília, DF: Presidência da República, [2022]. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm acesso em 21/08/2020. Acesso em: 22 jul 2022.

BRASIL. **Decreto no 9.737**, de 26 de março de 2019. Altera o Decreto nº 9.116, de 4 de agosto de 2017, para dispor sobre a composição do Conselho Curador do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2019/Decreto/D9737.htm. Acesso em: 22 jul 2020.

BRASIL. FGTS. Demonstrações Contábeis do FGTS – exercícios de 2001 a 2020. Disponível em <https://www.fgts.gov.br/Pages/numeros-fgts/demonstracoes-financeiras.aspx>. Acesso em: 21 jul 2022.

BRASIL. FGTS. Institucional. CCFGTS. 2022. (definição GAP). Disponível em <https://www.fgts.gov.br/Pages/sobre-fgts/conselho-fgts.aspx>. Acesso em: 23 jan 2023.

BRASIL. FGTS. Manual de Fomento do Programa Pró-Transporte. 2022. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-manual-fomento-agente-operador/MFOM_PRO_TRANSPORTE_VERSAO_001.pdf. Acesso em: 17 ago 2022.

BRASIL. **Lei nº 5.107**, de 13 de setembro de 1966. Cria o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, e dá outras providências. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5107.htm. Acesso em: 22 jul 2020.

BRASIL. **Lei nº 8.036**, de 11 de maio de 1990. Dispõe sobre o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, e dá outras providências. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8036consol.htm. Acesso: em: 23 set 2020.

BRASIL. **Lei nº 9.514**, de 20 de novembro de 1997. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9514.htm. Acesso em: 01 ago 2022.

BRASIL. **Lei nº 10.820**, de 17 de dezembro de 2003. Dispõe sobre a autorização para desconto de prestações em folha de pagamento, e dá outras providências. Disponível em https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2003/l10.820.htm. Acesso em: 01 fev 2023.

BRASIL. **Lei nº 10.931**, de 02 de agosto de 2004. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei nº 911, de 1º de outubro de 1969, as Leis nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964, nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/l10.931.htm. Acesso em: 15 ago 2022.

BRASIL. **Lei nº 11.196**, de 21 de novembro de 2005. Dispõe sobre incentivos fiscais para a inovação tecnológica, e dá outras providências. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/l11196.htm. Acesso em: 17 ago 2022.

BRASIL. **Lei nº 11.491**, de 20 de junho de 2007. Institui o Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FI-FGTS, altera a Lei nº 8.036, de 11 de maio de 1990, e dá outras providências. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11491.htm. Acesso em: 29 jul 2022.

BRASIL. **Lei nº 13.446**, de 23 de maio de 2017. Altera a Lei nº 8.036, de 11 de maio de 1990, para elevar a rentabilidade das contas vinculadas do trabalhador por meio da distribuição de lucros do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e dispor sobre possibilidade de movimentação de conta do Fundo vinculada a contrato de trabalho extinto até 31 de dezembro de 2015. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/Lei/L13446.htm. Acesso em: 11 dez 2022.

BRASIL. **Lei nº 13.467**, de 13 de julho de 2017. Altera a Consolidação das Leis do Trabalho (CLT), aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943, e as Leis nº 6.019, de 3 de janeiro de 1974, 8.036, de 11 de maio de 1990, e 8.212, de 24 de julho de 1991, a fim de adequar a legislação às novas relações de trabalho.

Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/113467.htm. Acesso em: 02 fev 2023.

BRASIL. **Lei nº 13.530**, de 07 de dezembro de 2017. Altera a Lei nº 10.260, de 12 de julho de 2001, e dá outras providências. Disponível em https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2017/Lei/L13530.htm. Acesso em: 02 mar 2023.

BRASIL. **Lei nº 13.778**, de 26 de dezembro de 2018. Altera a Lei nº 8.036, de 11 de maio de 1990, que dispõe sobre o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), para possibilitar a aplicação de recursos em operações de crédito destinadas às entidades hospitalares filantrópicas, bem como a instituições que atuam no campo para pessoas com deficiência, e sem fins lucrativos que participem de forma complementar do Sistema Único de Saúde (SUS). Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2018/Lei/L13778.htm#art1. Acesso em: 03 set 2022.

BRASIL. **Lei nº 13.932**, de 11 de dezembro de 2019. Altera a Lei Complementar nº 26, de 11 de setembro de 1975, e as Leis nºs 8.036, de 11 de maio de 1990, 8.019, de 11 de abril de 1990, e 10.150, de 21 de dezembro de 2000, para instituir a modalidade de saque-aniversário no Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e assegurar o equilíbrio econômico-financeiro do Fundo, dispor sobre a movimentação das contas do Programa de Integração Social (PIS) e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (Pasep) e sobre a devolução de recursos ao Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), alterar disposições sobre as dívidas do Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), e extinguir a cobrança da contribuição de 10% (dez por cento) devida pelos empregadores em caso de despedida sem justa causa. Disponível em https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13932.htm. Acesso em: 08 jan 2023.

BRASIL. **Lei nº 14.438**, de 24 de agosto de 2022. Institui o Programa de Simplificação do Microcrédito Digital para Empreendedores (SIM Digital); promove alterações na gestão e nos procedimentos de recolhimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS); altera a Consolidação das Leis do Trabalho (CLT), aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943, e as Leis nºs 8.212, de 24 de julho de 1991, 11.196, de 21 de novembro de 2005, 8.036, de 11 de maio de 1990, 13.636, de 20 de março de 2018, e 14.118, de 12 de janeiro de 2021; e revoga dispositivo da Lei nº 8.213, de 24 de julho de 1991. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2022/Lei/L14438.htm#art14. Acesso em: 03 set 2022.

BRASIL. **Medida Provisória nº 946**, de 07 de abril de 2020. Extingue o Fundo Pis-Pasep, instituído pela [Lei Complementar nº 26, de 11 de setembro de 1975](#), transfere o seu patrimônio para o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço, e dá outras providências. Diário Oficial da União. Disponível em <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/medida-provisoria-n-946-de-7-de-abril-de-2020-251562794>. Acesso em: 28 jan 2023.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução CVM 279, de 14 de maio de 1998. Dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento de Fundos Mútuos de Privatização – FGTS destinados à aquisição de valores mobiliários, com recursos disponíveis da conta vinculada do FGTS. Disponível em <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst279.html>. Acesso em: 12 fev 2023.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução 400, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução [13/80](#) e a Instrução [88/88](#). Disponível em <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 18 fev 2023.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Instrução CVM 476, de 16 de janeiro de 2009. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídos com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Disponível em <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>. Acesso em: 16 fev 2023.

BRASIL. Ministério da Economia. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM 30, de 11 de maio de 2021. Dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente e revoga a Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013. Disponível em <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol030.html>. Acesso em: 13 ago 2022.

BRASIL. Ministério da Economia. CCFGTS. Ata da 171ª reunião ordinária realizada no dia 09 maio 2019. 2019b. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-atas-conselho-curador/Ata_171_Reuniao_Ordinaria_do_CCFGTS_30_07_2019.pdf. Acesso em: 10 ago 2022.

BRASIL. Ministério da Economia. CCFGTS. Ata da 172ª reunião ordinária realizada no dia 08 dez. 2019. 2019c. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-atas-conselho-curador/Ata_172_Reuniao_Ordinaria_do_CCFGTS_08_10_2019.pdf. Acesso em: 10 ago 2022.

BRASIL. Ministério das Cidades. Política Nacional de Habitação. 2004. Disponível em <https://erminiamaricato.files.wordpress.com/2016/01/cad-4-polc3adticanacionalhabitacao.pdf>. Acesso em 01 mar 2023.

BRASIL. Ministério do Trabalho e Emprego. CCFGTS. Ata da 67ª reunião ordinária realizada no dia 17 dez. 2001. 2001. Disponível em <https://www.fgts.gov.br/Pages/sobre-fgts/conselho-do-fgts-anos-anteriores.aspx>. Acesso em: 01 jul 2022.

BRASIL. Ministério do Trabalho e Emprego. CCFGTS. Ata da 93ª reunião ordinária realizada no dia 29 ago. 2006. 2006. Disponível em

<https://www.fgts.gov.br/Pages/sobre-fgts/conselho-do-fgts-anos-anteriores.aspx>. Acesso em: 06 ago 2022.

BRASIL. Ministério do Trabalho e Emprego. CCFGTS, 2007, 98ª reunião ordinária realizada no dia 03 maio 2007. 2007. Disponível em <https://www.fgts.gov.br/Pages/sobre-fgts/conselho-do-fgts-anos-anteriores.aspx>. Acesso em: 10 ago 2022.

BRASIL. Ministério do Trabalho e Emprego. CCFGTS. Ata da reunião extraordinária realizada no dia 02 dez. 2008. 2008. Disponível em <https://www.fgts.gov.br/Pages/sobre-fgts/conselho-do-fgts-anos-anteriores.aspx>. Acesso em: 10 ago 2022.

BRASIL. Ministério do Trabalho e Emprego. CCFGTS. Ata da 110ª reunião ordinária realizada no dia 19 maio 2009. 2009. Disponível em <https://www.fgts.gov.br/Pages/sobre-fgts/conselho-do-fgts-anos-anteriores.aspx>. Acesso em: 10 ago 2022.

BRASIL. Ministério do Trabalho e Emprego. CCFGTS. Ata da 117ª reunião ordinária realizada no dia 09 jun. 2010. 2010. Disponível em <https://www.fgts.gov.br/Pages/sobre-fgts/conselho-do-fgts-anos-anteriores.aspx>. Acesso em: 10 ago 2022.

BRASIL. Ministério do Trabalho e Previdência Social. CCFGTS. Ata da reunião extraordinária realizada no dia 26 fev. 2016. 2016. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-atas-conselho-curador/Ata_da_Reuniao_Extraordinaria_CCFGTS_26_2_2016.pdf. Acesso em: 10 ago 2022.

BRASIL. Ministério do Trabalho. CCFGTS. Ata da 168ª reunião ordinária realizada no dia 19 dez. 2018. 2018. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-atas-conselho-curador/Ata_168_Reuniao_Ordinaria_CCFGTS_18_12_2018.pdf. Acesso em: 10 ago 2022.

BRASIL. Ministério do Trabalho. CCFGTS. Ata da 169ª reunião ordinária realizada no dia 11 abr. 2019. 2019a. Disponível em https://www.caixa.gov.br/Downloads/fgts-atas-conselho-curador/Ata_169_Reuniao_Ordinaria_CCFGTS_11_04_2019.pdf. Acesso em: 10 ago 2022.

BRASIL. Ministério do Trabalho e Previdência/CCFGTS. Resolução nº 1.040, de 07 de julho de 2022. Altera a Resolução nº 702, de 4 de outubro de 2012, que estabelece as diretrizes para a elaboração das propostas orçamentárias e aplicação dos recursos do FGTS. **Diário Oficial da União**. Disponível em <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/resolucao-ccfgts-n-1.040-de-7-de-julho-de-2022-413732875>. Acesso em 19 ago 2022.

BRASIL. Ministério do Trabalho e Previdência. CCFGTS. Resolução nº 1.061, de 16 de dezembro de 2022. Altera as Resoluções CCFGTS no 702, de 4 de outubro de 2012, no 1.009, de 13 de setembro de 2021, e no 1.039, de 7 de julho de 2022. Disponível em <https://www.lex.com.br/resolucao-ccfgts-no-1-061-de-16-de->

dezembro-de-2022/#:~:text=RESOLUÇÃO%20CCFGTS%20Nº%201.061%2C%20DE%2016%20DE%20DEZEMBRO%20DE%202022,-19%2F12%2F2022&text=Altera%20as%20Resoluções%20CCFGTS%20nº,do%20inciso%201%20do%20art. Acesso em: 21 jan 2023.

CÂMARA BRASILEIRA DA INDÚSTRIA DA CONSTRUÇÃO – Financiamentos Imobiliários para Aquisição e Construção SBPE 2002 a 2022. 2022a. Disponível em <http://www.cbicdados.com.br/menu/financiamento-habitacional/sbpe>. Acesso em: 27 jan 2023.

CÂMARA BRASILEIRA DA INDÚSTRIA DA CONSTRUÇÃO – Financiamentos Imobiliários para Aquisição e Construção SBPE 2002 a 2022. 2022b. Disponível em <http://www.cbicdados.com.br/menu/financiamento-habitacional/fgts>. Acesso em: 27 jan 2023.

CARLOS, Ana Fani Alessandri, VOLOCHKO, Danilo; ALVAREZ, Isabel Pinto (org.). **A cidade como negócio**. São Paulo: Editora Contexto, 2015.

CARVALHO, Carlos Eduardo; PINHEIRO, Maurício Mota Saboya. FGTS: avaliação das propostas de reforma e extinção, **Revista Economia e Sociedade**, n. 15. Campinas: IE/Unicamp, p.49-83, dez./2000. Disponível em <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643112/10663>. Acesso em: 28 jan 2023.

CHESNAIS, François. A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e interrogações. **Economia e Sociedade**. Campinas, v. 11, n. 1, p. 1-44, jan-jun 2002.

CUNHA, Edite da Penha; CUNHA, Eleonora Schettini M. Políticas públicas sociais. In: CARVALHO, Alysson; SALLES, Fátima, GUIMARÃES Marília; UDE, Walter (org.). *In: Políticas públicas*. Belo Horizonte: UFMG; PROEX, 2002. pp. 11-26.

DIEESE. Algumas Questões Sobre o FGTS e o FAT. Síntese Especial – Subsídios para Debate, no. 11, 28/09/2022. Disponível em <https://www.dieese.org.br/outraspublicacoes/2022/sinteseEspecial11.html>. Acesso em 11 dez 2022.

FIX, Mariana. **Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil**. Orientador: Dr. Wilson Cano. 2011. 288 f. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011. Disponível em https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4854780/mod_resource/content/0/Fix_Mariana_D.pdf. Acesso em: 03 mai 2022.

FUNDAÇÃO JOÃO PINHEIRO. *Déficit Habitacional no Brasil 2016-2019*. Disponível em https://fjp.mg.gov.br/wp-content/uploads/2021/04/21.05_Relatorio-Deficit-Habitacional-no-Brasil-2016-2019-v2.0.pdf. Acesso em 21 fev 2023.

HARVEY, David. **O neoliberalismo: história e implicações**. São Paulo: Ed. Loyola, 2005.

HARVEY, David. **Os limites do capital**. São Paulo: Boitempo, 2013.

HARVEY, David. As raízes urbanas das crises capitalistas. *In: As cidades rebeldes: Do Direito à Cidade à Revolução Urbana*. São Paulo: Martins Fontes, 2014.

IBGE. Divulgação do Censo de 2022. Disponível em <https://censo2022.ibge.gov.br/pecas-de-divulgacao/introducao>. Acesso em: 01 jul. 2023.

IBGE. Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua 2012/2021. Disponível em <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/sociais/populacao/9173-pesquisa-nacional-por-amostra-de-domicilios-continua-trimestral.html?t=series-historicas>. Acesso em: 09 fev. 2023.

INSTITUTO TRATA BRASIL. Cenário para Investimentos em Saneamento no Brasil Após a Aprovação do Novo Marco Legal. Disponível em https://tratabrasil.org.br/wp-content/uploads/2022/09/Resumo_Executivo.pdf. Acesso em: 03 dez 2022.

KLINK, Jeroen; DE SOUZA, Marcos Barcellos. Financeirização: conceitos, experiências e a relevância para o campo do planejamento urbano brasileiro. **Cadernos Metr pole**, São Paulo, v. 19, n. 39, p. 379-406, 2017. Disponível em <https://www.scielo.br/j/cm/a/wnqNTmk8zCWNXp5x3pFRyYp/abstract/?lang=pt>. Acesso em: 20 ago 2021.

LEFEBVRE, Henry. **The Production of Space**. Oxford: Blackwell, 1991.

LOCATELLI, Piero Boeira. **As disputas, o desenho e a aplicação dos recursos do FGTS entre 1998 e 2007**. Orientadora: Dra. Rosana Denaldi. 2019. 113 f. Dissertação (Mestrado em Planejamento e Gestão do Território) – Programa de Pós Graduação em Planejamento e Gestão de Território, Universidade Federal do ABC, São Bernardo do Campo, 2019. Disponível em https://lepur.com.br/wp-content/uploads/2019/08/Disserta  o_PieroLocatelli_Impress o.pdf. Acesso em: 30 jul. 2020.

MELLAZO, Everaldo. Problematizando o conceito de políticas públicas: desafios   análise e   prática do planejamento e da gestão. **Revista T pos**, Presidente Prudente, v.4, n  2, p. 9-32, 2010.

OLIVEIRA, Francisco de. O surgimento do antivalor: capital, força de trabalho e fundo público. **Novos estudos CEBRAP**, São Paulo, v. 22, p. 8–22, 1988.

PAIVA, Cláudio Cesar de. **A Diáspora do Capital Imobiliário e sua Dinâmica de Valorização no Capitalismo Contemporâneo: a Irracionalidade em Processo**. Orientadora: Dra. Ana Cristina Fernandes. 2006. 206 p. Tese (Doutorado em Economia Aplicada) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2006.

PAULANI, Leda Maria. **A inserção da economia brasileira no cenário mundial: uma reflexão sobre o papel do Estado e sobre a situação real à luz da história.** In: **México: Logros e Retos del Brasil Contemporâneo**, UNAM, 24 a 26 de agosto de 2011. Disponível em http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/4554/1/BEPI_n10_insercao.pdf. Acesso em: 28 nov 2021.

PENTÁGONO DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS. Termos de securitização de créditos imobiliários da RB Capital. PENTÁGONO. Disponível em <https://www.pentagonotrustee.com.br> acesso em 22 jul 2022.

ROLNIK, Raquel; KLINK, Jeroen. (2011). Crescimento econômico e Desenvolvimento urbano: Por que nossas cidades continuam tão precárias? **Novos Estudos CEBRAP**, São Paulo, v. 89 (março/2011), p. 89-109. 2011.

ROSDOLSKI, Roman. **Gênese e estrutura de O capital de Karl Marx**. Rio de Janeiro, RJ: EDUERJ/Contraponto, 2001.

ROYER, Luciana de Oliveira. **Financeirização da Política Habitacional: Limites e Perspectivas**. Orientadora: Ermínia Terezinha Menon Maricato. 2009. 194 f. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo) – Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/16/16137/tde-19032010-114007/publico/Doutorado_LucianadeOliveiraRoyer.pdf. Acesso em: 10 set 2020.

ROYER, Luciana de Oliveira. O FGTS e o mercado de títulos de base imobiliária: relações e tendências. **Cadernos Metrôpole**, São Paulo, v. 18, n. 35, p. 33-52, 2016.

ROYER, Luciana. O.; OLIVEIRA, Vitória. O fundo público na era da dominação da valorização financeira: o caso do FGTS. In: Adauto L. Cardoso; Camila D'Ottaviano. (Org.). In: **Habitação e Direito à Cidade: desafios para as metrópoles em tempos de crise**. Rio de Janeiro: Letra Capital, v. 1, p. 211-233. 2021.

SANFELICI, Daniel. As escalas de acumulação na produção das cidades. In: CARLOS, A. F. A., VOLOCHKO, D.; ALVAREZ, I. P. (org.). In: **A cidade como negócio**. São Paulo: Editora Contexto, 2015.

SHAPIRO, Mario Gomes; PEREIRA, Saylon Alves. Um palacete assombrado: a coexistência entre organizações estatais e instituições de mercado no financiamento habitacional brasileiro. **Revista Direito GV** (online), v. 15, p. 1, 2019. Disponível em <https://www.scielo.br/j/rdgv/a/KDQ8N95xtMGkDZKqCNZsrmF/?format=pdf&lang=pt>. Acesso em: 03 mar 2023.

SHIMBO, Lúcia Zanin. **Habitação social, habitação de mercado: a confluência entre Estado, empresas construtoras e capital financeiro**. Orientadora: Dra. Cibele Saliba Rizek. 2010. 361 p. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo) - Escola de Engenharia de São Carlos, Universidade de São Paulo, São Carlos, 2010. Disponível em https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/18/18142/tde-04082010-100137/publico/tese_lucia_shimbo_jun10_final.pdf. Acesso em: 11 ago 2022.

SILVA, Mauro Santos. Fundos de Investimentos e Financiamento de Projetos de Infraestrutura: Uma Leitura da Configuração Institucional e do Desempenho Operacional do FI-FGTS. **Texto para Discussão (IPEA)**, v. 2486, p. 1-48, 2019. Disponível em https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/9335/2/TD_2486_sumex.pdf. Acesso em: 27 nov 2022.

SINGER, Paul. **Economia Política da Urbanização**. 3. ed. São Paulo: Contexto, 2014.

THE WORLD BANK. Notas de Políticas Públicas: por um ajuste com crescimento compartilhado. 23 ago. 2018. Disponível em <https://www.worldbank.org/pt/country/brazil/brief/brazil-policy-notes>. Acesso em: 07 jan 2023.

TORRES, Ramon da Silva. **O Circuito Financeiro Imobiliário no Brasil**: aspectos recentes do processo de financeirização. Orientador: Dr. João Bosco Moura Tonucci Filho. 2021. 115 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas) - Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional (CEDEPLAR, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2021. Disponível em <https://repositorio.ufmg.br/handle/1843/36235>. Acesso em: 06 fev 2023.

UQBAR. Anuário: securitização e financiamento imobiliário. Rio de Janeiro, 2018. Disponível em <https://lp.uqbar.com.br/wp-content/uploads/2020/03/UqbarAnuarioCRI2018.pdf>. Acesso em: 01 fev 2023.

VIRGO COMPANHIA DE SECURITIZAÇÃO. Termo de securitização de créditos imobiliários. CIBRASEC, 2006, 2009 E 2012. Disponível em: <http://www.cibrasec.com.br/emissoes.asp>. Acesso em 01 jul 2022.

VOLOCHKO, Danilo. **A produção do espaço urbano e as estratégias reprodutivas do capital**: negócios imobiliários e financeiros em São Paulo. Orientadora: Dra. Ana Fani Alessandri Carlos. 2007. 181 p. Dissertação (Mestrado em Geografia Humana) - Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007. Disponível em https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/8/8136/tde-27112009-125533/publico/DANILO_VOLOCHKO.pdf. Acesso em: 28 mar 2022.

VORTX DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS. Termos de securitização de créditos imobiliários da Gaia Securitizadora e Cibrasec Securitizadora. VORTX, disponível em <https://vortex.com.br/investidor/cri> acesso em 05 jul 2022.

APÊNDICE – IMÓVEIS LASTREADROS AO CRI BS SÉRIE 265

Imóvel localizado na rua Domingos Bertoni, Vila Industrial, em Bauru



Imóvel localizado na rua Doutor Olímpio de Macedo, Cidade Universitária, em Bauru



Fonte: Elaborado pela autora a partir de pesquisa na página eletrônica do Google.

Imóvel localizado na alameda Neptuno, Parque São João, em Bauru



Imóvel localizado na rua Bartolomeu Gusmão, Jardim América, em Bauru

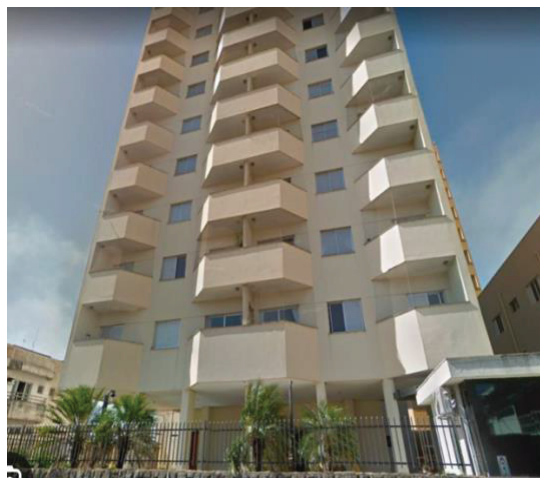


Fonte: Elaborado pela autora a partir de pesquisa na página eletrônica do Google.

Imóvel localizado na rua Silveira Martina, Vilda Souto, em Bauru



Imóvel localizado na rua Engenheiro Saint Martin, Centro, em Bauru



Fonte: Elaborado pela autora a partir de pesquisa na página eletrônica do Google.

Imóvel localizado na travessa Lilian Carla Galbiatti, Jardim Cruzeiro do Sul, em Bauru

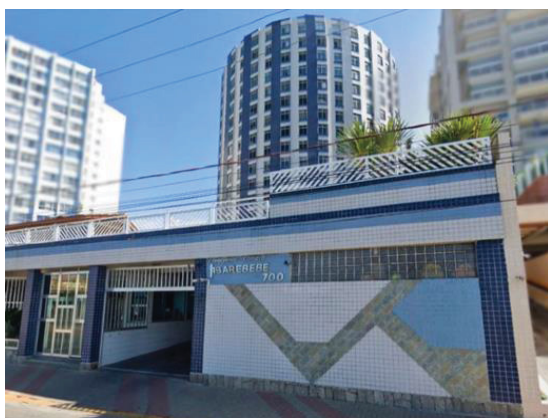


Imóvel localizado na rua Cristiano Pagana, Jardim Área Verde, em Bauru



Fonte: Elaborado pela autora a partir de pesquisa na página eletrônica do Google.

Imóvel localizado na Vicente de Carvalho, Praia do Sonho, em Itanhaém



Imóvel localizado na praça Kardec Rangel Veloso, Praia do Sonho, Itanhaém



Fonte: Elaborado pela autora a partir de pesquisa na página eletrônica do Google.

Imóvel localizado na rua Dom Odílio Soares,
Jardim Suarão, em Itanhaém



Imóvel localizado na rua Manancio Apelian,
Jardim Valéria, em Itanhaém



Fonte: Elaborado pela autora a partir de pesquisa na página eletrônica do Google.

Imóvel localizado na rua dos Palmitos,
Jardim Palmeiras, em Itanhaém



Imóvel localizado na rua José Manoel
Lorenzo Leiro, Nossa Senhora do Sion, em
Itanhaém



Fonte: Elaborado pela autora a partir de pesquisa na página eletrônica do Google.

Imóvel localizado na rua Presidente Hermes da Fonseca, Parque São Vicente, em Mauá



Imóvel localizado na rua José J. Cardoso de Melo Neto, Parque São Vicente, em Mauá



Fonte: Elaborado pela autora a partir de pesquisa na página eletrônica do Google.

Imóvel localizado na rua El Salvador, Parque Américas, em Mauá



Imóvel localizado na rua General Hastilfilo de Mora, Parque São Vicente, em Mauá



Fonte: Elaborado pela autora a partir de pesquisa na página eletrônica do Google.

Imóvel localizado na rua Bocaina, Jardim Mauá, em Mauá



Imóvel localizado na rua Rolândia, Jardim Paranaíba, em Mauá



Fonte: Elaborado pela autora a partir de pesquisa na página eletrônica do Google.