

**FUCAPE PESQUISA E ENSINO S/A – FUCAPE BH**

**FLAVIANE APARECIDA DINIZ**

**ESTRUTURAÇÃO FINANCEIRA E INTERMEDIÇÃO NO CRÉDITO À  
CONSTRUÇÃO: Um estudo de caso com participação de fundo de  
investimento**

**BELO HORIZONTE**

**2025**

**FLAVIANE APARECIDA DINIZ**

**ESTRUTURAÇÃO FINANCEIRA E INTERMEDIÇÃO NO CRÉDITO À  
CONSTRUÇÃO: Um estudo de caso com participação de fundo de  
investimento**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Fucape Pesquisa e Ensino S/A- Fucape BH, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis e Administração – Nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Roberto Miranda P. Fully.

**BELO HORIZONTE**

**2025**

**FLAVIANE APARECIDA DINIZ**

**ESTRUTURAÇÃO FINANCEIRA E INTERMEDIÇÃO NO CRÉDITO À  
CONSTRUÇÃO: Um estudo de caso com participação de fundo de  
investimento**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração da Fucape Pesquisa e Ensino S/A – Fucape BH, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis e Administração – Nível Profissionalizante.

Aprovada em 25 de novembro de 2025.

**BANCA EXAMINADORA**

**Prof. Dr. Roberto Miranda Pimentel Fully**  
Fucape Pesquisa e Ensino S/A

**Prof.<sup>a</sup> Dra. Amanda Lacerda Jorge**  
Universidade Federal Fluminense

**Prof. Dr. Walter Souto de Sousa**  
Fucape Pesquisa e Ensino S/A

**BELO HORIZONTE**

**2025**

## **AGRADECIMENTOS**

A Deus, minha gratidão mais profunda. Pela vida, pela graça diária e por sustentar minha fé quando as forças foram poucas. Se cheguei até aqui, foi porque a Sua mão me conduziu em cada passo. Toda honra e glória a Ele.

Ao meu esposo, Leandro, companheiro fiel desta caminhada, pela paciência, pelo cuidado e por me lembrar, nos dias mais duros, que o Senhor poderia me capacitar. Aos meus filhos, Guilherme e Gabriela, que enchem minha casa de sentido: obrigada por compreenderem as ausências e por transformarem cansaço em propósito. Este trabalho também é de vocês.

Aos meus pais, pelo exemplo silencioso de integridade, coragem e fé. As sementes que plantaram em mim florescem neste momento.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Roberto Fully, pela confiança, rigor acadêmico e generosidade em partilhar conhecimento. Aos(as) professores(as), colegas e à equipe do Programa de Mestrado, pelas discussões, leituras, críticas e incentivos que ampliaram minha visão e fortaleceram este estudo.

Aos amigos e colegas de trabalho, pelo apoio concreto e por dividirem prazos, ideias e dúvidas. Minha sincera gratidão.

Aos participantes das entrevistas e às instituições que gentilmente cederam tempo e informações: sem a contribuição de vocês, esta pesquisa não existiria.

Por fim, a todos que, de alguma forma, fizeram parte desta caminhada: levo comigo cada gesto de apoio e carinho. Cada um de vocês ocupa um lugar especial no meu coração, e esta conquista também é um reflexo do que compartilhamos. Agradeço de coração.

“Entregue o seu caminho ao Senhor; confie nele,  
e o mais ele fará.”

(Salmo 37:5)

## RESUMO

Esta dissertação examina a viabilidade de operações de crédito estruturado entre construtoras, instituições financeiras e fundos como alternativa ao financiamento habitacional tradicional no Brasil. Adota abordagem qualitativa, com entrevistas semiestruturadas a três perfis de agentes (bancos, fundos e incorporadoras) e análise de conteúdo para identificar padrões e proposições.

Os resultados se organizaram em seis eixos: (1) escassez e custo do *funding*: juros elevados, esgotamento relativo da poupança/FGTS e a dependência de CDI/LCI/CRI pressionando especialmente PMEs; (2) governança e organização interna: ausência de balanços auditados, controles frágeis (POC (*Percentage of Completion*), fluxo por obra, contas vinculadas) e limites gerenciais reduzindo o acesso ao crédito; (3) mercado de capitais: concentração em SP–RJ, redes informais e acesso desigual a capital de menor custo favorecendo grandes *players*; (4) papel dos fundos e investidores: rigor na seleção, securitização via CRI e fundos de desenvolvimento ampliando acesso, mas elevando exigências de monitoramento e *compliance*; (5) barreiras estruturais e regulatórias: limites prudenciais e lacunas para SPEs/recebíveis travando escala; (6) aprendizado e modernização: inovação financeira (debêntures, FIDCs, *crowdfunding*, tokenização) e lições da pandemia abrindo janela para originação qualificada. Em síntese, há demanda e apetite de capital, porém a difusão do crédito estruturado exige governança robusta, padronização documental e de *covenants*, intermediação técnica e marcos regulatórios previsíveis que reduzam assimetrias de informação e custos de transação; recomenda-se, ainda, para incorporadoras, contabilidade e auditoria por empreendimento, contas *escrow* e reportes periódicos, e, para bancos/gestores, *pipelines* padronizados e monitoramento digital de obra, vendas e recebíveis.

**Palavras-chave:** Crédito estruturado; Financiamento habitacional; Mercado de capitais.

## ABSTRACT

This dissertation examines the viability of structured credit operations—among developers, financial institutions, and investment funds—as an alternative to traditional housing finance in Brazil. It adopts a qualitative approach, with semi-structured interviews across three agent profiles (banks, funds, and developers) and thematic content analysis to identify patterns and propositions.

Findings are organized into six axes: (1) scarcity and cost of funding—high interest rates, the relative exhaustion of savings/FGTS, and reliance on CDI/LCI/CRI particularly pressure small and mid-sized firms; (2) governance and internal organization—absence of audited statements, weak controls (POC, per-project cash flow, escrow accounts), and managerial limits reduce bankability; (3) capital markets—concentration in São Paulo–Rio, informal financing networks, and unequal access to cheap capital favor large *players*; (4) role of funds and investors—rigorous selection, securitization via CRI, and development funds expand access yet raise monitoring and *compliance requirements*; (5) structural and regulatory barriers—prudential limits and gaps for SPVs/receivables hinder scale; (6) learning and modernization—financial innovation (debentures, FIDCs, crowdfunding, tokenization) and pandemic-era lessons open a window for qualified origination. In sum, there is demand and investor appetite for private credit, but the diffusion of structured credit requires robust governance, standardized documentation and covenants, technical intermediation, and predictable regulatory frameworks to reduce information asymmetries and transaction costs; recommended actions include, for developers, per-project accounting and audits, escrow accounts, and periodic reporting; and, for banks/managers, standardized pipelines and digital monitoring of construction, sales, and receivables.

**Keywords:** Structured credit; Housing finance; Capital markets.

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>8</b>
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	<b>11</b>
2.1 O FINANCIAMENTO HABITACIONAL NO BRASIL E O DÉFICIT HABITACIONAL .....	11
2.2 CENÁRIO INTERNACIONAL DO FINANCIAMENTO HABITACIONAL .....	13
2.3 FINANCEIRIZAÇÃO IMOBILIÁRIA .....	16
2.4 INOVAÇÃO FINANCEIRA NO FINANCIAMENTO HABITACIONAL .....	19
2.5 AVALIAÇÃO E MITIGAÇÃO DE RISCOS .....	26
2.6 INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA E POLÍTICAS MACROECONÔMICAS .....	33
<b>3 METODOLOGIA</b> .....	<b>42</b>
3.1 TIPO E ABORDAGEM DA PESQUISA .....	42
3.2 ESTRATÉGIA DE PESQUISA: ESTUDO DE CASO.....	42
3.3 UNIDADE DE ANÁLISE E PARTICIPANTES DA PESQUISA.....	44
3.4 TÉCNICAS E PROCEDIMENTOS DE COLETAS DE DADOS .....	46
3.5 PROCEDIMENTO PARA ANÁLISE DOS DADOS .....	48
3.6 DELINEAMENTO DO ESTUDO: <i>FRAMEWORK</i> METODOLÓGICO.....	49
3.7 DADOS DA PESQUISA .....	49
<b>4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS</b> .....	<b>51</b>
4.1 INTRODUÇÃO À ANÁLISE DOS RESULTADOS .....	51
4.2 CATEGORIAS EMPÍRICAS E INTERPRETAÇÕES ANALÍTICAS.....	52
<b>4.2.1 Escassez e custo do <i>funding</i></b> .....	<b>52</b>
<b>4.2.2 Governança e organização interna</b> .....	<b>56</b>
<b>4.2.3 Mercado de capitais</b> .....	<b>60</b>
<b>4.2.4 Papel dos fundos e investidores</b> .....	<b>63</b>
<b>4.2.5 Barreiras estruturais e regulatórias</b> .....	<b>67</b>
<b>4.2.6 Aprendizado e modernização</b> .....	<b>70</b>
4.3 DISCUSSÃO INTEGRADA DOS RESULTADOS .....	75
<b>4.3.1 Análise de convergências e divergências entre os entrevistados</b> .....	<b>75</b>
<b>4.3.2 Síntese interpretativa: resposta ao problema de pesquisa</b> .....	<b>78</b>
<b>4.3.3 Contribuições analíticas para o campo do crédito estruturado e da intermediação financeira</b> .....	<b>83</b>
4.4 SÍNTESE INTERPRETATIVA FINAL .....	85
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>89</b>
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>92</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A construção civil desempenha papel central na economia brasileira, pela sua capacidade de gerar emprego, renda e impulsionar outros setores produtivos. Estudos recentes destacam seu impacto sobre o crescimento econômico nacional e a importância de mecanismos de financiamento eficientes para sustentar esse dinamismo (Souza et al., 2022). Tradicionalmente, as construtoras brasileiras dependem de recursos próprios e do crédito imobiliário do Sistema Financeiro da Habitação (SFH), criado em 1964 para viabilizar o acesso à moradia. Contudo, o esgotamento das fontes tradicionais, as restrições fiscais e a rigidez operacional dos bancos reduziram sua efetividade, especialmente para empresas de médio porte (Furtado e Fioravante, 2017).

A partir dos anos 2000, a ampliação do mercado de capitais e a regulamentação de instrumentos como os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) promoveram um processo de inovação financeira no setor, aproximando as incorporadoras dos investidores institucionais (Fernandes et al., 2014).

Esse movimento representa, ao mesmo tempo, uma resposta à escassez de funding e uma reconfiguração do papel dos agentes financeiros. No entanto, autores como Grün (2004) e Rolnik (2017) alertam para os riscos de financeirização do território, quando a habitação e o espaço urbano passam a ser tratados predominantemente como ativos financeiros, deslocando o foco das políticas públicas do direito à moradia para a lógica da rentabilidade.

Diante desse contexto, esta dissertação tem como objetivo geral investigar a viabilidade e os desafios das operações de crédito estruturado envolvendo construtoras, fundos de investimento e instituições financeiras, como alternativa ao financiamento tradicional no setor da construção civil. Busca-se compreender como esses arranjos são percebidos pelos diferentes agentes, sob a ótica dos riscos, vantagens estratégicas, governança e condições para replicabilidade. A questão central de pesquisa é: quais são os desafios e as condições necessárias para que operações de crédito estruturado se tornem uma alternativa viável de financiamento à construção civil?

A pesquisa adota uma abordagem qualitativa de caráter exploratório, fundamentada em entrevistas semiestruturadas com representantes de três grupos de agentes, construtoras, bancos e fundos de investimento, e análise de conteúdo inspirada em Bardin (2011). Essa estratégia possibilitou compreender percepções sobre motivações, barreiras e condições mínimas para a viabilização das operações. A análise evidenciou convergências quanto à importância da governança, da padronização contratual e da intermediação técnica, bem como divergências sobre riscos, garantias e papéis de cada agente.

Os resultados apontam que o crédito estruturado pode ampliar o financiamento à construção civil, desde que amparado por governança robusta, documentação padronizada e marcos regulatórios previsíveis. Identificou-se também que há demanda e apetite de capital, mas a difusão dessas operações depende da redução de assimetrias de informação e dos custos de transação. O estudo propõe recomendações práticas, como auditoria por empreendimento, uso de contas escrow, relatórios padronizados e monitoramento digital de obra e recebíveis, além de destacar a importância de uma intermediação financeira qualificada.

A relevância deste estudo se manifesta em três dimensões: (i) prática, ao oferecer subsídios para o desenvolvimento de modelos alternativos de financiamento; (ii) acadêmica, ao preencher uma lacuna na literatura sobre crédito estruturado e intermediação financeira no setor imobiliário brasileiro; e (iii) pública, ao contribuir para o debate sobre instrumentos capazes de viabilizar empreendimentos habitacionais em contextos de restrição de crédito, promovendo o desenvolvimento urbano e a inclusão produtiva.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 O FINANCIAMENTO HABITACIONAL NO BRASIL E O DÉFICIT HABITACIONAL

A história do financiamento habitacional no Brasil está intrinsecamente ligada à criação do Sistema Financeiro da Habitação (SFH), instituído em 1964 por meio da Lei nº 4.380. Este sistema foi concebido para enfrentar o crescente déficit habitacional do país e organizar o financiamento da moradia com regras e fontes de recursos estáveis. O SFH estabeleceu os parâmetros para os contratos de financiamento de imóveis residenciais, introduzindo condições como prazos longos, taxas de juros reguladas e limites de valor financiado. Ele passou a operar com base em dois instrumentos principais: o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), os quais foram regulamentados no âmbito da referida legislação (Brasil, 1964).

Como destaca Grün (2004), o campo financeiro opera com base em relações de poder e estruturas institucionais que favorecem determinados agentes como bancos, investidores e fundos e impõem limites de acesso aos demais.

Campos e Guilhoto (2017) evidenciam, por meio de um modelo inter-regional de insumo-produto, que os programas de habitação de interesse social geram expressivos efeitos multiplicadores sobre o emprego, a renda e a produção, sobretudo nas regiões menos desenvolvidas, revelando o duplo caráter dessas políticas e ao mesmo tempo motor de crescimento e reflexo das limitações distributivas do sistema de crédito.

Nesse contexto, o SBPE atua de forma complementar ao FGTS, sendo utilizado principalmente por famílias de renda média e alta, enquanto as famílias de menor renda são atendidas por programas de habitação de interesse social (*Eloy et al.,*

2021). Essa segmentação evidencia que, mesmo dentro do SFH, persistem hierarquias no acesso ao crédito e na apropriação dos benefícios do sistema.

O Brasil enfrenta um déficit estimado em cerca de 5,8 milhões de moradias, afetando principalmente famílias de baixa renda com até três salários-mínimos mensais (Souza et al., 2024). Esta carência não se restringe à falta de unidades, mas inclui também condições inadequadas de moradia, como coabitação forçada, sobrecarga com aluguel e construções precárias (Souza et al., 2024).

(Castro et al., 2025) analisam a evolução da acessibilidade ao trabalho para populações de baixa renda e destacam que, embora programas públicos tenham ampliado o acesso à moradia formal, eles frequentemente empurraram as famílias para áreas periféricas, distantes das oportunidades de emprego e dos serviços urbanos. Portanto, para (Castro et al., 2025), a integração entre habitação, transporte e planejamento urbano como condição essencial para cidades mais equitativas e sustentáveis.

Castro (2025) mostra que, embora programas de habitação social tenham reduzido o déficit habitacional, eles deslocaram famílias de baixa renda para áreas periféricas com pouca oferta de emprego e infraestrutura precária. Castro (2025) ainda afirma que esse processo ampliou o tempo de deslocamento e a desigualdade territorial, resultado da falta de integração entre políticas de habitação, transporte e planejamento urbano. O autor defende uma abordagem articulada entre esses elementos para promover inclusão socioespacial e sustentabilidade metropolitana.

## 2.2 CENÁRIO INTERNACIONAL DO FINANCIAMENTO HABITACIONAL

A análise do financiamento habitacional em perspectiva internacional permite compreender como diferentes países enfrentam os desafios de ampliar o acesso à moradia e garantir a sustentabilidade financeira das políticas públicas. Cada contexto revela estratégias específicas de articulação entre Estado, mercado e instrumentos de crédito, oferecendo lições valiosas para o aprimoramento do modelo brasileiro. A seguir, são apresentados exemplos de arranjos institucionais e mecanismos de financiamento que buscam conciliar eficiência econômica, inclusão social e estabilidade de longo prazo.

Na China, o *Housing Provident Fund* (HPF), fundo compulsório de poupança habitacional, tem desempenhado papel central no financiamento da habitação acessível, ao permitir que trabalhadores utilizem contribuições compulsórias para adquirir imóveis ou reformá-los. Embora apresente limitações como desigualdade regional e exclusão de populações fora do mercado formal, o modelo tem sido eficaz em cidades como Xangai, oferecendo uma alternativa viável ao financiamento estatal direto (Yeung & Howes, 2006).

De modo distinto, a África do Sul enfrenta dificuldades em manter a sustentabilidade de seu modelo tradicional de subsídios integrais. Ganiyu, Fapohunda e Haldenwang (2017) destacam que essa abordagem tem gerado efeitos adversos, como a venda ilegal de imóveis e a baixa manutenção das unidades habitacionais. Como alternativa, os autores propõem um modelo híbrido, com subsídios parciais e cofinanciamento, buscando maior corresponsabilidade dos beneficiários e ampliando o alcance das políticas públicas. Essa experiência ilustra o movimento global em direção a modelos de parceria público-privada, nos quais o risco e o custo do financiamento são compartilhados entre Estado, mercado e famílias.

A literatura internacional também mostra que as dinâmicas habitacionais são influenciadas por fatores históricos e culturais. Happel et al. (2024), ao analisarem regiões da Alemanha devastadas durante a Segunda Guerra Mundial, constatam que a destruição habitacional reduziu, mesmo décadas depois, a propensão das famílias à aquisição de imóveis próprios. Esse resultado evidencia como choques estruturais podem moldar comportamentos de longo prazo no mercado de crédito e propriedade, reforçando a importância de políticas estáveis e adaptativas.

De forma complementar, D'Lima (2024) demonstra que, no mercado imobiliário residencial dos Estados Unidos, investidores com objetivo de investimento em contraste com proprietários-ocupantes tendem a acelerar a venda de imóveis ao completar o ano de posse, em função da redução da alíquota de imposto sobre ganhos de capital após esse período. Esse comportamento revela que as regras fiscais e a estrutura institucional também exercem papel determinante nas decisões de investimento e desinvestimento, afetando o ritmo de liquidez e o retorno dos ativos. Assim, tanto o contexto histórico quanto o arcabouço regulatório contribuem para explicar a diversidade de padrões observados nos mercados habitacionais ao redor do mundo.

Rowley e Roche (2024) observam que o setor evoluiu de modelos bancários tradicionais baseados em crédito hipotecário direto para estruturas financeiras diversificadas, que incorporam fundos de investimento, mecanismos de securitização e parcerias institucionais. Essa transformação reflete a crescente integração entre o sistema habitacional e o mercado de capitais, evidenciando a tendência global de financeirização da moradia.

Ivantri et al. (2024) destacam o uso do preço do ouro como referência para a precificação dos contratos, dentro do modelo *Bai' Bithaman Ajil* (BBA). Essa

abordagem reduz o valor das parcelas iniciais, amplia a acessibilidade para famílias de baixa renda e oferece proteção contra a inflação, além de reforçar a identidade e a legitimidade dos bancos islâmicos no sistema financeiro.

Em outra vertente, voltada à dinâmica macroeconômica e de mercado, Canöz e Kalkavan (2024) empregam um modelo *TVP-VAR (Time-Varying Parameter Vector Autoregression)* para estimar os impactos simultâneos e variáveis no tempo de diferentes fatores de oferta (como custos de construção e expectativas dos construtores), de demanda (taxas de *mortgage*, vendas a estrangeiros, migração) e macroeconômicos (taxa de câmbio real, crescimento econômico, massa monetária e desemprego) sobre os preços de habitação em Istambul. Os resultados indicam que os preços reagem mais intensamente aos custos de construção, entre os fatores de oferta, e à massa monetária, entre os fatores macroeconômicos, evidenciando a forte sensibilidade do mercado imobiliário turco às condições de liquidez e aos custos produtivos.

Por sua vez, no contexto asiático de alta densidade urbana, Chen e Li (2025) analisam a acessibilidade habitacional em Hong Kong ao longo de 22 anos e identificam que as barreiras para aquisição ou aluguel de moradia variam significativamente entre as áreas da cidade, em função da oferta limitada de solo, da densificação urbana, da estrutura de preços e das transformações demográficas. O estudo reforça que, em grandes centros urbanos, a dinâmica habitacional está fortemente condicionada por restrições espaciais e demográficas, que ampliam os desafios de planejamento e de equidade territorial.

Reyes e Reyes-Sanchez (2025) analisam a habitação de massa no México, sobretudo em áreas periurbanas, e demonstram que, embora formalmente enquadrados em programas estatais e mecanismos de mercado, muitos

empreendimentos reproduzem formas de informalidade estrutural. As construtoras, pressionadas por metas e custos, frequentemente flexibilizam exigências legais, reduzem padrões construtivos e entregam projetos com infraestrutura incompleta ou desconectada do tecido urbano. Após a ocupação, os moradores recorrem a estratégias informais como ampliações, uso misto dos imóveis e autogestão de serviços para compensar essas carências, revelando os limites da atuação estatal e do mercado na provisão habitacional.

### 2.3 FINANCEIRIZAÇÃO IMOBILIÁRIA

Como observa Grün (2004), os fundos de investimento e as instituições financeiras operam como instrumentos de disciplinamento econômico, capazes de influenciar o comportamento de empresas, governos e até das políticas habitacionais. Em vez de reduzir desigualdades, essas estruturas frequentemente reforçam a concentração fundiária e a exclusão socioespacial, convertendo a moradia em mercadoria e o território em ativo especulativo.

A literatura internacional ajuda a situar esse debate em um contexto mais amplo. Epstein (2005) define financeirização como a crescente influência dos mercados, instituições e atores financeiros sobre a economia real, um processo que se estende também ao setor habitacional. Estudos posteriores, como os de Crosby e Henneberry (2016), Fields e Uffer (2016) e August (2020), mostram como essa transformação se manifesta em diferentes países do Canadá e Reino Unido a Nova York e Berlim, revelando que a habitação passou a ser tratada predominantemente como ativo financeiro, e não mais como um bem de uso ou direito social.

Sanfelici (2013) demonstra que a financeirização do circuito imobiliário está associada à atuação de fundos de investimento, que se tornam agentes-chave na

articulação entre incorporação, crédito e valorização do solo urbano. Essa tendência, conforme argumentam Sanfelici e Halbert (2019), evidencia a formação de um complexo imobiliário-financeiro, no qual a lógica de rentabilidade prevalece sobre a função social da cidade.

Em continuidade a essa linha de análise, Klink e Souza (2017) observam que a financeirização deve ser compreendida como parte de uma reestruturação mais ampla do capitalismo contemporâneo, que redefine o papel das políticas urbanas e o alcance da regulação pública. Mais recentemente, Kalinoski e Prokopiuk (2023) mostram como esse processo se aprofunda nas metrópoles brasileiras, ao transformar imóveis residenciais em ativos financeiros estruturados por lógicas de rentabilidade e liquidez, ampliando a distância entre o valor de uso da moradia e seu valor de troca no mercado.

Nesse mesmo contexto, Rolnik (2014) interpreta o programa Minha Casa, Minha Vida como uma expressão da financeirização do espaço urbano no Brasil, em que o Estado assume papel ativo na canalização de capitais financeiros para o setor habitacional. Ao articular crédito subsidiado, garantias públicas e estímulos fiscais, o programa converteu o espaço urbano em ativo financeiro, promovendo a acumulação de capital via habitação e deslocando a política urbana de uma lógica social para uma lógica de valorização imobiliária.

Essa tendência se intensifica com a crescente participação dos fundos de investimento na estruturação de operações voltadas ao setor habitacional, sobretudo por meio dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). Segundo Rolnik (2017), esse processo representa a transformação da moradia e do solo urbano em ativos financeiros submetidos à lógica de valorização de capital, o que reconfigura profundamente o exercício do direito à cidade e acentua a exclusão socioespacial.

Kalinowski e Prokopiuk (2023) destacam que os Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) tornaram-se canais relevantes de financiamento para construtoras no Brasil, reforçando a interdependência entre o sistema financeiro e o mercado imobiliário, característica central da financeirização. Contudo, Blackwell et al. (2023) demonstram que o aumento da competição no setor habitacional nem sempre gera eficiência ou acessibilidade, pois persistem custos elevados do solo e concentração de capital.

De forma complementar, Belmiro et al. (2023) evidenciam que a concentração de investimentos em áreas consolidadas aprofunda a segregação socioespacial e a financeirização do território.

Em escala internacional, Yu e Zhou (2024) e Deng et al. (2024) mostram que o modelo de *land finance* e a expansão privada do setor imobiliário chinês intensificam a especulação e as desigualdades regionais, enquanto Yu et al. (2025) apontam que redes densas entre investidores e gestores aumentam a rentabilidade e reduzem a volatilidade dos fundos.

Tai (2025) demonstra que os ciclos de valorização imobiliária reconfiguram o crédito, beneficiando proprietários e ampliando desigualdades, e Adelino et al. (2025) associam a abundância de crédito hipotecário a vulnerabilidades financeiras. Por fim, Shao et al. (2025) evidenciam que o sentimento de mercado influencia os ciclos de preços, e Ma e Zhang (2025) concluem que a habitação passou a atuar como ativo financeiro capaz de afetar toda a economia, consolidando o elo entre o mercado imobiliário e o sistema financeiro global.

## 2.4 INOVAÇÃO FINANCEIRA NO FINANCIAMENTO HABITACIONAL

As discussões sobre inovação financeira no financiamento habitacional não são recentes. Já na década de 1980, pesquisadores como Stiglitz e Weiss (1981) apontavam as limitações do crédito bancário tradicional em contextos marcados por assimetria de informação. Esses autores demonstraram que, mesmo diante de agentes solventes, as instituições financeiras tendem a restringir a concessão de crédito quando não conseguem mensurar adequadamente os riscos, criando um ambiente propício ao surgimento de mecanismos alternativos de financiamento.

Na década de 1990, esse movimento ganhou forma prática com o avanço da engenharia financeira e da intermediação por instituições bancárias, que passaram a atuar para além da concessão direta de crédito. Conforme descreve Finnerty (1996), os bancos ampliaram suas funções, tornando-se agentes estruturadores, avaliadores de risco e conectores entre investidores institucionais e empresas demandantes de recursos. Essa mudança marcou a transição de um modelo bancário tradicional para uma lógica de originação e estruturação de operações, em que o banco desempenha papel ativo na coordenação dos fluxos de capital e na modelagem financeira dos projetos imobiliários.

Essa atuação, conforme detalha Finnerty (1996), abrange desde a originação das operações até a estruturação jurídica e financeira e a distribuição dos papéis no mercado. A expertise bancária em avaliação de risco, *compliance* e modelagem financeira torna esses agentes fundamentais para a viabilização de formatos de financiamento baseados em ativos, como debêntures incentivadas, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs). Dessa forma, o autor evidencia o papel central das instituições financeiras na engenharia de operações

estruturadas, voltadas à criação de instrumentos capazes de ampliar o acesso ao capital e diversificar as fontes de *funding* no setor imobiliário.

A evolução dessas práticas culminou na consolidação dos mecanismos de securitização, que passaram a representar uma das principais inovações no financiamento habitacional e corporativo. No caso brasileiro, a securitização, realizada predominantemente por meio dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), apresenta diferenças em relação ao modelo norte-americano, que utiliza veículos de propósito específico (*Special Purpose Vehicles – SPVs*) para emitir títulos lastreados em ativos no mercado. Apesar das distinções jurídicas especialmente devido à inexistência da figura do *trust* no ordenamento brasileiro, ambos os modelos compartilham características estruturais fundamentais, como o financiamento fora do balanço patrimonial, o uso de mecanismos de reforço de crédito e a busca por neutralidade fiscal (Fernandes et al.,2014).

No contexto europeu, Squires et al. (2016) mostram que incorporadoras têm adotado instrumentos alternativos, como contribuições antecipadas, parcerias público-privadas, *planning gains* e acordos de seção 106 (instrumentos jurídicos e financeiros previstos na legislação de planejamento urbano do Reino Unido), cuja aplicação varia conforme a localização e a maturidade do mercado, evidenciando uma abordagem flexível e adaptada a cada empreendimento.

Nas últimas décadas, o mercado imobiliário brasileiro também passou por mudanças significativas em seus mecanismos de financiamento, com destaque para o surgimento de inovações financeiras voltadas a suprir as limitações dos modelos tradicionais, como o Sistema Financeiro da Habitação (SFH), o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE) e o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Esses instrumentos, embora tenham sido pilares históricos da política habitacional,

enfrentam atualmente restrições estruturais, como escassez de recursos, limites operacionais e incapacidade de atender à crescente heterogeneidade da demanda habitacional (Furtado & Fioravante, 2017).

Experiências internacionais indicam que a diversificação das fontes de capital pode ser um caminho eficaz para enfrentar essas limitações. A experiência chinesa em financiamento de empreendimentos imobiliários, por exemplo, evidencia a importância dessa estratégia como forma de garantir a viabilidade financeira dos projetos. Segundo Wu (2019), as empresas do setor têm buscado equilibrar recursos próprios, financiamentos bancários, pré-vendas e parcerias estratégicas para reduzir o risco de interrupções por falta de liquidez. Essa abordagem permite maior controle financeiro e flexibilidade na gestão dos cronogramas de obras, especialmente em mercados sujeitos à volatilidade econômica e restrições regulatórias. O estudo reforça a relevância de um planejamento financeiro estruturado e adaptável, que pode servir de referência para mercados emergentes, como o brasileiro.

A consolidação dessas práticas depende, contudo, da disposição das instituições financeiras em adotar modelos inovadores de operação e gestão de risco. Gompers et al. (2020) demonstram que, assim como os fundos de *venture capital*, agentes financeiros vêm assumindo papéis mais ativos na estruturação de operações não convencionais, guiando-se por critérios como inovação do modelo de negócios, potencial de replicabilidade e aprendizado estratégico. Esses elementos apontam para uma transformação gradual na lógica de intermediação financeira, em que a inovação passa a ser tratada não apenas como instrumento técnico, mas como ativo estratégico para a sustentabilidade e expansão do setor.

A decisão de investimento em operações estruturadas, entretanto, envolve múltiplas variáveis além do retorno esperado. Gompers et al. (2020) destacam que a

qualidade da equipe gestora constitui um dos principais critérios de avaliação por parte dos investidores institucionais, dada sua relevância para a mitigação de riscos e a eficiência operacional. Esse fator reforça a importância de estruturas organizacionais especializadas e de governança robusta, capazes de sustentar modelos de financiamento cada vez mais complexos.

Em linha com essa perspectiva, Marques e Pinto (2020) analisam o comportamento dos *spreads* de crédito em operações de financiamento estruturado como *Asset-Backed Securities (ABS)*, *Mortgage-Backed Securities (MBS)* e *Collateralized Debt Obligations (CDO)* em comparação com o financiamento corporativo direto (*straight debt finance*). Os autores mostram que, embora o *rating* de crédito seja o principal determinante do preço, aspectos contratuais e macroeconômicos também exercem forte influência sobre os *spreads*. De forma geral, as tranches mais subordinadas apresentam custos mais elevados, mas o custo médio total das operações estruturadas tende a ser inferior ao das dívidas tradicionais, indicando que a estruturação financeira pode reduzir o custo de capital para as empresas originadoras desde que acompanhada por governança, transparência e gestão adequada de riscos.

A evolução tecnológica dos sistemas de registro e monitoramento de crédito tem reforçado esse processo de sofisticação e eficiência no mercado financeiro. Lewellen e Williams (2021) demonstram que a adoção de plataformas eletrônicas de registro hipotecário contribuiu para reduzir custos de transação, mitigar assimetrias de informação e ampliar a liquidez do crédito imobiliário, ao permitir maior integração entre credores, investidores e reguladores.

Nesse contexto de modernização digital, o avanço das tecnologias de informação e comunicação tem potencializado o surgimento de novas formas de

financiamento e de integração entre o mercado financeiro e o setor habitacional. A digitalização dos processos, o uso de plataformas integradas e o tratamento de dados em tempo real aumentam a eficiência operacional e a transparência, ao mesmo tempo em que reduzem custos de transação e ampliam o acesso de novos agentes às fontes de crédito. Essas transformações reforçam a tendência de expansão dos instrumentos estruturados de financiamento e aproximam o mercado imobiliário brasileiro das práticas mais modernas de inovação financeira (Sepehrdoust et al., 2022).

Esses mecanismos financeiros permitem a criação de estruturas personalizadas para cada empreendimento, como Sociedades de Propósito Específico (SPEs), contas vinculadas e garantias atípicas, que conferem maior segurança aos investidores e flexibilidade às construtoras. Além disso, o uso dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) tem se expandido como forma de antecipar receitas futuras de vendas residenciais, promovendo capitalização imediata e agilidade no desenvolvimento dos projetos (Kalinowski & Procopiuck, 2022).

A busca por novos modelos de financiamento tem impulsionado o desenvolvimento de soluções inovadoras, como o *crowdfunding* imobiliário, as *proptechs*, a tokenização de ativos e os fundos temáticos incluindo os de *retrofit* e *ESG*, que ampliam o acesso ao capital, diversificam as fontes de financiamento e aumentam a flexibilidade para empreendedores e investidores (Kalinowski & Procopiuck, 2022).

O uso crescente de tecnologias digitais na originação, análise e gestão de investimentos, especialmente por meio das *proptechs*, tem transformado a maneira como se planeja, financia e opera o mercado imobiliário. Essa tendência indica uma reconfiguração estrutural do setor, tornando-o mais dinâmico e competitivo, mas também demandando um novo arcabouço de governança, controle e regulação para

assegurar transparência, rastreabilidade e estabilidade nas operações (Kalinowski & Procopiuck, 2022).

Em paralelo, a escassez de crédito formal e a rigidez dos sistemas financeiros tradicionais têm levado incorporadoras de países em desenvolvimento a buscar mecanismos alternativos de financiamento. Kavaarpuo et al. (2023) demonstram que, em mercados subdesenvolvidos, os desenvolvedores recorrem a arranjos híbridos combinando pré-vendas, parcerias privadas e capital próprio como estratégia para viabilizar projetos habitacionais diante das restrições de liquidez e do alto custo do crédito bancário.

A intermediação financeira dos empreendimentos urbanos tem se dado, cada vez mais, por meio de parcerias entre construtoras, fundos de investimento e instituições financeiras, o que permite que empresas tecnicamente qualificadas, mas com limitações de capital, acessem o mercado por meio de operações estruturadas. Conforme observam Kalinowski e Procopiuk (2023), os fundos imobiliários têm aproximado de forma definitiva o setor da construção civil do mercado de capitais, configurando arranjos sociotécnicos em que agentes financeiros e incorporadoras atuam de forma integrada na originação e estruturação dos projetos.

Nessa lógica, os investidores em Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) buscam oportunidades que combinem estabilidade de fluxos de caixa e potencial de valorização patrimonial, mesmo quando associadas a ativos de maior complexidade ou risco operacional. Como destacam Cano et al. (2024), o interesse crescente por esses instrumentos reforça o papel dos fundos como elo estratégico entre o capital financeiro e a produção imobiliária, consolidando a inovação financeira como componente central do desenvolvimento urbano contemporâneo.

Em perspectiva comparativa, Rim (2024) analisa os sistemas de financiamento habitacional nos Estados Unidos, Reino Unido e Alemanha, evidenciando que as formas distintas de intermediação, seja por meio de bancos com base em depósitos, seja via securitização de hipotecas, associadas a regimes regulatórios diferenciados, influenciam diretamente a resiliência dos mercados habitacionais diante de choques, como a crise financeira global ou a pandemia de COVID-19. O estudo revela que mercados com maior nível de securitização e diversificação de *funding* demonstraram maior adaptabilidade, embora também tenham apresentado maior suscetibilidade à amplificação dos ciclos de crédito e preços imobiliários.

Em linha com essa discussão, Braggion et al. (2025) investigam empiricamente como a intermediação financeira agrega valor nas plataformas de *crowdfunding* de dívida, examinando o papel desempenhado por intermediários na originação, avaliação e precificação de crédito. Os autores demonstram que, embora o *crowdfunding* prometa desintermediação, as plataformas mais bem-sucedidas acabam reproduzindo funções típicas dos bancos, como filtragem de risco, diversificação de portfólio e monitoramento pós-concessão, o que resulta em menor inadimplência e maior eficiência na alocação de recursos. O estudo evidencia, portanto, que a intermediação estruturada permanece essencial para mitigar assimetrias de informação e reduzir o custo de capital, especialmente em mercados de crédito alternativo.

Esses avanços nas formas de intermediação digital dialogam diretamente com as inovações nos métodos de avaliação de ativos imobiliários, uma vez que ambos refletem a crescente incorporação de tecnologias analíticas e sistemas de informação à gestão financeira do setor. Nessa direção, Jafary et al. (2025) propõem um modelo moderno de avaliação de imóveis que combina métodos tradicionais com novas

tecnologias. O modelo integra o método do custo (*cost approach*), que calcula o valor do imóvel com base nos custos de construção e depreciação e o método de mercado (*market approach*), que compara o imóvel com outros semelhantes vendidos recentemente. Além disso, o estudo utiliza ferramentas tecnológicas avançadas, como o *BIM (Building Information Modeling)*, que reúne informações tridimensionais sobre o projeto do imóvel, e técnicas de inteligência artificial (AI) e aprendizado de máquina (ML), que ajudam a identificar padrões e prever valores com mais precisão. Ao combinar essas abordagens, os autores demonstram que é possível obter estimativas de preço próximas dos valores reais de venda, tornando o processo de avaliação mais confiável e eficiente.

## 2.5 AVALIAÇÃO E MITIGAÇÃO DE RISCOS

Para os investidores institucionais, a identificação e o gerenciamento de incertezas tornaram-se elementos estratégicos, frequentemente associados ao uso de seguros, cláusulas contratuais e alianças recorrentes como mecanismos de proteção, práticas amplamente observadas em parcerias público-privadas (PPPs) e aplicáveis aos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) (Demirag et al., 2011).

Tais arranjos ampliam a eficiência e a capacidade de captação, mas introduzem novos desafios regulatórios e socioespaciais, uma vez que a atuação crescente de agentes privados na provisão habitacional pode estimular a oferta de moradias, ao mesmo tempo em que reforça dinâmicas de segregação e valorização desigual do solo urbano (Fernandez & Aalbers, 2016).

Segundo Lohn e Laffin (2012), a demonstração dos fluxos de caixa nas empresas do setor da construção civil é essencial para avaliar a origem e a alocação

eficiente dos recursos, evidenciando que a gestão financeira organizada é uma das principais condições para o sucesso e a solvência dos empreendimentos.

Martynova e Perotti (2018) demonstram que os títulos conversíveis permitem reduzir o risco de insolvência e desestimular comportamentos excessivamente arriscados nos bancos, ao converter dívida em capital em situações de estresse. Esses mecanismos ilustram como a combinação entre inovação contratual e incentivos financeiros pode ser estendida a outros segmentos, inclusive ao mercado imobiliário, onde estruturas complexas também buscam equilibrar risco e retorno.

Em uma perspectiva mais sistêmica, a adoção de modelos inovadores de financiamento habitacional, como os propostos por Okolelova et al. (2020), demonstra potencial de replicabilidade ao reunir diferentes agentes do setor em uma estrutura cooperativa orientada à mitigação de riscos e à estabilidade financeira. Contudo, os autores supracitados alertam para a necessidade de monitoramento contínuo da robustez do sistema, dada a ausência de histórico operacional e a vulnerabilidade a fatores externos adversos, como volatilidade econômica ou mudanças regulatórias.

Sob uma ótica microeconômica e gerencial, outra dimensão relevante da mitigação de riscos está no envolvimento ativo dos investidores nos projetos financiados. Gompers et al. (2020) demonstram que os *venture capitalists* frequentemente participam da condução e monitoramento das empresas investidas, contribuindo com orientação estratégica, conexões com investidores e clientes, e apoio à formação de equipes-chave, como na contratação de executivos. Essa presença direta reforça o alinhamento de interesses, reduz riscos de agência e fortalece a governança nas operações estruturadas.

Complementarmente, no campo da avaliação de risco de crédito, Josephson e Shapiro (2020) mostram que as agências de *rating* exercem um duplo papel nas

operações de financiamento estruturado, atuando simultaneamente como consultoras na modelagem das estruturas de crédito e como avaliadoras do risco desses instrumentos.

Essa lógica é amplamente adotada no setor de *venture capital*, em que os contratos vão além do simples aporte financeiro e incluem direitos sobre o fluxo de caixa, controle gerencial, cláusulas de liquidação preferencial e termos de *vesting*. Tais mecanismos permitem ao investidor preservar o capital aportado, estimular a execução eficaz do projeto e mitigar riscos de comportamento oportunista (Gompers et al., 2020).

A avaliação de viabilidade e risco realizada por investidores institucionais envolve não apenas métricas financeiras tradicionais, como a Taxa Interna de Retorno (TIR) e o Múltiplo sobre o Capital Investido (MOIC) calculado pela razão entre o valor total recebido e o capital investido, mas também uma estrutura contratual robusta, com alocação de direitos de controle e cláusulas de liquidação preferencial. Conforme demonstram Gompers et al. (2020), essas práticas refletem uma abordagem multidimensional da mitigação de riscos, que combina análise quantitativa de retorno com mecanismos qualitativos de governança e incentivo.

Embora o estudo de Карий, Грицай, Сороковий e Хомуляк (2021) tenha como foco os fundos imobiliários, suas conclusões são amplamente aplicáveis ao contexto dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), uma vez que ambos dependem da constituição de Sociedades de Propósito Específico (SPEs), do uso de contratos padronizados e da adesão a exigências fiscais e contábeis específicas. Tais medidas asseguram transparência, rastreabilidade e conformidade regulatória, reduzindo a exposição a riscos jurídicos e operacionais.

Além da dimensão institucional, a gestão da assimetria de informação constitui um dos principais desafios em arranjos financeiros complexos, sobretudo quando envolvem múltiplos agentes com objetivos e níveis de informação distintos. Aben et al. (2021) demonstram, no contexto de parcerias público-privadas em processo de transformação digital, que a combinação entre mecanismos contratuais e relacionais de governança é essencial para mitigar riscos de oportunismo e ampliar a eficiência interorganizacional.

Evidências recentes reforçam que a governança corporativa é um elemento decisivo para o fortalecimento institucional das empresas brasileiras e para a estabilidade de seus fluxos financeiros. Práticas relacionadas à composição do conselho de administração, à transparência informacional e à proteção de acionistas minoritários contribuem para maior eficiência e credibilidade do mercado de capitais (Carvalho et al., 2021).

Nessa mesma direção, González et al. (2021) analisam o programa “*Issuer Recognition*” (IR) da Bolsa de Valores da Colômbia como um modelo híbrido de governança corporativa, em que a adesão é voluntária, mas o cumprimento subsequente é rigidamente monitorado. Os autores constatam que as firmas participantes ampliaram substancialmente seus níveis de divulgação de informações, demonstrando que, em mercados emergentes com estruturas institucionais frágeis, a adoção voluntária de padrões elevados de governança atua como mecanismo de sinalização de credibilidade e mitigação de riscos reputacionais e financeiros.

Em complemento à dimensão institucional da governança, evidências empíricas indicam que a disponibilidade de colateral exerce influência decisiva sobre o acesso ao crédito e a alocação eficiente de recursos produtivos. Jensen et al. (2022) mostram que a valorização dos ativos imobiliários aumenta o patrimônio líquido das

famílias e reduz as restrições de financiamento, permitindo que imóveis sejam convertidos em fonte de capital para novos investimentos. Esse mecanismo reforça a importância dos ativos tangíveis como instrumentos de mitigação de risco e catalisadores da liquidez no sistema financeiro.

A credibilidade das informações financeiras e a sinceridade institucional também se destacam como fatores determinantes na construção da confiança entre os agentes das operações estruturadas. Segundo Rozeboom (2025), o conceito de “*moral credit*” decorre da coerência entre as declarações corporativas e os valores efetivamente praticados, sendo comprometido por práticas de “*reputation washing*”, processo em que as organizações projetam uma imagem de ética ou responsabilidade apenas para obter legitimidade simbólica, sem correspondência real em suas ações. Assim, a integridade comunicacional torna-se um ativo reputacional essencial na redução do risco moral e na preservação da credibilidade financeira.

Em contextos de restrição de crédito bancário, mecanismos de confiança interorganizacional e reputação passam a desempenhar papel central na originação e concessão de crédito fora do sistema tradicional. (Wang et al., 2025) descrevem a coevolução entre o crédito social e o crédito comercial, em que o capital relacional sustenta novas formas de financiamento descentralizado baseadas em redes de confiança e transparência compartilhada. De modo análogo, as operações de crédito estruturado no setor habitacional brasileiro dependem da credibilidade técnica e financeira das incorporadoras e da governança assegurada por fundos e bancos intermediadores, confirmando que a confiança, mais do que o colateral, é o principal vetor de mitigação de risco em mercados emergentes.

Em paralelo à dimensão relacional, a estrutura jurídica e institucional que regula os direitos dos credores e a reutilização de garantias emerge como fator crítico na

dinâmica do crédito. Lewis (2023) evidencia que, ao fortalecer os direitos dos credores sobre as garantias, aumentou-se a reutilização de colaterais e a oferta agregada de crédito, embora essa expansão tenha sido acompanhada de maior suscetibilidade a riscos de crédito e à deterioração das garantias subjacentes. Essa constatação reforça o paradoxo regulatório entre liquidez de curto prazo e estabilidade de longo prazo no sistema financeiro.

Embora centrado em operações de *supply chain finance*, o estudo de Xie et al., (2025) demonstra que estruturas financeiras complexas requerem metodologias específicas para avaliação de risco operacional, achado que se aplica diretamente ao financiamento estruturado no mercado imobiliário.

Além disso, a literatura recente destaca que a estabilidade das operações de crédito estruturado depende não apenas da existência de garantias, mas também da qualidade contínua dos ativos subjacentes. Lee e Neuhann (2023) mostram que a deterioração do colateral pode gerar “armadilhas de intervenção”, nas quais políticas de liquidez de curto prazo acabam fragilizando a solvência e a confiança de longo prazo dos agentes financeiros, fenômeno particularmente relevante em mercados altamente dependentes de títulos lastreados em ativos (*asset-backed securities*).

De forma complementar, Yannelis e Zhang (2023) demonstram que, em mercados de crédito mais competitivos, os credores tendem a reduzir o monitoramento individual, o que leva à seleção de mutuários com risco mais elevado e, conseqüentemente, a maiores taxas de inadimplência. Esse resultado reforça a importância de mecanismos contínuos de supervisão e governança nas operações estruturadas, especialmente em contextos de dispersão informacional e múltiplos participantes.

Manoel et al. (2023) acrescentam evidências de que a adoção voluntária de segmentos de listagem com padrões mais elevados de governança na B3 como o *Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2*, impacta diretamente a forma como investidores valorizam o caixa corporativo. O estudo revela que o mercado atribui valor significativamente maior ao caixa de empresas com boas práticas de governança: cada dólar mantido em caixa aumenta o valor de mercado em cerca de US\$ 0,59, contra US\$ 0,24 em companhias de segmentos tradicionais. Em termos econômicos, isso indica que a governança funciona como um sinal de credibilidade e mitigação da assimetria de informação, elevando a percepção de valor e reduzindo o custo de capital.

A confiança, portanto, emerge como elemento central na mitigação de riscos financeiros e informacionais. Abdelsalam et al. (2024) mostram que níveis elevados de confiança institucional reduzem o risco de mercado dos bancos, fortalecendo a estabilidade financeira e a previsibilidade das relações entre agentes.

Lima et al. (2024) demonstram que níveis adequados de endividamento podem atuar como mecanismo disciplinador, desde que sustentados por uma governança financeira sólida, evitando que a alavancagem se torne fonte de instabilidade.

Por fim, Altavilla et al. (2025) evidenciam que bancos que expandem o crédito garantido tendem a reduzir simultaneamente o crédito não-garantido ao mesmo mutuário, caracterizando um efeito de substituição que transfere parte do risco para o setor público. Esse achado revela que estratégias de mitigação de risco individual podem gerar vulnerabilidades sistêmicas, reforçando a necessidade de coordenação regulatória e macroprudencial, ponto que conduz à discussão sobre a intermediação financeira e as políticas macroeconômicas que sustentam a estabilidade do sistema de crédito.

## 2.6 INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA E POLÍTICAS MACROECONÔMICAS

Como destaca Levine (1997), as instituições financeiras ocupam posição central na dinâmica macroeconômica, atuando como intermediárias entre poupadores e tomadores de recursos e exercendo funções essenciais de alocação eficiente do capital, monitoramento de gestores e mobilização da poupança. Segundo o autor, o bom funcionamento desse sistema é determinante para o crescimento econômico sustentado, especialmente em contextos de restrição de crédito e elevada incerteza. Ainda conforme Levine (1997), ao gerenciar e distribuir riscos de forma eficiente, o sistema financeiro viabiliza projetos produtivos e inovadores com elevado potencial de retorno, funcionando como mecanismo de transferência intertemporal de recursos e de absorção de choques, o que reforça seu papel estratégico na sustentação do crescimento e na estabilidade macroeconômica.

A estruturação do fluxo de pagamentos, das garantias e das contrapartidas em operações financeiras sofisticadas é fortemente condicionada pelas condições de oferta de crédito e pela segmentação do mercado. Di Maggio e Kermani (2017) demonstram que mudanças nos limites de endividamento e na disponibilidade de crédito alteram diretamente a configuração dos contratos financeiros, exigindo arranjos mais complexos e personalizados para manter a viabilidade das operações em cenários de restrição monetária. Essas evidências revelam a natureza adaptativa da intermediação financeira, cuja capacidade de reorganizar fluxos, riscos e incentivos determina não apenas o comportamento das firmas e famílias, mas também a eficácia das políticas macroeconômicas.

Sob uma perspectiva empírica, Kishor (2021) demonstra que combinar indicadores de condições de crédito com o crescimento real dos preços de habitação melhora significativamente a previsão da atividade econômica real nos Estados

Unidos, superando modelos uni variados tradicionais. Ao utilizar um modelo VAR com dados de 1985 a 2017, o autor constata que a inclusão do crescimento dos preços das casas reforça a informação sobre o ciclo crédito-imobiliário e sobre a saúde do sistema financeiro, destacando o papel do setor habitacional como termômetro da liquidez e da estabilidade macroeconômica.

Essa dinâmica ajuda a explicar o comportamento das incorporadoras mesmo em cenários de aperto monetário. Conforme apontam Li et al. (2022), as expectativas de valorização imobiliária sustentam decisões de investimento e aquisição de terrenos, levando as empresas a manter uma postura otimista com base em projeções de ganhos futuros. Tal comportamento evidencia o papel das expectativas financeiras na manutenção dos ciclos de investimento e na transmissão da política monetária ao setor real.

A intermediação financeira contemporânea assume, assim, um papel central na estabilidade dos sistemas de crédito e na formação de liquidez. Kreamer (2022) demonstra que a oferta de liquidez pelos intermediários depende diretamente da solidez de suas estruturas de capital e da confiança que conseguem transmitir ao mercado, fatores essenciais para sustentar o financiamento de longo prazo. Em complemento, Chatterjee et al. (2024) evidenciam que a eficiência informacional dos intermediários permite antecipar ciclos econômicos, reduzindo incertezas e aprimorando a alocação de recursos.

Além disso, a política monetária exerce efeitos assimétricos sobre o acesso ao crédito entre os diferentes setores da economia. Li et al. (2022) observam que, enquanto a indústria tende a retrair investimentos diante da elevação das taxas de juros, o setor imobiliário frequentemente mantém seus níveis de financiamento,

impulsionado pela maior intensidade de ativos reais e pela expectativa de valorização futura dos empreendimentos.

Evidências adicionais indicam que a intermediação local de crédito também tem impacto relevante sobre o mercado habitacional. Blickle (2022) mostra que bancos especializados em crédito imobiliário, ao receberem impulsos exógenos de liquidez, expandem suas carteiras de empréstimos hipotecários e geram aumento expressivo nos preços das habitações, reforçando o papel do crédito na formação de bolhas imobiliárias e na expansão dos ciclos de valorização.

De forma complementar, Chang et al. (2023) demonstram que, em períodos de estresse financeiro, bancos com maior custo de assumir risco reduzem de forma mais acentuada o volume de crédito, independentemente da demanda dos tomadores, o que evidencia o peso das condições de oferta na contração do financiamento agregado.

Bangura e Lee (2023) destacam que as taxas de juros constituem um canal decisivo de transmissão da política monetária para o mercado imobiliário. No caso australiano, reduções nos juros ampliam significativamente o crédito habitacional, tanto para proprietários-ocupantes quanto para investidores, ao reduzir o custo de captação e estimular a expansão dos investimentos em ativos residenciais. Esse mecanismo de estímulo monetário aumenta a demanda por moradias, eleva os preços dos imóveis e impulsiona o crescimento urbano, ilustrando a forte correlação entre ciclo de crédito, urbanização e política macroeconômica.

Em contrapartida, elevações das taxas de juros tendem a contrair o crédito, afetando de forma mais acentuada as famílias de baixa e média renda e ampliando as barreiras de acesso à moradia o que, por sua vez, reforça as desigualdades espaciais. Essa relação evidencia a sensibilidade do setor habitacional às variações

monetárias e demonstra que a política de juros não apenas define o volume de crédito disponível, mas também orienta o padrão de urbanização e o próprio processo de financeirização do espaço urbano. Assim, a estabilidade do mercado habitacional requer políticas que equilibrem estímulo econômico e prudência financeira, sobretudo em contextos de urbanização acelerada (Bangura & Lee, 2023).

Sob uma perspectiva comparada, Stephens (2024) mostra que, tanto na Austrália quanto no Reino Unido, as decisões de política monetária dos bancos centrais consideram explicitamente o setor habitacional. Registros de reuniões do *Reserve Bank of Australia (RBA)* e do *Bank of England (BoE)* revelam que preços das casas, empréstimos hipotecários e o comportamento dos bancos foram fatores deliberadamente discutidos em momentos de crise financeira, pandemia e recuperação inflacionária. O autor destaca que, enquanto o *RBA* expressou preocupação com o aumento dos preços da habitação como risco à estabilidade financeira, o *BoE* concentrou-se na conduta do crédito e na função dos bancos como transmissores da política monetária.

Para Stephens (2024), as taxas de juros moldam de forma decisiva o comportamento dos agentes financeiros e a estabilidade do crédito habitacional. A redução dos juros estimula a valorização dos ativos imobiliários e o endividamento das famílias, enquanto o aumento das taxas básicas, ainda que necessário para conter a inflação, pressiona mutuários e reduz a liquidez do setor. Desse modo, as decisões de política monetária geram efeitos distributivos relevantes, beneficiando investidores em períodos de expansão e restringindo o acesso à moradia durante fases de aperto monetário.

No contexto brasileiro, Garber et al. (2024) demonstram que a política de estímulo ao crédito via bancos públicos resultou não tanto em maior consumo

produtivo, mas em elevação do endividamento entre tomadores menos sofisticados e em maior volatilidade do consumo agregado. Esses efeitos revelam que a expansão do crédito, quando não acompanhada de critérios de solvência e educação financeira, pode ampliar vulnerabilidades macroeconômicas e acentuar riscos de inadimplência sistêmica.

Sydow et al. (2024) complementam essa perspectiva ao mostrar que, em um sistema financeiro integrado entre bancos e fundos de investimento, os choques exógenos se propagam por canais de liquidez e solvência. Mecanismos como vendas forçadas de ativos e portfólios sobrepostos amplificam as perdas, gerando efeitos de contágio que não são plenamente captados por testes de estresse tradicionais, centrados apenas nos bancos. Essa constatação reforça a importância de modelos macroprudenciais abrangentes, que incorporem a interconexão entre diferentes intermediários financeiros.

Em escala internacional, Rosa (2024) analisa os efeitos das decisões do *Federal Open Market Committee (FOMC)*, órgão do Federal Reserve responsável pela condução da política monetária norte-americana sobre o desempenho dos *Real Estate Investment Trusts (REITs)*. O autor mostra que variações inesperadas nas taxas de juros, nas sinalizações de orientação futura (*forward guidance*) e nas operações de compra de ativos em larga escala (*large-scale asset purchases*) geram impactos econômicos negativos sobre os *equity REITs* (fundos lastreados em propriedades reais), enquanto os *mortgage REITs* (fundos baseados em hipotecas e títulos de crédito) apresentam respostas distintas, dada sua maior exposição ao risco de taxa de juros.

Chatterjee et al. (2024) demonstram que os ativos agregados de intermediação financeira antecipam variações na atividade econômica real — como PIB,

investimento e desemprego —, indicando que a intermediação melhora a eficiência informacional e a previsibilidade macroeconômica do sistema financeiro. De forma complementar, Fuster et al. (2024) introduzem uma métrica para mensurar o “preço da intermediação” no mercado hipotecário, mostrando que ele aumenta em períodos de alta demanda por crédito e é influenciado por custos regulatórios e operacionais, o que evidencia o impacto das condições macroprudenciais na eficiência da intermediação.

Gbadebo (2024), por sua vez, revisa criticamente as teorias clássicas de intermediação financeira e argumenta que, diante da digitalização e do avanço das *fintechs*, surgem modelos híbridos nos quais bancos, fundos e plataformas compartilham funções de análise, originação e mitigação de riscos, mantendo a confiança, a credibilidade institucional e a regulação como pilares da estabilidade do sistema financeiro.

Em situações de estresse nos mercados de captação, Cooperman et al. (2024) mostram que os bancos enfrentam elevação nos custos de *funding* quando as empresas sacam amplamente suas linhas de crédito rotativas, gerando um efeito de *debt-overhang* que restringe a oferta de crédito. Os autores evidenciam ainda que a escolha da taxa de referência nos contratos, seja um benchmark sensível ao risco bancário ou uma taxa considerada livre de risco (*risk-free*), modifica os incentivos de saque e, conseqüentemente, afeta a capacidade de intermediação e a liquidez do sistema financeiro.

Sarmiento (2024) demonstra que, em mercados emergentes, bancos com alta exposição ao crédito interbancário internacional sofreram forte contração no fornecimento de crédito doméstico diante de reversões súbitas de rendimento, como no episódio do *taper tantrum* do Federal Reserve, resultando em aumento das taxas

de empréstimo e impactos negativos sobre empresas dependentes de crédito bancário.

De modo convergente, Zhu e Li (2025) evidenciam que os fluxos internacionais de capital geram efeitos de contágio sobre os sistemas bancários de países emergentes, ampliando a vulnerabilidade de setores intensivos em capital, como o imobiliário, e ressaltando a necessidade de diversificação das fontes de captação e do fortalecimento da governança e da transparência financeira para mitigar choques de liquidez e volatilidade global.

Colombage et al. (2025) mostram que, na Austrália, o custo de intermediação bancária tem diminuído devido a ganhos de eficiência interna impulsionados pela digitalização, automação e melhoria na gestão de riscos, reforçando o papel da inovação tecnológica na competitividade e na inclusão financeira.

De forma complementar, Shukla et al. (2025) argumentam que o uso de tecnologias avançadas na intermediação financeira gera eficiência e transparência, mas impõe desafios de governança relacionados à responsabilidade algorítmica, segurança de dados e supervisão regulatória. Krishnamurthy e Li (2025) explicam que as crises financeiras decorrem da perda de confiança na liquidez e estabilidade do sistema, resultando em retração de crédito e queda de preços de ativos, o que evidencia a natureza pró-cíclica do crédito e do mercado imobiliário.

Anton (2025) demonstra que, em sistemas financeiros eficientes, empresas reduzem reservas de caixa devido ao fácil acesso a crédito, enquanto em ambientes incertos aumentam a liquidez preventiva, revelando que o equilíbrio entre risco e liquidez depende da eficiência e da credibilidade do sistema financeiro.

Nesse mesmo sentido, Caixe (2025) evidencia que a governança corporativa atua como amortecedor institucional frente à incerteza das políticas públicas, induzindo políticas financeiras mais prudentes e níveis de caixa mais estáveis. Estruturas de governança eficazes funcionam, assim, como salvaguardas contrachocos macroeconômicos, reduzindo a vulnerabilidade das empresas e fortalecendo sua resiliência financeira.

Drobetz et al. (2025) destacam que investidores institucionais exercem papel ativo na governança corporativa por meio de monitoramento, ativismo e participação em redes globais de capital, introduzindo novas dinâmicas de poder e intermediação em setores intensivos em capital, como o imobiliário.

Bahadir e De (2025) demonstram que choques de crédito às famílias, em contextos de alta desigualdade, aumentam a volatilidade dos preços habitacionais e ampliam as disparidades patrimoniais, evidenciando o caráter distributivo das políticas de crédito. Duan et al. (2025) mostram que variações de liquidez e volatilidade financeira afetam diretamente os preços e a estabilidade do mercado habitacional, revelando a interdependência entre sistema financeiro e setor imobiliário.

Wang et al. (2025) evidenciam que interrupções nos fluxos internacionais de capital elevam o risco sistêmico bancário e reduzem a liquidez em economias emergentes dependentes de funding externo. De forma complementar, Xu et al. (2025) demonstram que entradas intensas de capital aumentam a alavancagem e o risco sistêmico, enquanto políticas prudenciais e governança financeira sólida mitigam esses efeitos e fortalecem a resiliência institucional.

Boyd et al. (2025) analisam a transformação da intermediação financeira na Irlanda após a crise global e mostram que, apesar da recapitalização bancária, o crédito produtivo permaneceu restrito, com os bancos priorizando ativos de menor

risco e maior liquidez, o que evidencia a preferência por segurança e rentabilidade de curto prazo.

Sachdeva et al. (2025) demonstram que as políticas de racionamento direcionado de crédito podem reconfigurar o acesso ao capital e até inviabilizar empresas financeiramente saudáveis, revelando o caráter político e seletivo da alocação de crédito. As análises de Boyd et al. (2025) e Sachdeva et al. (2025) indicam que o financiamento habitacional e a intermediação financeira vêm sendo transformados pela financeirização, pela inovação financeira e pela digitalização, processos que reconfiguram a gestão de riscos e a governança.

Assim, o referencial teórico aqui desenvolvido fornece a base conceitual para compreender os mecanismos de funcionamento e as condições de viabilidade das operações de crédito estruturado no setor habitacional brasileiro. A partir desses fundamentos que articulam intermediação financeira, inovação, governança e regulação, o Capítulo 3 apresentará os procedimentos metodológicos adotados na pesquisa, detalhando o delineamento qualitativo, os critérios de seleção dos entrevistados, os instrumentos de coleta de dados e as técnicas de análise que permitem relacionar empiricamente os conceitos teóricos à realidade do mercado imobiliário e financeiro estudado.

### **3 METODOLOGIA**

#### **3.1 TIPO E ABORDAGEM DA PESQUISA**

A pesquisa adotou uma abordagem qualitativa e exploratória, conforme Godoy (2006) e Lukosevicius et al. (2017), apropriada para compreender a complexidade de um fenômeno social em seu contexto, a partir das percepções, discursos e práticas dos sujeitos envolvidos. Essa abordagem permitiu um olhar aprofundado sobre o objeto de estudo, sendo particularmente útil quando o fenômeno se mostrou pouco explorado ou envolveu múltiplos atores e interesses, como a avaliação da viabilidade de modelos de crédito estruturado no setor da construção civil.

Tratou-se de uma pesquisa de natureza aplicada, com objetivo exploratório-interpretativo, voltada à compreensão e descrição das percepções de representantes de construtoras, fundos de investimento e instituições financeiras a respeito da utilização de estruturas alternativas de financiamento imobiliário. Conforme defendem Gil (2008) e Stake (1995), a pesquisa exploratória é especialmente indicada quando o problema de pesquisa ainda está em fase de amadurecimento e exige aproximação teórica a partir da experiência prática dos atores envolvidos. O estudo não buscou testar hipóteses, mas interpretar significados, percepções e diferentes visões sobre viabilidade, riscos e vantagens do modelo financeiro, construindo conhecimento a partir da convergência ou divergência entre os discursos dos agentes entrevistados.

#### **3.2 ESTRATÉGIA DE PESQUISA: ESTUDO DE CASO**

A estratégia metodológica adotada foi o estudo de caso instrumental, qualitativo e interpretativo, com foco na análise da viabilidade de um modelo de financiamento

estruturado a partir da percepção de três tipos de agentes: construtoras, fundos de investimento e instituições financeiras. Conforme Yin (2015), o estudo de caso é uma estratégia de pesquisa empírica que investiga um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto da vida real, especialmente quando as fronteiras entre fenômeno e contexto não estão claramente definidas. Embora o estudo não tenha se centrado em uma operação específica, examinou um modelo financeiro alternativo ainda pouco explorado, com potencial de impactar práticas consolidadas de crédito no setor da construção civil.

A abordagem interpretativa adotada também se alinhou à concepção de estudo de caso proposta por Díaz Andrade (2009), segundo a qual o pesquisador atua como um intérprete das realidades sociais e institucionais, construindo significados teóricos a partir da interação com os sujeitos e do contexto observado.

A escolha do estudo de caso instrumental justificou-se pela necessidade de investigar um fenômeno emergente e pouco consolidado na prática e na literatura brasileira: a estruturação de operações de crédito com participação de fundos de investimento para financiar empreendimentos imobiliários. Por envolver agentes com papéis distintos e complementares, construtora, instituição financeira e gestora de fundos, o fenômeno demandou uma abordagem que permitisse captar múltiplas percepções, racionalidades e estratégias envolvidas.

A seleção dos participantes baseou-se na experiência direta com esse modelo de financiamento, sendo, portanto, representativos de uma configuração do crédito imobiliário que se apresentou como alternativa diante da escassez de *funding* tradicional (SBPE e FGTS). Outros delineamentos metodológicos, como *surveys* ou análises documentais, não permitiriam a mesma profundidade interpretativa nem o acesso às motivações subjetivas e critérios de decisão dos agentes envolvidos. Assim,

o estudo de caso instrumental, orientado por uma abordagem qualitativa e interpretativa, revelou-se apropriado para compreender como se viabilizou esse tipo de operação em contextos reais e complexos, além de contribuir para o avanço teórico sobre financiamento alternativo no setor da construção civil.

A adoção do estudo de caso como estratégia metodológica mostrou-se especialmente relevante quando se buscou compreender fenômenos organizacionais e financeiros complexos, inseridos em contextos institucionais específicos. Conforme destaca Annamalah (2024), o estudo de caso possibilita uma análise aprofundada das interações entre os agentes e dos mecanismos de decisão, favorecendo a integração de múltiplas fontes de evidência como entrevistas, documentos e dados secundários em uma visão interpretativa coerente.

O estudo de caso é amplamente reconhecido como uma estratégia metodológica adequada para compreender fenômenos complexos e interdependentes, especialmente quando o pesquisador busca interpretar processos e decisões em contextos reais. Lima et al. (2012) propõem um esquema teórico para sua aplicação em pesquisas contábeis e organizacionais, ressaltando que essa abordagem favorece a análise detalhada de práticas, estruturas de governança e relações institucionais. A perspectiva defendida pelos autores reforça a adequação da escolha metodológica desta dissertação, que busca compreender, sob uma ótica interpretativa, os mecanismos de estruturação e financiamento utilizados no crédito habitacional.

### 3.3 UNIDADE DE ANÁLISE E PARTICIPANTES DA PESQUISA

A unidade de análise desta pesquisa consistiu no modelo de financiamento estruturado para empreendimentos da construção civil, considerando como referência

operações que envolveram a participação de três agentes: construtoras, instituições financeiras (bancos) e fundos de investimento. A análise buscou compreender, a partir da perspectiva desses agentes, a viabilidade, as vantagens e os desafios percebidos na adoção desse tipo de estrutura em comparação aos mecanismos tradicionais de crédito.

Os participantes da pesquisa foram selecionados por amostragem intencional, considerando profissionais com experiência ou atuação relevante em atividades de estruturação, análise de crédito, gestão de fundos ou captação de recursos para empreendimentos imobiliários. A seleção observou critérios de expertise e representatividade institucional, além de diversidade regional, com o objetivo de garantir variedade de visões e riqueza dos dados coletados. No total, foram realizadas dez entrevistas, com duração média de quarenta minutos, conduzidas entre agosto e setembro de 2025.

Tabela 1 - Identificação dos entrevistados

Entrevistados	Atuação
Executivos da construtora	Área financeira e de novos negócios;
Profissionais da instituição financeira	Estruturadores e intermediadores da operação;
Gestores ou analistas do fundo de investimento	Análise sobre o aporte de recursos.

Fonte: Elaborado pela autora (2025).

Essa triangulação de perspectivas permitiu uma visão abrangente do fenômeno investigado, favorecendo a identificação de convergências, divergências e complementariedades nos discursos, conforme orientações metodológicas de Stake (1995) e Baxter & Jack (2008).

### 3.4 TÉCNICAS E PROCEDIMENTOS DE COLETAS DE DADOS

A entrevista semiestruturada continua sendo uma técnica amplamente utilizada na pesquisa qualitativa, permitindo ao pesquisador explorar em profundidade as percepções e experiências dos participantes sem restringi-los a um roteiro rígido. Castro e Oliveira (2022) destacam que essa abordagem favorece uma interação mais dinâmica entre entrevistador e entrevistado, proporcionando uma compreensão mais rica dos fenômenos estudados. Além disso, Rocha (2020) enfatiza a importância do planejamento cuidadoso e da flexibilidade na condução das entrevistas semiestruturadas, ressaltando sua eficácia na coleta de dados complexos em estudos sociais e organizacionais.

Essas perspectivas reforçam a adequação dessa técnica para investigar percepções sobre a viabilidade, os desafios e os potenciais benefícios de modelos de financiamento estruturado, especialmente no contexto da construção civil. O uso da entrevista semiestruturada é particularmente apropriado quando se busca captar visões subjetivas, expectativas, motivações e experiências práticas relacionadas a modelos financeiros alternativos.

Foram elaborados roteiros distintos para cada grupo de participantes construtoras, instituições financeiras e fundos de investimento, respeitando suas especificidades, mas com um conjunto comum de perguntas-base que permitiu a comparação das respostas entre os grupos.

As questões da pesquisa abordaram temas relacionados aos principais desafios enfrentados no acesso ao financiamento, à visão dos agentes sobre estruturas financeiras alternativas e seu potencial de aplicação, às percepções acerca dos riscos, da governança e do relacionamento entre os participantes das operações,

aos fatores que influenciam a decisão de aderir a operações estruturadas e, por fim, ao interesse e à disposição dos entrevistados em colaborar com esse tipo de arranjo financeiro.

Esse procedimento garantiu a coerência e a comparabilidade dos dados coletados, mantendo abertura para a emergência de novos temas relevantes durante as entrevistas.

Tabela 2 - Perguntas para entrevistas

Pergunta	Citação
1. Quais são, na sua visão, os principais desafios enfrentados pelas construtoras no acesso a financiamento para empreendimentos?	(Gündes, Atakul, & Büyükyoran, 2019)
2. Como você avalia a viabilidade de uma operação de crédito estruturado em parceria entre construtoras, fundos de investimento e bancos para financiar empreendimentos imobiliários?	(Coval, Jurek, & Stafford, 2009)
3. Quais seriam os principais riscos percebidos nesse tipo de operação? Como esses riscos poderiam ser mitigados, na sua opinião?	(Johnson Ross, Nichols, & Shibut, 2021)
4. Que vantagens estratégicas você enxerga na adoção de um modelo estruturado com participação de fundos e banco, em comparação ao financiamento tradicional?	(International Monetary Fund, 2003)
5. Sua organização estaria disposta a atuar (ou investir) nesse tipo de operação? Sob quais condições mínimas isso seria possível?	(Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2020)
6. Que papel você considera essencial que cada parte (construtora, banco e fundo) desempenhe para o sucesso dessa estrutura?	Altavilla, C., Ellul, A., Pagano, M., Polo, A., & Vlassopoulos, T. (2025)

Fonte: Elaborado pela autora (2025).

As entrevistas foram gravadas, com consentimento expresso dos participantes sendo que uma delas ocorreu de forma presencial e as demais remotamente.

### 3.5 PROCEDIMENTO PARA ANÁLISE DOS DADOS

A análise dos dados foi conduzida por meio da técnica de análise de conteúdo temática, aplicada conforme as diretrizes propostas por Bardin (2011), e complementada pela abordagem narrativa de Sonenshein (2010). Essa combinação ofereceu uma lente interpretativa para compreender como os atores construíram significados diante de mudanças, riscos e incertezas em contextos organizacionais.

A análise narrativa mostrou-se especialmente útil para captar como os diferentes agentes envolvidos em modelos de financiamento estruturado perceberam a inovação, os desafios operacionais e os mecanismos de controle e coordenação. Essas narrativas ajudaram a identificar predisposições à mudança, resistências institucionais ou tentativas de manutenção de práticas convencionais. Nesse contexto, Oláh et al. (2021) argumentam que a confiança interorganizacional é um elemento-chave para viabilizar iniciativas inovadoras, pois não apenas reduz a percepção de risco, como também reforça os mecanismos de monitoramento e aumenta o potencial de sucesso das parcerias financeiras em ambientes incertos.

A organização e sistematização dos dados foram auxiliadas pelo *software* de análise qualitativa Atlas.ti, versão 2023, uma ferramenta amplamente utilizada em pesquisas que envolveram grandes volumes de dados textuais. O programa foi amplamente reconhecido por sua eficácia em apoiar pesquisadores na sistematização, codificação e recuperação de dados, favorecendo uma análise qualitativa mais aprofundada e rigorosa (Ronzani et al., 2020).

Além disso, o Atlas.ti foi utilizado como ferramenta de apoio à análise de conteúdo, permitindo a codificação e categorização das entrevistas em unidades de registro e facilitando a criação de redes de significado entre os códigos. O uso do

*software* possibilitou integrar dados provenientes de diferentes entrevistados e identificar padrões narrativos comuns e divergentes. Esse recurso também favoreceu a triangulação das informações e o rastreamento das evidências analíticas, assegurando maior transparência metodológica e rigor interpretativo no processo de análise (Friese, 2019).

### 3.6 DELINEAMENTO DO ESTUDO: *FRAMEWORK* METODOLÓGICO

Conforme o *framework* metodológico proposto por Lukosevicius et al. (2017), a condução deste estudo de caso seguiu as seguintes etapas:

Tabela 3 - Etapas do estudo

1	Definição do fenômeno: análise do modelo de financiamento estruturado adotado por construtoras, fundos e instituições financeiras;
2	Delimitação do escopo: perspectiva de diferentes agentes envolvidos em operações com esse modelo de financiamento, a partir de suas experiências;
3	Definição das fontes de dados: entrevistas com profissionais do setor e eventual análise de materiais compartilhados voluntariamente;
4	Coleta de dados com triangulação parcial entre entrevistados;
5	Análise qualitativa com base na análise de conteúdo temática e na abordagem narrativa;
6	Confronto dos achados com as proposições teóricas previamente formuladas.

Fonte: Elaborado pela autora (2025).

### 3.7 DADOS DA PESQUISA

Foram realizadas 10 entrevistas, com duração média de 40 minutos, com representantes de bancos, das construtoras e dos fundos de investimento, de diferentes estados do país, entre os meses de agosto e setembro de 2025.

Após a leitura e a codificação das entrevistas, foram identificadas categorias temáticas emergentes, construídas segundo a técnica de análise de conteúdo

temática proposta por Bardin (2011). A categorização foi organizada em níveis hierárquicos, de modo a evidenciar tanto os elementos centrais quanto suas ramificações analíticas.

No primeiro nível, encontram-se os grandes eixos que sintetizam os principais desafios e percepções dos atores entrevistados. No segundo e terceiro níveis, foram dispostas as subcategorias que especificam os aspectos concretos relatados pelos participantes.

Tabela 4 – Categorias Temáticas

1º nível	2º nível	3º nível
1. Escassez e custo do <i>funding</i>	1.1 Juros elevados	Selic alta; taxas de crédito superiores a 9% inviabilizam pequenos <i>players</i>
	1.2 Esgotamento da poupança e FGTS	Limitação estrutural das fontes tradicionais; necessidade de diversificação de <i>funding</i>
	1.3 Dependência de LCI/CRI	Uso de instrumentos mais caros; maior risco financeiro para pequenas e médias
2. Governança e organização interna	2.1 Falta de balanços auditados	Ausência de auditorias independentes; fragilidade contábil
	2.2 Deficiência de gestão	Limite de controle de empreendimentos; risco de colapso operacional
	2.3 Necessidade de controladoria e <i>compliance</i>	Falta de mecanismos de governança; ausência de contraprovas técnicas
3. Mercado de capitais	3.1 Concentração em SP–RJ	Acesso restrito a <i>players</i> do eixo financeiro central
	3.2 Redes informais de financiamento	Dependência de redes pessoais; falta de governança formal
	3.3 Acesso desigual	Grandes incorporadoras com maior facilidade; pequenas com <i>funding</i> oneroso
4. Papel dos fundos e investidores	4.1 Rigor na seleção	Critérios rigorosos de aprovação de projetos
	4.2 Fundos de papel (CRI)	Exigência de governança robusta; securitização imobiliária
	4.3 Fundos de desenvolvimento	Aporte direto em projetos específicos; necessidade de monitoramento
5. Barreiras estruturais e regulatórias	5.1 Limites de crédito	Restrição proporcional à fragilidade dos balanços
	5.2 Necessidade de regulamentação	Falta de marcos legais para SPEs, recebíveis e uso ampliado da poupança
6. Aprendizado e modernização	6.1 Produtos inovadores	Desenvolvimento de novos produtos financeiros
	6.2 <i>Crowdfunding</i> e alternativas emergentes	Exploração incipiente de debêntures, FIDCs e <i>crowdfunding</i>
	6.3 Impacto da pandemia	Aceleração da demanda habitacional; catalisador de novas soluções financeiras

Fonte: Elaborado pela autora (2025).

## 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

### 4.1 INTRODUÇÃO À ANÁLISE DOS RESULTADOS

A etapa de análise dos resultados buscou interpretar, de forma sistemática e articulada, as percepções e experiências dos agentes entrevistados representantes de instituições financeiras, fundos de investimento e incorporadoras a respeito da viabilidade e das condições de desenvolvimento das operações de crédito estruturado no setor habitacional brasileiro. Para tanto, adotou-se uma abordagem qualitativa, de caráter interpretativo, pautada na análise temática Bardin (2011), a qual permitiu identificar padrões de sentido recorrentes e categorias analíticas emergentes a partir do discurso dos participantes. As falas foram codificadas e agrupadas em seis eixos temáticos, correspondentes aos principais construtos observados nas entrevistas: (i) escassez e custo do *funding*; (ii) governança e organização interna; (iii) mercado de capitais; (iv) papel dos fundos e investidores; (v) barreiras estruturais e regulatórias; e (vi) aprendizado e modernização. Cada eixo foi posteriormente desdobrado em proposições analíticas, formuladas com base na triangulação entre os dados empíricos e a literatura revisada.

A análise adota, portanto, um enfoque interpretativo, em que o sentido das falas não é tratado de forma descritiva, mas reconstruído à luz dos referenciais teóricos mobilizados nos capítulos anteriores. Essa perspectiva busca integrar empiria e teoria, permitindo compreender como os conceitos de financeirização, governança, intermediação financeira e inovação se manifestam nas práticas, percepções e desafios dos agentes de mercado. Assim, os resultados não se limitam à identificação de opiniões isoladas, mas configuram uma leitura analítica das estruturas e dinâmicas

que condicionam a difusão das operações estruturadas como alternativa ao modelo tradicional de financiamento habitacional.

A discussão que se segue retoma diretamente o problema central da pesquisa compreender em que medida as operações de crédito estruturado podem se constituir como alternativas viáveis ao financiamento habitacional tradicional no Brasil e os objetivos específicos que o desdobram: (i) identificar as restrições de *funding* enfrentadas pelas incorporadoras; (ii) examinar os requisitos de governança e estrutura organizacional demandados pelos agentes financeiros; (iii) avaliar o papel dos fundos e investidores na expansão das modalidades estruturadas; e (iv) analisar os entraves regulatórios e institucionais que condicionam o acesso ao capital.

A partir dessa estrutura, a análise das proposições empíricas busca demonstrar como fatores econômicos, institucionais e organizacionais interagem para definir o grau de bancabilidade e escalabilidade das operações estruturadas no mercado habitacional brasileiro. O objetivo é interpretar o fenômeno em sua complexidade, evidenciando as interdependências entre contexto macroeconômico, estrutura regulatória e capacidade gerencial das empresas elementos que, em conjunto, explicam tanto as barreiras quanto as oportunidades para o desenvolvimento de um ecossistema de crédito estruturado mais inclusivo e sustentável.

## 4.2 CATEGORIAS EMPÍRICAS E INTERPRETAÇÕES ANALÍTICAS

### 4.2.1 Escassez e custo do *funding*

A análise das entrevistas revelou que o principal entrave à expansão do crédito imobiliário reside na combinação entre o elevado custo de capital e o esgotamento das fontes tradicionais de *funding*. Os participantes destacaram que a alta da taxa

Selic reduziu drasticamente a competitividade do crédito e acentuou a dependência de instrumentos de captação mais caros, fenômeno que afeta sobretudo as construtoras de pequeno e médio porte. Como sintetizou o entrevistado E1, “o desafio é o mesmo que todo mundo tem no Brasil, que é a taxa de juros. A taxa de juros está alta, e isso impacta fortemente o mercado médio”. De forma convergente, o E2 acrescentou: “o momento atual é de dificuldade, pois a Selic está em alta e as taxas de juros não estão competitivas, o que afeta todos os bancos”. Essas falas indicam que a elevação dos juros encarece a intermediação financeira e reduz o espaço de atuação dos agentes menores, configurando um ciclo de exclusão financeira dentro do próprio setor, que compromete a diversificação das operações e a difusão de modelos de crédito alternativos.

Essa percepção empírica é consolidada na Proposição 1 (Selic alta; taxas de crédito superiores a 9% inviabilizam pequenos *players*), a qual encontra respaldo consistente na literatura. Os relatos convergem com Stiglitz e Weiss (1981), que descrevem o racionamento de crédito em contextos de incerteza e informação imperfeita, favorecendo grandes tomadores em detrimento dos menores.

De forma complementar, Li et al. (2022) demonstram que políticas monetárias restritivas reduzem o investimento em setores intensivos em capital, como a construção civil, ao elevar o custo do *funding* e inibir novos empreendimentos. Em linha com Furtado e Fioravante (2017), constata-se que a alta dos juros limita o acesso das pequenas incorporadoras ao crédito, reforçando desigualdades estruturais. O novo *insight* empírico trazido pela pesquisa é que, no contexto brasileiro recente, a elevação da Selic não apenas encarece o crédito, mas inviabiliza economicamente as operações de menor porte, aprofundando a concentração do mercado e restringindo a expansão do crédito estruturado.

Esse cenário de restrição financeira se agrava diante do esgotamento relativo das fontes tradicionais de *funding*, notadamente a poupança e o FGTS, mencionadas de forma recorrente pelos entrevistados como fatores estruturais que limitam a expansão do crédito imobiliário. O entrevistado E3 observou que “o sistema de financiamento habitacional no Brasil ainda depende fortemente da poupança e do FGTS, mas essas fontes estão cada vez mais pressionadas; o saldo líquido não cresce na mesma proporção da demanda”. De modo convergente, o E4 destacou que “os bancos estão chegando perto do limite de alocação de recursos da poupança, e isso obriga a buscar alternativas mais caras, o que encarece o crédito final”. As falas reforçam a percepção de que o modelo tradicional de *funding* tornou-se insustentável em meio ao aumento da demanda habitacional e à redução da captação líquida desses fundos, comprometendo a previsibilidade e a escala das contratações.

Essa constatação é sistematizada na Proposição 2 (Limitação estrutural das fontes tradicionais; necessidade de diversificação de *funding*), igualmente confirmada pela literatura. Conforme Fernandes et al. (2014), a securitização via CRI emergiu como resposta à limitação das fontes tradicionais, mas trouxe consigo novos custos e exigências de governança. Rolnik (2017) e Sanfelici & Halbert (2019) ampliam esse entendimento ao situar o fenômeno dentro do processo de financeirização da moradia, no qual o crédito habitacional passa a ser mediado por estruturas financeiras complexas e seletivas.

Os resultados desta pesquisa corroboram e expandem esse diagnóstico, ao evidenciar empiricamente que o esgotamento da poupança e do FGTS empurra o setor para instrumentos de mercado de capitais sem, contudo, eliminar as barreiras de acesso enfrentadas por construtoras menores. Assim, o novo insight é a caracterização dessa transição como um fator de exclusão financeira intrassetorial,

que transfere custos e riscos a agentes com menor capacidade de captação, reforçando a concentração do crédito e as desigualdades entre empresas do setor.

A partir dessa limitação estrutural, emerge uma nova dinâmica: a dependência crescente de instrumentos de mercado, como aqueles atrelados ao CDI, às Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e aos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). Embora essas ferramentas garantam continuidade ao fluxo de crédito, elas também elevam o custo de captação e a exposição a riscos financeiros, especialmente para incorporadoras sem estrutura robusta de emissão.

Conforme explicou o entrevistado E5, “o *funding* da poupança é limitado, então você tem uma escassez do *funding* barato para a construção civil. O *funding* mais caro, que são operações CDI+ ou através de algum CRI, são operações mais caras”. O E6 complementou: “nesse momento em que a poupança está sendo drenada, a LCI está sustentando o setor. Sem LCI, o mercado vai ter mais dificuldade”. As falas ilustram que, na ausência de fontes estáveis e subsidiadas, o setor tornou-se mais sensível às oscilações do mercado financeiro, o que amplia a volatilidade e restringe a participação de *players* de menor porte.

Essas evidências fundamentam a Proposição 3 (Uso de instrumentos mais caros; maior risco financeiro para pequenas e médias), que amplia a literatura ao fornecer evidência empírica sobre os efeitos dessa dependência. Estudos como os de Kalinoski & Procopiuk (2022, 2023) e Rolnik (2017) já haviam reconhecido a importância de instrumentos como LCIs e CRIs para sustentar o crédito imobiliário, mas também alertaram para sua natureza seletiva e financeirizada. A presente pesquisa avança nesse debate ao demonstrar, com base nas percepções dos agentes de mercado, que o *funding* atrelado ao CDI e aos títulos de mercado opera como um mecanismo de segmentação financeira, acessível apenas a empresas com

governança sólida e escala operacional. Assim, embora esses instrumentos mantenham o fluxo financeiro do setor, eles intensificam as assimetrias de acesso e reforçam uma lógica de financeirização excludente. Ao evidenciar essa contradição entre a necessidade de diversificar as fontes e a ampliação das barreiras de entrada, a proposição contribui diretamente para o objetivo central da pesquisa, ao demonstrar que a escassez e o custo do *funding* configuram um obstáculo estrutural à democratização do crédito e à difusão de modelos de financiamento mais inclusivos e adaptados à realidade das PMEs do setor.

#### **4.2.2 Governança e organização interna**

A análise das entrevistas evidenciou que as fragilidades de governança e gestão interna constituem um dos principais entraves à viabilidade do crédito estruturado no setor imobiliário. O conjunto de falas revela que a ausência de auditorias independentes, de controles financeiros integrados e de mecanismos formais de *compliance* compromete a credibilidade das construtoras perante bancos e investidores, elevando o risco percebido e restringindo o acesso a operações mais sofisticadas. Essa limitação, de natureza organizacional, reflete um problema estrutural de transparência e profissionalização, que impede muitas incorporadoras de se adequarem às exigências informacionais do mercado de capitais.

Durante as entrevistas, diversos participantes destacaram que a carência de demonstrações financeiras consistentes e de auditorias externas é um dos pontos críticos do setor. O entrevistado E3 observou que “raramente vamos ver um balanço POC, uma auditoria... um fluxo de caixa organizado”, sintetizando a percepção generalizada de que grande parte das construtoras ainda carece de registros contábeis confiáveis e padronizados. Essa deficiência afeta diretamente a avaliação

de risco, reduzindo a bancabilidade das empresas e dificultando a estruturação de operações que demandam segurança informacional. Assim, a ausência de balanços auditados reflete não apenas uma limitação técnica, mas um sinal de fragilidade de governança que restringe a integração plena dessas empresas ao mercado de capitais.

A Proposição 4 (Ausência de auditorias independentes; fragilidade contábil) encontra respaldo sólido na literatura sobre governança corporativa e risco financeiro. Carvalho et al. (2021) demonstram que práticas de transparência e auditoria externa são sinais cruciais de credibilidade e reduzem a assimetria de informação entre empresas e investidores, condição essencial à bancabilidade em operações estruturadas. De modo convergente, González et al. (2021) indicam que, em mercados emergentes, a adoção voluntária de padrões de governança mais elevados amplia o acesso ao capital e melhora a precificação do crédito. Essas evidências se articulam com Levine (1997), que associa a eficiência informacional à solidez da intermediação financeira e ao crescimento econômico. Os resultados empíricos desta pesquisa confirmam essa relação: a ausência de auditorias independentes limita a confiança de bancos e fundos e eleva o custo de capital, sobretudo para pequenas e médias construtoras. O novo insight trazido é a constatação de que essa carência decorre menos de custos regulatórios e mais de uma estrutura contábil incipiente, muitas vezes centralizada no empreendedor, sem segregação adequada de fluxos por empreendimento. Assim, reforça-se que a credibilidade informacional é um ativo tão determinante quanto o colateral físico para atrair investidores institucionais e viabilizar o crédito estruturado.

A questão da governança financeira conecta-se diretamente a outro fator crítico identificado nas entrevistas: a limitação da capacidade gerencial das construtoras para

acompanhar simultaneamente múltiplos empreendimentos. Esse desafio operacional, associado à falta de padronização e de sistemas integrados de controle, compromete a eficiência e aumenta o risco de colapso em ciclos de expansão. O entrevistado E7 ilustra essa dificuldade ao afirmar que “o limite que uma construtora consegue controlar por Excel é quatro, cinco empreendimentos... acima disso muitas quebram”. Tal relato evidencia uma barreira estrutural de gestão, em que o crescimento das empresas não é acompanhado por mecanismos de governança proporcionalmente robustos, tornando-as vulneráveis a desequilíbrios financeiros e operacionais.

Essa realidade é sintetizada na Proposição 5 (Limite de controle de empreendimentos; risco de colapso operacional), cuja validade é amplamente confirmada pela literatura. Gompers et al. (2020) demonstram que a competência e a solidez da equipe gestora são critérios determinantes para a alocação de capital por investidores institucionais, e Levine (1997) associa a qualidade da gestão à viabilidade de projetos em contextos de incerteza.

De forma complementar, Furtado e Fioravante (2017) observam que deficiências administrativas ampliam a percepção de risco e reduzem o apetite dos financiadores. Os achados desta pesquisa confirmam empiricamente essa relação, mostrando que, no caso brasileiro, muitas incorporadoras carecem de estrutura gerencial suficiente para monitorar múltiplos projetos, o que eleva o risco operacional e reduz a confiança dos agentes financeiros.

O novo insight oferecido é a quantificação prática dessa limitação, que se traduz na dificuldade concreta de controle simultâneo de obras, configurando uma barreira organizacional à expansão sustentável do crédito estruturado. Dessa forma, a proposição reforça que a capacidade gerencial e a governança operacional são pré-condições essenciais para o acesso a modelos alternativos de *funding*.

Por fim, a discussão sobre governança interna se completa com a constatação de que, além da fragilidade contábil e da limitação gerencial, muitas empresas ainda carecem de mecanismos formais de controladoria, *compliance* e contraprovas técnicas. A inexistência de rotinas integradas entre as áreas de engenharia, finanças e qualidade compromete a credibilidade das informações apresentadas aos financiadores e reduz a confiança na performance dos empreendimentos. O entrevistado E3 destacou que “você precisa ter contraprova da engenharia, da área financeira e de qualidade para dar conforto ao agente financeiro”, reforçando a percepção de que a ausência desses mecanismos de validação gera insegurança e afasta investidores. Em termos práticos, a falta de controladoria e *compliance* reduz a transparência e eleva o risco percebido, tornando inviável a estruturação de operações de crédito mais complexas.

Esse conjunto de evidências sustenta a Proposição 6 (Falta de mecanismos de governança; ausência de contraprovas técnicas), também confirmada pela literatura. Demirag et al. (2011) ressaltam que a governança e o monitoramento contínuo são essenciais para a sustentabilidade de contratos complexos. A pesquisa reforça empiricamente esses pontos, ao demonstrar que a ausência de estruturas formais de controle e verificação não é apenas uma falha administrativa, mas um fator determinante de exclusão financeira. O novo insight está em evidenciar que a governança e o *compliance* deixaram de ser requisitos normativos para se tornarem critérios operacionais de viabilidade nas operações estruturadas, influenciando diretamente o custo do *funding* e a confiança dos investidores. Assim, o fortalecimento da governança interna emerge como elemento indispensável à inserção das incorporadoras no mercado de capitais e à mitigação das assimetrias de informação que historicamente limitam o setor.

### 4.2.3 Mercado de capitais

A análise das entrevistas revelou que o mercado de capitais brasileiro, apesar de sua ampla liquidez e potencial de recursos, apresenta uma estrutura fortemente concentrada no eixo Rio de Janeiro–São Paulo, o que gera desigualdades no acesso ao financiamento para empresas situadas em outras regiões. Os participantes enfatizaram que, embora existam mecanismos sofisticados de captação, como debêntures, CRIs e fundos estruturados, o alcance efetivo desses instrumentos ainda é restrito a grandes *players* e empreendimentos com alto nível de governança e visibilidade institucional.

De acordo com o entrevistado E8, “se a gente conseguisse fazer isso no Brasil via mercado de capitais, a gente teria um recurso infinito. Mas o nosso mercado de capitais, por menor que ele seja, ele tem muito bolso. (...) As empresas do *middle* precisam pegar capital mais caro”. A fala ilustra que o acesso desigual reflete tanto uma limitação geográfica, pela concentração das operações no eixo financeiro central, quanto uma limitação estrutural, imposta pelos elevados requisitos de governança e *compliance* exigidos pelos investidores institucionais. Assim, incorporadoras localizadas em outras regiões enfrentam barreiras adicionais, seja pela ausência de relacionamento com intermediários locais, seja pela dificuldade de atender às exigências técnicas e jurídicas do mercado.

Esses achados fundamentam a Proposição 7 (Acesso restrito a *players* do eixo financeiro central), confirmada pela literatura. Sanfelici (2013) e Sanfelici & Halbert (2019) descrevem a centralização geográfica e institucional dos fluxos financeiros como traço característico da financeirização no Brasil, enquanto Ioannou & Wójcik (2021) identificam fenômeno análogo em escala internacional, com *hubs* financeiros dominando a alocação de capital. A pesquisa confirma e amplia esse entendimento

ao demonstrar que a concentração espacial se traduz em exclusão prática: incorporadoras fora dos grandes centros permanecem marginalizadas, sem acesso efetivo ao *funding* de mercado. O novo *insight* está em evidenciar a dimensão territorial da desigualdade financeira, sugerindo que políticas de descentralização e intermediação regional poderiam ampliar a difusão do crédito estruturado e reduzir assimetrias históricas. Dessa forma, a proposição responde diretamente aos objetivos da pesquisa ao mostrar que a expansão do mercado de capitais não se converte, na prática, em democratização do acesso ao crédito imobiliário.

Essa desigualdade estrutural leva parte das construtoras de pequeno e médio porte a recorrer a redes informais de financiamento, baseadas em capital próprio ou reinvestimento de receitas. Esse comportamento foi amplamente descrito nas entrevistas como uma estratégia de sobrevivência diante da dificuldade de acesso a instrumentos institucionais de *funding*. O entrevistado E9 observou que “ainda você tem muitos empresários, construtoras menores que acabam se fundeando elas mesmas com o recurso próprio. (...) Elas lançam um projeto, esperam vender, e só depois vão para o próximo”. Essa dinâmica revela uma dependência cíclica de recursos internos e vendas antecipadas, o que limita a escala de atuação e aumenta a vulnerabilidade em períodos de retração do mercado.

Essa constatação sustenta a Proposição 8 (Dependência de redes pessoais; falta de governança formal), confirmada e ampliada pela literatura. Grün (2004) interpreta as redes informais de crédito como expressão de exclusão estrutural de determinados agentes do sistema financeiro formal, destacando como a ausência de governança formal reforça a dependência de relações pessoais e a reprodução de assimetrias de poder. A presente pesquisa amplia esse diagnóstico ao demonstrar empiricamente que, no contexto brasileiro contemporâneo, a carência de integração

das pequenas incorporadoras ao sistema financeiro formal cria um círculo vicioso de exclusão: a falta de acesso ao crédito institucional as obriga a depender de capital próprio, o que, por sua vez, impede o fortalecimento de sua estrutura financeira e a posterior inserção em operações estruturadas. O novo *insight* está em mostrar que a informalidade financeira não é apenas um sintoma, mas um mecanismo de perpetuação da desigualdade, o que reforça a necessidade de instrumentos alternativos de intermediação capazes de romper essa dependência e promover maior inclusão financeira no setor habitacional.

Por consequência, o acesso desigual ao *funding* e a dependência de capital próprio resultam em uma dinâmica de segmentação financeira que privilegia as grandes incorporadoras e onera as menores. Os entrevistados foram uníssonos em reconhecer que o custo de capital é diretamente proporcional à reputação e ao histórico de governança das empresas. O entrevistado E9 destacou: (...) Médias ou pequenas incorporadoras têm acesso, mas é a um recurso mais caro.” Essa percepção traduz uma hierarquia financeira que combina reputação, governança e custo do crédito, reforçando a seletividade do mercado e a concentração de oportunidades.

Esse padrão é consolidado na Proposição 9 (Grandes incorporadoras com maior facilidade; pequenas com *funding* oneroso), amplamente confirmada pela literatura. Kalinoski & Procopiuk (2023) e Fernandes & Aalbers (2016) observam que o processo de financeirização do setor imobiliário tende a privilegiar empresas com estrutura consolidada, resultando em custos de capital mais baixos e maior acesso a investidores institucionais. De forma convergente, Cano et al. (2024) demonstram que fundos e gestoras concentram recursos em ativos previsíveis e de menor risco, o que reforça a concentração do crédito.

Os achados empíricos desta pesquisa confirmam essa hierarquia, mostrando que pequenas e médias incorporadoras enfrentam barreiras de preço e volume mesmo quando buscam alternativas de mercado. O novo *insight* é a identificação do custo de capital como variável institucional, não apenas financeira, determinada pela estrutura de governança, histórico de transparência e percepção de risco. Assim, a proposição contribui ao evidenciar que, embora o mercado de capitais amplie teoricamente as possibilidades de *funding*, ele também reproduz desigualdades estruturais e institucionais, o que reforça a necessidade de mecanismos de mitigação de risco e padronização de governança para viabilizar o acesso das PMEs a operações estruturadas de forma sustentável.

#### **4.2.4 Papel dos fundos e investidores**

A análise das entrevistas revelou que os fundos de investimento desempenham papel determinante na estruturação e expansão do crédito imobiliário, mas sua atuação ainda é marcada por forte seletividade e rigor nos critérios de aprovação de projetos. Os participantes destacaram que o capital institucional busca segurança, previsibilidade e governança sólida, priorizando empresas com histórico comprovado de gestão e conformidade. Esse padrão, embora contribua para a mitigação de riscos, acaba restringindo o acesso das incorporadoras de menor porte, que ainda enfrentam deficiências estruturais em transparência, auditoria e controle financeiro.

De acordo com o entrevistado E8, “as construtoras precisam apresentar seus projetos com mais qualidade, mais governança, mais estrutura jurídica para se venderem a esses investidores. (...) Muitas empresas ainda têm muita lição de casa para fazer.” A fala evidencia que o relacionamento com fundos e investidores exige maturidade institucional e preparo técnico para atender às exigências de análise e

*compliance* impostas pelos gestores. Dessa forma, os fundos operam como mecanismos de filtragem do mercado, privilegiando empresas mais estruturadas e disciplinadas, ao mesmo tempo em que estimulam um movimento de profissionalização nas demais.

Essas evidências fundamentam a Proposição 10 (Critérios rigorosos de aprovação de projetos), amplamente confirmada pela literatura. Gompers et al. (2020) e Kalinoski & Procopiuk (2023) mostram que os fundos utilizam a seletividade como instrumento de disciplinamento do mercado, priorizando empresas que demonstram governança, gestão e estrutura jurídica consistentes. Esses achados convergem para a noção de que a alocação de capital é guiada por confiança institucional, mais do que por oportunidades de curto prazo.

A presente pesquisa confirma essa lógica e a amplia, ao demonstrar empiricamente que a seletividade dos fundos, embora garanta segurança e previsibilidade, atua como barreira de entrada para construtoras menores. O novo insight está em mostrar que essa mesma seletividade, ainda que restritiva, também gera efeito indutor de governança, levando as empresas a aprimorar seus padrões internos para se tornarem elegíveis ao capital de fundos. Assim, a proposição responde aos objetivos e ao problema central ao evidenciar que a viabilidade dos novos modelos de *funding* depende de instrumentos que conciliem segurança para o investidor e acessibilidade para empresas de médio porte.

O papel dos fundos torna-se ainda mais relevante no contexto da securitização imobiliária, na qual os chamados fundos de papel, que investem majoritariamente em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), atuam como intermediários essenciais entre as incorporadoras e o mercado de capitais. Esses fundos canalizam recursos

privados para o financiamento de empreendimentos, transformando créditos imobiliários em ativos negociáveis e, com isso, ampliando a liquidez do sistema.

Como relatou o entrevistado E5, “uma categoria que é os fundos de papel. Eles investem em CRI e esses CRIs acabam fomentando esse mercado.” A fala ilustra o papel multiplicador desses veículos, que convertem operações originalmente bancárias em instrumentos de investimento acessíveis a investidores institucionais, pulverizando riscos e atraindo novas fontes de capital.

Esses achados dão origem à Proposição 11 (Exigência de governança robusta; securitização imobiliária), que é confirmada e ampliada pela literatura. Rolnik (2017) e Sanfelici & Halbert (2019) reconhecem a securitização como elemento central do processo de financeirização da moradia, ao mesmo tempo em que ressaltam os elevados requisitos de governança, auditoria e conformidade jurídica necessários à emissão de CRIs.

De forma complementar, Fernandes et al. (2014) demonstram que tais instrumentos só prosperam em ambientes com alto grau de padronização contábil e segurança regulatória. A presente pesquisa confirma essa base teórica e a expande empiricamente ao mostrar que, no caso brasileiro, as exigências impostas pelos fundos de papel ultrapassam a capacidade técnica e institucional das pequenas e médias incorporadoras. O novo *insight* está em evidenciar que, embora a securitização amplie a liquidez e fomente o crédito, ela também pode gerar efeito excludente, quando não acompanhada de políticas de padronização contábil e suporte técnico às empresas.

Assim, a proposição contribui para o objetivo central ao mostrar que o avanço das operações estruturadas depende tanto da existência de instrumentos de mercado quanto da capacidade das incorporadoras de atender aos requisitos de governança e

*compliance*, apontando para a necessidade de estruturas intermediárias (bancos, gestoras ou SPEs padronizadas) que facilitem sua inserção de forma segura e sustentável.

Além dos fundos de papel, as entrevistas também destacaram o papel crescente dos fundos de desenvolvimento imobiliário, que se consolidam como alternativa relevante de financiamento direto para projetos específicos. Diferentemente dos fundos que operam por meio de títulos de crédito, esses veículos investem de forma ativa no capital dos empreendimentos, compartilhando riscos e resultados com as incorporadoras.

O entrevistado E5 explicou que “tem alguns fundos que investem diretamente, que é fundo de desenvolvimento. (...) Escolhem projetos específicos e investem naqueles projetos. (...) O objetivo é uma remuneração superior e transferir esse resultado para o cotista.” Essa modalidade amplia as possibilidades de *funding* fora do sistema bancário tradicional, mas também impõe maior disciplina na gestão financeira, cumprimento de cronogramas e prestação de contas exigindo uma governança corporativa mais sofisticada e contínua.

Essas evidências sustentam a Proposição 12 (Aporte direto em projetos específicos; necessidade de monitoramento), confirmada e ampliada pela literatura. Demirag et al. (2011) e Gompers et al. (2020) descrevem esse modelo como um tipo de investimento quase societário, condicionado a marcos contratuais, monitoramento rigoroso e padrões elevados de governança.

Os achados da presente pesquisa confirmam essa visão, ao demonstrar que os fundos de desenvolvimento representam uma via promissora de diversificação do *funding*, mas também elevam as barreiras de entrada ao requerer maturidade organizacional e capacidade de gestão avançada. O novo insight trazido é a

identificação da dupla natureza desses fundos: de um lado, mecanismos de democratização do crédito; de outro, vetores de seletividade institucional.

Assim, a proposição contribui para os objetivos e o problema central ao evidenciar que a ampliação do crédito estruturado no Brasil depende da criação de mecanismos de intermediação e capacitação que permitam às pequenas e médias incorporadoras atender às exigências desses fundos, transformando a governança em ponte, e não barreira, de acesso ao capital.

#### **4.2.5 Barreiras estruturais e regulatórias**

A análise das entrevistas evidenciou que, além das fragilidades internas de governança e da concentração do crédito, as barreiras estruturais e regulatórias representam um dos principais entraves à expansão do financiamento habitacional por meio de modelos alternativos. Dois fatores emergem como centrais nesse contexto: a rigidez dos limites de crédito impostos pelos bancos e a ausência de marcos regulatórios claros para operações estruturadas. Ambos configuram obstáculos que restringem a competitividade e limitam a diversificação das fontes de *funding* no país.

Os participantes destacaram que as instituições financeiras mantêm políticas de crédito conservadoras, que vinculam a capacidade de endividamento das empresas à sua estrutura patrimonial e à solidez contábil. Tal postura reflete uma combinação de aversão ao risco e dependência de métricas tradicionais de análise de crédito, que acabam penalizando construtoras de pequeno e médio porte, mesmo quando apresentam boa capacidade técnica e histórico operacional.

O entrevistado E9 ressaltou que “empresas menores, muito preparadas, com *know-how*, acabam encontrando limite. Os bancos já estão chegando no limite de crédito para elas, então ficam sem ter como ofertar.” Essa fala sintetiza a percepção de que o problema não é a falta de competência empresarial, mas a rigidez dos critérios bancários, que reduzem o espaço de crescimento das incorporadoras fora do eixo dos grandes grupos.

Esse cenário resulta em um ciclo de concentração financeira: o volume de crédito disponível torna-se proporcional ao tamanho dos balanços e ao grau de capitalização das empresas, ampliando as desigualdades no acesso ao financiamento. Conseqüentemente, o sistema acaba favorecendo grandes corporações, enquanto médias e pequenas permanecem restritas a limites de exposição mais baixos, o que reduz sua competitividade e inibe a adoção de modelos de crédito estruturado.

Essas evidências sustentam a Proposição 13 (Restrição proporcional à fragilidade dos balanços), confirmada pela literatura. Stiglitz e Weiss (1981), em sua teoria do racionamento de crédito, demonstram que, em ambientes de informação imperfeita, as instituições financeiras tendem a restringir o crédito até mesmo para agentes solventes, como forma de proteção contra o risco moral e a seleção adversa.

De forma complementar, Furtado e Fioravante (2017) observam que, no contexto brasileiro, a capacidade de captação está diretamente associada à robustez patrimonial e contábil das empresas, o que reforça a concentração de recursos nas mãos de grandes *players*. Os resultados desta pesquisa confirmam empiricamente esse padrão, mostrando que os critérios bancários, ao se basearem quase exclusivamente em indicadores patrimoniais, perpetuam uma lógica de exclusão financeira.

A principal contribuição reside em demonstrar que essa restrição, de exclusão financeira, além de econômica, é de natureza institucional, pois decorre da ausência de instrumentos capazes de avaliar de forma adequada o risco operacional e a governança das pequenas e médias incorporadoras, elementos centrais para o desenvolvimento do crédito estruturado. Dessa forma, a proposição responde ao problema central da pesquisa ao evidenciar que o sistema bancário vigente, baseado predominantemente em garantias patrimoniais, mostra-se insuficiente para sustentar a expansão de fontes alternativas de *funding* habitacional.

Paralelamente, a análise das entrevistas revelou que a falta de marcos regulatórios específicos para operações estruturadas constitui um dos maiores entraves à consolidação de um ecossistema de financiamento imobiliário moderno e previsível. Os participantes apontaram que, embora exista demanda crescente por instrumentos como SPEs, CRIs e cessões de recebíveis, o Brasil ainda carece de um arcabouço normativo integrado que articule Banco Central, CVM e demais órgãos reguladores.

Essa lacuna normativa gera incerteza jurídica, eleva custos de transação e reduz o apetite dos investidores institucionais. O entrevistado E9 reforçou essa percepção ao afirmar: “o regulador (...) falou: a liberação do compulsório não vai resolver o problema que temos de déficit. (...) Todos os stakeholders vão ter que estar na mesma mesa para discutir de onde sai esse *funding* barato hoje.” A fala evidencia que as soluções pontuais, como ajustes no compulsório bancário, não são suficientes sem uma coordenação institucional ampla que promova segurança jurídica e estimule o uso de instrumentos de mercado.

Essa constatação fundamenta a Proposição 14 (Falta de marcos legais para SPEs, recebíveis e uso ampliado da poupança), que é confirmada e ampliada pela

literatura. Di Maggio e Kermani (2017) demonstram que mudanças regulatórias moldam a estrutura dos contratos e a própria disponibilidade de crédito, enquanto Fernandes, Sheng e Lora (2014) apontam que lacunas jurídicas e ausência de padronização dificultam o avanço da securitização no Brasil.

De forma convergente, Kalinoski e Procopiuk (2022) identificam que a insegurança regulatória ainda restringe inovações financeiras, como *crowdfunding* imobiliário e tokenização de ativos. Os resultados desta pesquisa confirmam essas análises, ao evidenciar empiricamente que o obstáculo principal à expansão das operações estruturadas é institucional, e não técnico. A ausência de regulamentação clara para SPEs, a cessão de recebíveis e o uso ampliado da poupança como fonte de *funding* impede a criação de um ambiente propício à inovação financeira.

A nova evidência analítica, resultante da triangulação entre dados empíricos, referenciais teóricos e interpretações dos agentes entrevistados, demonstra que medidas pontuais, como incentivos de liquidez, não solucionam o déficit estrutural de crédito. Torna-se necessária uma reforma regulatória integrada que alinhe bancos, investidores, incorporadoras e órgãos de supervisão. Dessa forma, a proposição responde aos objetivos da pesquisa ao evidenciar que a viabilidade do crédito estruturado no Brasil depende da coordenação institucional e da segurança jurídica, condições indispensáveis para democratizar o acesso ao capital e reduzir a dependência do *funding* tradicional baseado em poupança e FGTS.

#### **4.2.6 Aprendizado e modernização**

A análise das entrevistas revelou que o setor imobiliário brasileiro atravessa um processo de aprendizado e modernização, caracterizado pela incorporação de novas tecnologias, aprimoramento da gestão e adoção de instrumentos financeiros

inovadores. Diante do contexto de restrição de crédito e elevação dos custos de *funding*, as incorporadoras vêm assumindo uma postura mais estratégica, combinando eficiência produtiva com diversificação das fontes de financiamento.

O entrevistado E9 observou que “você vê, de modo geral, incorporadoras trabalhando muito na questão de eficiência, de materiais mais eficientes, sistemas de gestão de fornecedores e novas tecnologias.” Essa fala demonstra que o movimento de modernização não se limita ao campo técnico da construção, mas reflete também uma transformação organizacional e financeira, orientada à busca por modelos de captação mais flexíveis e sustentáveis.

Nesse cenário, a inovação em produtos financeiros torna-se condição essencial para ampliar o acesso a recursos, reduzir custos e fortalecer a sustentabilidade econômica das empresas do setor habitacional. O desenvolvimento de instrumentos mais aderentes às diferentes etapas dos empreendimentos, como fundos de desenvolvimento, operações estruturadas e parcerias híbridas entre capital privado e crédito bancário, favorece a integração entre incorporadoras, investidores e instituições financeiras, reduzindo a dependência do *funding* tradicional e aproximando o setor das práticas internacionais de securitização e investimento imobiliário.

Esses achados sustentam a Proposição 15 (Desenvolvimento de novos produtos financeiros), confirmada e ampliada pela literatura. Squires et al. (2016) demonstram que a inovação em produtos financeiros e arranjos institucionais como PPPs, instrumentos de antecipação de receitas e parcerias público-privadas é fundamental para ampliar a liquidez e a sustentabilidade do financiamento habitacional em contextos de restrição de crédito.

De forma convergente, Kalinoski e Procopiuk (2022) analisam o avanço de debêntures incentivadas, FIs temáticos e tokenização de ativos no Brasil, ressaltando o papel de um ambiente regulatório favorável. A presente pesquisa amplia essa discussão ao evidenciar empiricamente que, diante do esgotamento do *funding* baseado em FGTS e poupança, as incorporadoras estão internalizando processos de inovação financeira e eficiência operacional, transformando a busca por capital em vetor de aprendizado organizacional.

A nova interpretação analítica apresentada é a constatação de que a inovação, nesse contexto, é multidimensional, abrangendo dimensões tecnológicas, contábeis, jurídicas e estratégicas, e configurando um processo de amadurecimento coletivo do setor. Assim, a proposição responde diretamente aos objetivos e ao problema central ao demonstrar que o desenvolvimento de novos instrumentos financeiros constitui condição necessária para a viabilidade e expansão das operações estruturadas, alinhando o setor habitacional brasileiro às tendências globais de modernização do *funding* imobiliário.

A análise também mostrou que o amadurecimento do mercado de capitais brasileiro tem estimulado o surgimento de novas modalidades de captação, como Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), debêntures incentivadas e *crowdfunding* imobiliário. Essas alternativas vêm se consolidando como instrumentos complementares ao crédito bancário, permitindo a diversificação das fontes de financiamento e criando oportunidades para incorporadoras de diferentes portes.

O entrevistado E8 destacou que “nosso mercado de capitais (...) tem muitos fundos de crédito privado que querem alocar, mas não têm ainda ativos suficientes. Isso abre espaço para novas formas de captação.” Essa fala indica que há demanda reprimida por ativos estruturados e que o gargalo está na ausência de produtos

formalizados e padronizados, capazes de conectar o interesse dos investidores à necessidade de *funding* das incorporadoras.

Essas evidências fundamentam a Proposição 16 (Exploração incipiente de debêntures, FIDCs e *crowdfunding*), confirmada e ampliada pela literatura. Kalinoski e Procopiuk (2022) destacam o *crowdfunding* imobiliário como instrumento de democratização do acesso ao capital e de inclusão das pequenas incorporadoras no mercado de crédito. Wu (2019) reforça a importância da diversificação de fontes de *funding* em cenários de volatilidade e restrição de liquidez.

A pesquisa amplia essas contribuições ao demonstrar empiricamente que, no contexto brasileiro, o desafio não reside na falta de capital disponível, mas na escassez de ativos estruturados com boa governança e padronização, capazes de atrair investidores institucionais. O novo *insight* é a identificação de uma janela de oportunidade entre oferta e estruturação: enquanto há liquidez no mercado e interesse crescente por crédito privado, faltam mecanismos de conexão eficientes entre investidores e incorporadoras.

Assim, a proposição responde aos objetivos e ao problema central ao mostrar que a viabilidade das operações estruturadas depende tanto da inovação financeira quanto da criação de *pipelines* de projetos padronizados, que possibilitem canalizar recursos de forma segura e escalável, tornando o financiamento habitacional mais inclusivo e eficiente.

Por fim, a análise revelou que a pandemia da Covid-19 representou um marco de inflexão no processo de modernização do setor imobiliário brasileiro. O período foi caracterizado por uma expansão inesperada da demanda habitacional, impulsionada pela valorização do espaço doméstico, pela busca por imóveis maiores e pela redução temporária das taxas de juros.

O entrevistado E9 destacou que “na pandemia, o que aconteceu com o mercado imobiliário de financiamento? Ele explodiu. (...) As pessoas tiveram a necessidade de ficar mais em casa, em espaços maiores.” Essa fala reflete o impacto direto das mudanças comportamentais e econômicas sobre o mercado, que reagiu com agilidade, ampliando o crédito e lançando novos produtos. Além disso, o contexto pandêmico acelerou a digitalização dos processos bancários, a criação de produtos voltados a diferentes perfis de renda e a adoção de tecnologias para gestão e análise de risco, consolidando um ambiente mais dinâmico e orientado à inovação.

Esses achados confirmam e expandem a Proposição 17 (Aceleração da demanda habitacional; catalisador de novas soluções financeiras). Squires et al. (2016) e Wu (2019) já haviam observado que choques econômicos e sociais atuam como catalisadores de inovação financeira, estimulando a criação de novos produtos e a reconfiguração das práticas de crédito e consumo habitacional.

A presente pesquisa amplia essas conclusões ao demonstrar que, no Brasil, a pandemia teve um efeito estruturante, acelerando transformações permanentes na forma de captação e concessão de crédito e impulsionando a consolidação de um ecossistema mais digital, integrado e resiliente. O novo *insight* está em mostrar que o impacto da pandemia não foi apenas conjuntural de estímulo temporário ao crédito, mas estrutural, ao redefinir as bases da intermediação financeira e consolidar a inovação e a flexibilidade como pilares da sustentabilidade do setor. Assim, a proposição responde plenamente aos objetivos e ao problema central ao evidenciar que a adaptação das incorporadoras e agentes financeiros às novas condições macroeconômicas e comportamentais foi decisiva para a emergência e consolidação das operações estruturadas, reforçando que a inovação contínua é o caminho para a estabilidade e democratização do financiamento habitacional.

## 4.3 DISCUSSÃO INTEGRADA DOS RESULTADOS

### 4.3.1 Análise de convergências e divergências entre os entrevistados

A leitura cruzada das entrevistas evidencia um diagnóstico amplamente compartilhado entre bancos, fundos e construtoras: o sistema de financiamento habitacional brasileiro enfrenta restrições estruturais de *funding*, custos elevados de capital e barreiras de governança que limitam a difusão de operações estruturadas. Ainda que cada agente enxergue o problema a partir de seu papel na cadeia, há consenso de que o modelo atual, sustentado em poupança e FGTS mostra sinais de esgotamento, e que a integração com o mercado de capitais é um caminho inevitável, embora desafiador.

Sob a ótica bancária, os entrevistados convergem ao reconhecer a importância da organização interna e da qualidade da informação contábil como fatores determinantes para o acesso ao crédito. Para E5 (banco), “o principal problema das construtoras para conseguir crédito é o balanço”, e quanto mais frágeis forem suas demonstrações, “menor será o limite e a capacidade de empreender”. Essa percepção é reforçada por E8 (banco), que explica que “as empresas menores precisam amadurecer financeiramente para acessar produtos de mercado”, ressaltando que “o balanço auditado, o conselho estruturado e a boa governança são pré-requisitos para limites maiores e custos menores de capital”.

De modo semelhante, E7 (banco) observa que “a falta de organização e de controle das construtoras é uma das maiores dificuldades do setor”. Segundo ele, “muitas empresas ainda funcionam de forma artesanal, controlando grandes empreendimentos por planilhas de Excel”, o que inviabiliza um acompanhamento adequado de custos, prazos e resultados. Ele afirma que “poucas construtoras têm

sistemas integrados de gestão”, e que “a ausência de controle contábil e físico-financeiro afasta o investidor e aumenta o risco percebido pelos bancos”. Para E7 (banco), a modernização da gestão com uso de *ERPs*, auditoria independente e rastreabilidade de informações é “condição para que o mercado de capitais veja o setor com confiança”.

As construtoras entrevistadas reconhecem essas limitações. E6 (construtora) explica que “o arcabouço regulatório é bom, mas os três bolsos poupança, FGTS e mercado de capitais estão desequilibrados”, enquanto E10 (construtora) ressalta que “o custo de manter estruturas auditadas e controles sofisticados ainda inviabiliza a adesão das pequenas e médias empresas”. Ambos reforçam a percepção de que a dependência do crédito direcionado cria um ciclo vicioso: “quem mais precisa de alternativas é quem menos consegue acessá-las”.

Já sob a ótica dos fundos, o discurso é igualmente convergente quanto à necessidade de maior preparo técnico e informacional das incorporadoras. E4 (fundo) enfatiza que “o mercado de capitais é muito pouco difundido fora dos grandes centros” e que “faltam agentes e construtores capacitados para atuar com regras de governança, diligência e prestação de contas”. Ele observa que “muitas empresas ainda se financiam informalmente, com recursos pessoais ou de parceiros, sem qualquer estrutura de *compliance*”, o que reduz a escalabilidade das operações.

No mesmo sentido, E3 (fundo) destaca que “a inovação financeira é uma necessidade”, mas “o mercado exige apresentação numérica organizada, fluxo de caixa confiável e auditoria independente”, condições raramente encontradas nas pequenas e médias construtoras. Segundo ele, “essa assimetria informacional explica por que o capital disponível não chega às empresas que mais precisariam dele”.

Em relação ao papel do mercado de capitais, E8 (banco) complementa que “essas operações não concorrem com o crédito bancário, mas com o capital próprio do empreendedor”, destacando que “o mercado de capitais entra nas fases em que o banco não atua, como o crédito-ponte ou a antecipação de recebíveis”. Essa visão é compartilhada por E5 (banco), que afirma que “a integração entre banco e fundo é natural, mas ainda restrita a investidores qualificados e operações de maior porte”.

Apesar disso, os entrevistados reconhecem o potencial de modelos híbridos, que combinem dívida e *equity* para mitigar riscos e ampliar o acesso ao capital. Para E4 (fundo), “o melhor arranjo é sempre aquele em que o risco é compartilhado e o retorno é proporcional à governança”. De forma semelhante, E7 (banco) avalia que “a divisão de risco entre banco e fundo pode trazer velocidade e complementaridade de *funding*”, desde que “haja transparência e rastreabilidade das operações”.

Os depoimentos também apontam divergências importantes quanto ao custo e à viabilidade das operações estruturadas. Para os bancos, conforme sintetiza E8 (banco), “o mercado de capitais é viável, mas ainda caro demais para o segmento econômico”. Ele explica que “operações via fundos ou FIDCs chegam a custar CDI + 15% ao ano, o que inviabiliza boa parte dos projetos de média renda”. Por outro lado, E10 (construtora) defende que “o custo elevado reflete a falta de padronização e a desconfiança entre os agentes”, argumentando que “com produtos mais simples e previsíveis, o preço naturalmente cairia”.

No plano macroeconômico, há consenso de que a taxa Selic é o principal limitador do crédito. E7 (banco) observa que “com uma Selic a 15%, sobra pouco espaço para crédito imobiliário de longo prazo”, enquanto E8 (banco) lembra que “mesmo as operações de mercado de capitais acabam indexadas ao CDI, o que eleva o custo e reduz o retorno do investidor”. Para as construtoras, a alta dos juros

representa “um freio direto na demanda”, mas também um incentivo à busca de eficiência. E6 (construtora) comenta que “a pressão dos custos e dos juros forçou as empresas a adotarem práticas mais modernas de controle e gestão de riscos”.

As entrevistas ainda revelam aprendizados coletivos e mudanças institucionais em curso. E7 (banco) observa que “a pandemia funcionou como catalisador de novas soluções financeiras”, enquanto E4 (fundo) identifica “um movimento crescente de digitalização e de uso de dados para acompanhamento de obras e recebíveis”. Para E10 (construtora), “as empresas aprenderam que inovação não é só tecnologia, mas também modelo de negócio e relacionamento com o capital”.

#### **4.3.2 Síntese interpretativa: resposta ao problema de pesquisa**

A questão que orientou esta pesquisa: *Quais são os desafios e as condições necessárias para que operações de crédito estruturado com participação de construtoras, fundos de investimento e bancos se tornem uma alternativa viável de financiamento no setor da construção civil?* foi respondida a partir da análise integrada dos discursos dos entrevistados e do referencial teórico. As evidências empíricas demonstram que a viabilidade do crédito estruturado não depende apenas da existência de capital disponível ou de inovações financeiras, mas, sobretudo, da capacidade institucional dos agentes de organizar fluxos, reduzir assimetrias de informação e estabelecer mecanismos sólidos de governança, monitoramento e confiança interorganizacional.

Os depoimentos evidenciaram, de modo convergente, que o esgotamento das fontes tradicionais de *funding* como o FGTS e o SBPE e o alto custo do crédito bancário constituem os principais fatores de pressão que impulsionam a busca por alternativas. Essa percepção se alinha à literatura clássica sobre racionamento de

crédito, conforme Stiglitz e Weiss (1981), segundo a qual, em contextos de incerteza e assimetria de informação, os bancos tendem a restringir o crédito mesmo a agentes solventes, gerando um hiato entre demanda e oferta de financiamento. Tal escassez cria condições para o surgimento de mecanismos alternativos de intermediação financeira, nos quais o capital privado, organizado sob a forma de fundos de investimento, atua como provedor complementar de recursos, como observam Fernandes et al. (2014) ao analisarem a evolução dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) no Brasil.

No entanto, a análise das entrevistas com representantes dos fundos (E3, E4) e das instituições financeiras (E2, E5, E9) revela que a simples disponibilidade de capital não é suficiente para a expansão desse modelo. Os investidores e gestores de fundos enfatizaram que a ausência de demonstrações auditadas, a falta de contabilidade segregada por empreendimento e o baixo grau de formalização contratual ainda restringem o acesso das construtoras às estruturas mais sofisticadas de crédito. Esses achados corroboram as conclusões de Gompers et al. (2020), que identificam a governança e a transparência financeira como pré-condições fundamentais para a mitigação de risco e a atração de capital institucional. Assim, as evidências empíricas indicam que a viabilidade das operações estruturadas está diretamente associada à maturidade gerencial e à qualidade informacional das empresas tomadoras.

A partir desse ponto, torna-se visível que a intermediação financeira desempenha papel insubstituível no equilíbrio entre risco e retorno. Os entrevistados oriundos de bancos (E2, E5, E9) destacaram que a atuação bancária, ainda que indireta, continua essencial como instância de filtragem de risco, estruturação de garantias e monitoramento contínuo, funções coerentes com as apontadas por Levine

(1997), que relaciona a eficiência do sistema financeiro à capacidade de alocar recursos, disciplinar gestores e sustentar o crescimento econômico. Esse resultado reforça a hipótese de que o modelo mais promissor de crédito estruturado não é o de desintermediação completa, mas sim o de cooperação técnica entre construtoras, bancos e fundos, em linha com as evidências de Braggion et al. (2025) sobre plataformas de *crowdfunding* de dívida, nas quais a presença de intermediários reduz a inadimplência e melhora a alocação de recursos.

Outro ponto recorrente nas falas é a concentração geográfica e institucional do mercado de capitais, limitada aos grandes centros financeiros, como São Paulo e Rio de Janeiro. Essa constatação, trazida por E7 e E8, revela que o acesso ao capital estruturado ainda é mediado por redes informais e por barreiras de relacionamento, o que restringe a difusão do modelo em regiões de menor densidade financeira. Essa realidade reflete o que Grün (2004) descreve como a dimensão sociológica do campo financeiro: um espaço institucionalmente hierarquizado, no qual o poder simbólico e o capital relacional determinam o acesso a oportunidades econômicas. Assim, a difusão do crédito estruturado exige não apenas instrumentos técnicos, mas também processos de intermediação social e territorial, que democratizem a originação e reduzam o grau de dependência das redes de elite.

Os resultados também evidenciam que os fundos de investimento exercem papel disciplinador no mercado, impondo padrões de transparência, cronogramas de entrega e *covenants* contratuais que promovem o alinhamento de interesses entre os agentes. Ao mesmo tempo, exigem um nível de monitoramento e *compliance* que representa desafio para construtoras de menor porte. Essa ambiguidade simultaneamente restritiva e pedagógica confirma o argumento de Martynova e Perotti (2018) sobre o uso de instrumentos híbridos como mecanismos de controle e

mitigação de risco moral. O estudo de caso sugere, portanto, que a entrada dos fundos na produção imobiliária reconfigura as relações de poder e de informação, consolidando um modelo em que a governança se torna condição de acesso ao crédito, e não apenas requisito formal de reporte.

As entrevistas ainda revelam barreiras estruturais e regulatórias que limitam a escalabilidade das operações, especialmente no que se refere à tributação das SPEs, à ausência de padronização contratual e à fragmentação normativa entre CVM, Bacen e Receita Federal. Essas dificuldades são compatíveis com as observações de Fernandes et al. (2014) e Lewis (2023), que apontam o paradoxo entre liquidez de curto prazo e estabilidade institucional de longo prazo nos mercados baseados em ativos. A imprevisibilidade regulatória e o custo de transação elevado são, portanto, obstáculos concretos à difusão das estruturas de financiamento fora do sistema bancário.

Por outro lado, o eixo temático sobre aprendizado e modernização mostrou que o mercado está em transição. As falas de E8 e E9 destacaram o avanço de instrumentos como *crowdfunding*, FIDCs temáticos, debêntures incentivadas e tokenização de ativos, os quais refletem um processo de adaptação semelhante ao descrito por (Sepehrdoust et al., 2022) e Kalinoski e Prokopiuk (2022). Esses autores mostram que a digitalização e as *proptechs* aumentam a eficiência operacional e reduzem custos de transação, ainda que exijam novo arcabouço de governança e regulação. Assim, observa-se que a inovação tecnológica, ao lado da evolução institucional, abre uma janela de oportunidade para a ampliação do crédito estruturado, especialmente quando acompanhada de práticas de monitoramento digital e relatórios padronizados por obra.

De forma transversal, os resultados empíricos também confirmam o argumento de Rolnik (2017) e Sanfelici e Halbert (2019), segundo os quais a financeirização do espaço urbano introduz novas formas de intermediação entre capital financeiro e produção imobiliária, ao mesmo tempo em que amplia o risco de seletividade e exclusão. Embora o crédito estruturado represente uma alternativa eficiente ao financiamento tradicional, ele ainda se concentra em segmentos com maior capacidade técnica e patrimonial. Essa constatação reforça que a viabilidade econômica das operações deve ser acompanhada por responsabilidade social e territorial, sob pena de reproduzir as desigualdades que o modelo busca mitigar.

Em síntese, os resultados respondem à pergunta-problema ao demonstrar que as operações de crédito estruturado são tecnicamente e economicamente viáveis, mas sua consolidação requer o cumprimento simultâneo de quatro condições: (i) governança corporativa e contabilidade segregada por empreendimento, assegurando transparência; (ii) intermediação técnica qualificada, com papel ativo dos bancos na originação e no monitoramento; (iii) padronização contratual e marcos regulatórios previsíveis, que reduzam custos de transação e incertezas jurídicas; e (iv) uso de tecnologia e inovação financeira, para ampliar o acesso e a rastreabilidade.

Desse modo, a pesquisa confirma empiricamente o que a literatura vinha antecipando: que a sustentabilidade do crédito estruturado depende menos da inovação financeira em si e mais da capacidade dos agentes de construir arranjos institucionais confiáveis, capazes de equilibrar risco, liquidez e credibilidade. Essa constatação alinha-se à visão de Levine (1997) sobre o papel do sistema financeiro no crescimento econômico e reforça a centralidade da governança e da intermediação qualificada como pilares do desenvolvimento habitacional contemporâneo.

### **4.3.3 Contribuições analíticas para o campo do crédito estruturado e da intermediação financeira**

Os resultados empíricos reforçam que o crédito estruturado constitui uma extensão prática dos fundamentos teóricos da intermediação financeira descritos por Levine (1997), ao demonstrar como os intermediários bancos, fundos e gestores, não apenas alocam recursos, mas também assumem funções de filtragem de risco, padronização informacional e coordenação contratual entre agentes heterogêneos. Essa atuação confirma o papel do sistema financeiro como catalisador de inovação e de mitigação das fricções de informação que, conforme Stiglitz e Weiss (1981), limitam o crédito bancário tradicional.

As entrevistas revelaram que, para os bancos, o crédito estruturado representa uma forma de reconfigurar a intermediação, reduzindo exposição no balanço e ampliando o alcance das operações. Conforme E5 e E8 (bancos), essas operações “não concorrem com o crédito bancário, mas com o capital próprio do empreendedor”, permitindo ao banco atuar na estruturação e originação sem comprometer capital regulatório. Esse resultado corrobora Finnerty (1996), que já destacava o papel estratégico do banco como agente estruturador, não apenas financiador, mas integrador entre o capital de risco e o capital produtivo.

Do ponto de vista das construtoras, os depoimentos de E6 e E10 evidenciam que a governança e a rastreabilidade contábil são barreiras decisivas. Como afirma E7 (banco), “muitas empresas ainda funcionam de forma artesanal, controlando grandes empreendimentos por planilhas de Excel”, o que afasta investidores e amplia a percepção de risco. Essa limitação empírica confirma o argumento de Lohn e Laffin (2012) sobre a necessidade de gestão financeira organizada e controles físico-financeiros como pré-condição para a bancabilidade. Ao mesmo tempo, conecta-se à

análise de Gompers et al. (2020), segundo a qual a qualidade da equipe gestora e a governança são fatores críticos de decisão em investimentos estruturados.

A assimetria informacional relatada pelos fundos (E3 e E4) também ilustra o ponto de Martynova e Perotti (2018), que tratam os contratos híbridos como instrumentos de disciplinamento e mitigação de risco moral. As falas indicam que o investidor requer auditoria independente, fluxo de caixa confiável e *compliance* rigoroso, mecanismos que materializam, no campo imobiliário, o princípio da “estruturação jurídica-financeira como mitigação de risco”, amplamente descrito por Josephson e Shapiro (2020).

Ao destacar a necessidade de integração entre informação, controle e monitoramento digital, os entrevistados antecipam tendências recentes de intermediação descritas por Kalinoski e Prokopiuk (2023) e Braggion et al. (2025), segundo as quais a intermediação moderna é menos física e mais sistêmica e tecnológica, baseada em rastreabilidade de dados e automação de fluxos financeiros. A observação de E7, de que “a modernização da gestão é condição para que o mercado de capitais veja o setor com confiança”, traduz empiricamente o movimento de convergência entre intermediação tradicional e digital discutido por Lewellen e Williams (2021) e Jafary et al. (2025).

Além disso, a fala de E3, ao afirmar que “a inovação financeira é uma necessidade”, conecta-se à literatura sobre financeirização e inovação (Sanfelici, 2013; Kalinoski & Prokopiuk, 2023), que interpreta a expansão de instrumentos como FIDCs, CRIs e FIIIs não apenas como produtos de mercado, mas como novos arranjos institucionais de coordenação financeira. A presença dos fundos como cofinanciadores confirma a análise de Fernandez e Aalbers (2016) de que a intermediação privada tende a substituir parcialmente a função de crédito público,

reforçando o papel da governança e da transparência na atração de capital institucional.

Por fim, as percepções convergem para o entendimento de que o crédito estruturado opera como mecanismo híbrido de intermediação, no qual as fronteiras entre bancos, fundos e construtoras tornam-se mais porosas. Tal configuração amplia a capacidade de alocação de capital privado em setores de alto impacto, mas requer marcos regulatórios claros e padronização documental e informacional, conforme preveem Josephson e Shapiro (2020) e Altavilla et al. (2025). A contribuição analítica central deste estudo, portanto, está em demonstrar que a viabilidade do crédito estruturado depende menos da abundância de liquidez e mais da qualidade da intermediação e da governança coletiva entre os agentes, uma leitura que articula empiria e teoria para avançar o campo do financiamento habitacional e da intermediação financeira no Brasil.

#### 4.4 SÍNTESE INTERPRETATIVA FINAL

A integração entre os resultados empíricos e o referencial teórico revela que as operações de crédito estruturado representam mais do que uma alternativa pontual ao financiamento habitacional tradicional, configuram um novo arranjo de intermediação financeira, capaz de redistribuir riscos, atrair capital privado e redefinir papéis entre bancos, construtoras e fundos de investimento. Essa constatação reforça o argumento clássico de Levine (1997) de que o sistema financeiro, quando opera de forma eficiente, transcende a função de simples provedor de crédito e se torna um vetor de desenvolvimento e inovação econômica.

As evidências indicam que a viabilidade dessas operações depende da coordenação entre governança, transparência informacional e capacidade técnica dos

agentes. A ausência de controles auditáveis, como destacaram E6, E7 e E10, reforça o diagnóstico de Stiglitz e Weiss (1981) sobre as restrições de crédito em ambientes de assimetria informacional. Por outro lado, as exigências de fundos e bancos quanto a padrões de *compliance* e rastreabilidade financeira ilustram empiricamente o que Finnerty (1996) e Gompers et al. (2020) descrevem como o processo de especialização da intermediação, um deslocamento do crédito bancário tradicional para modelos de estruturação baseados em informação, monitoramento e alinhamento de incentivos.

Do ponto de vista teórico, o estudo contribui ao demonstrar que o crédito estruturado opera como interface entre financeirização e inovação financeira, articulando a lógica de mercado de capitais com a função produtiva da construção civil. Essa leitura amplia a compreensão sobre a financeirização da moradia discutida por Rolnik (2017) e Kalinoski e Prokopiuk (2023), mostrando que a expansão do capital financeiro sobre o setor imobiliário pode também induzir práticas de governança, profissionalização e eficiência, quando mediada por arranjos institucionais transparentes e tecnicamente orientados. Assim, o fenômeno não se reduz a uma simples transferência de risco, mas representa uma forma de reorganização institucional da intermediação financeira em contextos de escassez de *funding* público e elevado custo de capital.

No plano prático, as entrevistas revelam que a consolidação dessas operações requer um ecossistema de cooperação entre construtoras, bancos e gestores, sustentado por padronização contratual, certificação de informações e canais de monitoramento digital. A experiência dos agentes entrevistados demonstra que a difusão desse modelo depende menos da inovação financeira isolada e mais da capacidade relacional e técnica de traduzir projetos produtivos em estruturas

financeiras compreensíveis e seguras para o investidor. Essa constatação oferece implicações diretas para políticas públicas e estratégias empresariais, ao sugerir que o fortalecimento das práticas contábeis, de auditoria e de governança é condição essencial para atrair capital privado e reduzir o custo de financiamento no setor habitacional.

A originalidade deste estudo reside justamente em reunir e comparar a percepção de três grupos de agentes construtoras, fundos e instituições financeiras, identificando convergências e divergências que raramente são analisadas de forma integrada na literatura nacional. Ao adotar uma abordagem qualitativa interpretativa, o trabalho revelou dimensões simbólicas e institucionais que escapam às análises puramente quantitativas: as percepções sobre confiança, risco e viabilidade são socialmente construídas e refletem o grau de maturidade do campo da intermediação financeira no país.

Por fim, o estudo abre espaço para novas agendas de pesquisa. Investigações futuras podem explorar de forma quantitativa a precificação do risco nas operações estruturadas, mensurando *spreads*, prazos e desempenho de projetos com diferentes níveis de governança. Também seria pertinente aprofundar análises comparativas entre regiões ou entre regimes regulatórios distintos, examinando como a interação entre cultura institucional, arcabouço jurídico e maturidade financeira influencia a difusão desses instrumentos. Além disso, estudos voltados à integração entre tecnologia, intermediação digital e crédito estruturado como as plataformas de tokenização e o uso de inteligência artificial na originação podem contribuir para consolidar uma agenda contemporânea de inovação no financiamento habitacional brasileiro.

Em síntese, as evidências empíricas e a reflexão teórica convergem para uma compreensão ampliada do crédito estruturado como expressão de um processo de modernização institucional e financeira. Ao mostrar como a intermediação se desloca da concessão tradicional de crédito para a estruturação colaborativa e transparente de operações, este estudo contribui tanto para o avanço acadêmico do campo quanto para o aprimoramento das práticas de mercado, reafirmando o papel da governança e da confiança como pilares de uma intermediação financeira mais eficiente, inclusiva e sustentável.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta dissertação investigou a viabilidade e os desafios associados à implementação de operações de crédito estruturado envolvendo construtoras, fundos de investimento e instituições financeiras como alternativa aos modelos tradicionais de financiamento na construção civil. Buscou-se compreender como esses arranjos são percebidos pelos agentes, com foco nos riscos, vantagens estratégicas e condições necessárias para o sucesso do modelo estruturado. Assim, retomou-se o problema central: quais são os limites e possibilidades de difusão do crédito estruturado como instrumento de financiamento habitacional no Brasil, considerando seus aspectos institucionais, organizacionais e macroeconômicos?

Os resultados evidenciaram que a viabilidade do modelo depende de uma combinação de fatores internos e externos às organizações. Internamente, práticas de governança, controle contábil e transparência na gestão de empreendimentos mostraram-se decisivas para aumentar a confiança entre os agentes. Externamente, destacaram-se o ambiente regulatório e a capacidade de intermediação financeira, que influenciam diretamente a percepção de risco e a disposição de investidores a financiar o setor. Observou-se que a ausência de padronização, a insegurança jurídica e a concentração geográfica das operações continuam sendo barreiras estruturais que dificultam a expansão do modelo, especialmente para pequenas e médias empresas. Apesar dessas limitações, o estudo confirmou que o crédito estruturado representa uma via concreta de diversificação do *funding*, desde que sustentado por governança sólida e mecanismos de mitigação de risco bem definidos.

Teoricamente, o trabalho contribuiu ao integrar dimensões macroeconômicas, organizacionais e institucionais, demonstrando que a bancabilidade fora do sistema tradicional depende da interação entre capacidade gerencial, estrutura contratual e

ambiente regulatório. Essa perspectiva amplia o debate sobre financeirização e estruturação por ativos, ao evidenciar que a inovação financeira não ocorre isoladamente, mas em contextos de cooperação e aprendizado institucional. Do ponto de vista prático, a pesquisa apresentou caminhos para aprimorar as práticas de mercado: construtoras devem adotar contabilidade por empreendimento e auditoria independente; bancos e gestores devem investir em originação qualificada, padronização contratual e monitoramento digital; e o poder público deve buscar simplificação regulatória e mecanismos de redução de custos de transação em operações com recebíveis e SPEs. Essas recomendações expressam a relevância do modelo para a profissionalização e o amadurecimento do setor.

Reconhece-se, como limitação, o caráter qualitativo e interpretativo da pesquisa, centrado nas percepções de um conjunto específico de agentes do mercado, o que restringe a generalização dos resultados. Entretanto, essa escolha metodológica foi adequada ao propósito exploratório e permitiu captar nuances e significados não observáveis por meio de análises quantitativas. Para estudos futuros, recomenda-se ampliar o número de casos e incorporar dados empíricos sobre *spreads*, prazos e desempenho de operações, de modo a mensurar o impacto da governança e da estrutura de risco na precificação do crédito. Investigações comparativas entre regiões e regimes regulatórios distintos também podem enriquecer o entendimento sobre os fatores que favorecem a difusão do modelo.

Em síntese, conclui-se que o crédito estruturado constitui um caminho promissor para o financiamento habitacional brasileiro, sobretudo em um cenário de restrição das fontes tradicionais e de necessidade de modernização do setor. Seu avanço, contudo, depende da articulação entre governança interna, padronização contratual e regulação estável, de modo que o capital privado possa ser direcionado

de forma mais eficiente e inclusiva. Assim, a principal contribuição desta pesquisa reside em demonstrar que a inovação financeira pode coexistir com a função social da moradia, desde que apoiada em transparência, coordenação institucional e compromisso coletivo com o desenvolvimento sustentável do setor.

## REFERÊNCIAS

- Abdelsalam, O., Chantziaras, A., Joseph, N., & Tsileponis, N. (2024). Trust matters: A global perspective on the influence of trust on bank market risk. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 92, 101959. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2024.101959>
- Aben TA, van der Valk W, Roehrich JK, Selviaridis K (2021), "Managing information asymmetry in public–private relationships undergoing a digital transformation: the role of contractual and relational governance". *International Journal of Operations & Production Management*, 41(7), 1145–1191. <https://doi.org/10.1108/IJOPM-09-2020-0675>
- Adelino, M., Schoar, A., & Severino, F. (2025). Credit supply and house prices: Evidence from mortgage market segmentation. *Journal of Financial Economics*, 163, 103958. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2024.103958>
- Altavilla, C., Ellul, A., Pagano, M., Polo, A., & Vlassopoulos, T. (2025). Loan guarantees, bank lending and credit risk reallocation. *Journal of Financial Economics*, 172(C), 104137. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2025.104137>
- Annamalah, S. (2024). The value of case study research in practice: A methodological review with practical insights from organisational studies. *Journal of Applied Economic Sciences*, 19(4), 485–498. [https://doi.org/10.57017/jaes.v19.4\(86\).11](https://doi.org/10.57017/jaes.v19.4(86).11)
- Anton, S. G. (2025). The efficiency of financial intermediation and SMEs' cash holdings: Empirical evidence from emerging Europe. *European Journal of International Management*, 25(2), 206–229. <https://doi.org/10.1504/EJIM.2025.143873>
- August, M. (2020). The financialization of Canadian multi-family rental housing: From trailer to tower. *Journal of Urban Affairs*, 42(7), 975–997. <https://doi.org/10.1080/07352166.2019.1705846>
- Bahadir, B., & De, K. (2025). Inequality, Household Credit Shocks, and House Price Dynamics. *IMF Economic Review*, 1-29. <https://doi.org/10.1057/s41308-025-00289-8>
- Bangura, M., & Lee, C. L. (2023). Urbanisation and housing finance nexus: Evidence from Australia. *Habitat International*, 139, 102897. <https://doi.org/10.1016/j.habitatint.2023.102897>
- Bardin, L. (2011). *Análise de conteúdo*. Edições 70.
- Baxter, P., & Jack, S. (2008). Qualitative case study methodology: Study design and implementation for novice researchers. *The Qualitative Report*, 13(4), 544–559. <https://doi.org/10.46743/2160-3715/2008.1573>

- Belmiro, C., Silveira Neto, R.da. M., Barros, A., & Ospina, R. (2023). Understanding the land use intensity of residential buildings in Brazil: An ensemble machine learning approach. *Habitat International*, 139, 102896. <https://doi.org/10.1016/j.habitatint.2023.102896>
- Blackwell, T., Holgersen, S., & Wallstam, M. (2023). Dreaming of efficient markets? Residential construction, competition & affordability in the Swedish housing sector. *Housing Studies*, 40(1), 46-69. <https://doi.org/10.1080/02673037.2023.2256257>
- Blickle, K. (2022). Local banks, credit supply, and house prices. *Journal of Financial Economics*, 143(2), 876-896. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.07.003>
- Boyd, L., McCann, F., McGeever, N., & McIndoe-Calder, T. (2025). Policy paper: Financial sector policy — Saving to invest? Financial intermediation in Ireland since the GFC. *The Economic and Social Review*, 56(1, Spring), 77–115. <https://ojs.tchpc.tcd.ie/index.php/esr/article/view/3043>
- Braggion, F., Manconi, A., Pavanini, N., & Zhu, H. (2025). The value of financial intermediation: Evidence from online debt crowdfunding. *Journal of Financial Economics*, 172, 104113. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2025.104113>
- Brasil. Presidência da República. Casa Civil. (1964). *Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964*. Institui a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, cria o Banco Nacional da Habitação (BNH), e Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo e dá outras providências. [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l4380.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4380.htm)
- Caixe, D. F. (2025). Policy uncertainty and cash holdings: The role of corporate governance in Brazil. *Research in International Business and Finance*, 103102. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2025.103102>
- Campos, R. B. A., & Guilhoto, J. J. (2017). The socioeconomic impact of low-income housing programs: An interregional input-output model for the state of Sao Paulo and the rest of Brazil. *Habitat International*, 65, 59-69. <https://doi.org/10.1016/j.habitatint.2017.04.001>
- Cano, A., Affonso, C. A. C., Costa, M. A. B., & Oliveira, M. R. de. (2024). Análise do perfil de investidores em fundos de investimento imobiliário: Perspectivas de investidores de um fórum de discussões. *Navus - Revista de Gestão e Tecnologia*, 14(1), 1–18. <https://doi.org/10.22279/navus.v14.1898>
- Canöz, İ., & Kalkavan, H. (2024). Forecasting the dynamics of the Istanbul real estate market with the Bayesian time-varying VAR model regarding housing affordability. *Habitat International*, 148, 103055. <https://doi.org/10.1016/j.habitatint.2024.103055>

- Carvalho, A. G.de., Dal'Bó, F., & Sampaio, J. (2021). Determinants of corporate governance practices in Brazil. *Emerging Markets Review*, 48, 100771. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100771>
- Carvalho, A. G.de., Dal'Bó, F., & Sampaio, J. (2021). Determinants of corporate governance practices in Brazil. *Emerging Markets Review*, 48, 100771. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100771>
- Castro, E. de., & Oliveira, U. T. V. de. (2022). A entrevista semiestruturada na pesquisa qualitativa-interpretativa: um guia de análise processual. *Entretextos*, 22(3), 25–45. <https://doi.org/10.5433/1519-5392.2022v22n3p25-45>
- Castro, I. R.de., Loureiro, C. F. G., & Giannotti, M.A. (2025). Evolution of accessibility to work for low-income populations in Brazil: Towards equitable and sustainable metropolises? *Habitat International*. Advance online publication,156, 103306. <https://doi.org/10.1016/j.habitatint.2025.103306>
- Castro,S. R. de., Loureiro, C. F. G., & Giannotti, M. A. (2025). Evolution of accessibility to work for low-income populations in Brazil: Towards equitable and sustainable metropolises? *Habitat International*, 156, 103306. <https://doi.org/10.1016/j.habitatint.2025.103306>
- Chang, B., Gomez, M., & Hong, H. G. (2023). Sorting out the effect of credit supply. *Journal of Financial Economics*, 150(3), 103719. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2023.103719>
- Chatterjee, U., French, J. J., Gurdgiev, C., & Borochin, P. (2024). Financial intermediation and informational efficiency: Predicting business cycles. *International Review of Economics & Finance*, 96 parte B, 103607. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.103607>
- Chen, Y., & Li, Z. (2025). Spatial heterogeneity and the dynamics of housing affordability in Hong Kong: A 22-year retrospective analysis. *Habitat International*, 163, 103490. <https://doi.org/10.1016/j.habitatint.2025.103490>
- Colombage, I. U., Baur, D. G., & Lan, Y. (2025). The cost of financial intermediation in Australia. *Australian Journal of Management*. <https://doi.org/10.1177/03128962251338330>
- Cooperman, H., Duffie, D., Luck, S., Wang, Z., & Yang, Y. (D.). (2024). Bank funding risk, reference rates, and credit supply. *The Journal of Finance*, 80(1), 5-56. <https://doi.org/10.1111/jofi.13411>
- Coval, J., Jurek, J., & Stafford, E. (2009). The economics of structured finance. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 3-25. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.23.1.3>
- Crosby, N., & Henneberry, J. (2016). Financialisation, the valuation of investment property and the urban built environment in the UK. *Urban Studies*, 53(7), 1424–1441. <https://doi.org/10.1177/0042098015583229>

- D'Lima, W. (2024). Tax induced divestment in the residential market – insights from investors and non-investors. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*. <https://doi.org/10.1007/s11146-024-09993-0>
- Demirag, I., Khadaroo, I., Stapleton, P., & Stevenson, C. (2011). Risks and the financing of PPP: Perspectives from the financiers. *The British Accounting Review*, 43(4), 294–310. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2011.08.006>
- Deng, L., Li, S., Zuo, W., & Han, Y. (2024). Housing production and the structural transformation of China's real estate development industry. *Housing Studies*, 40(5), 1017–1042. <https://doi.org/10.1080/02673037.2024.2334797>
- Di Maggio, M., & Kermani, A. (2017). Credit-induced boom and bust. *The Review of Financial Studies*, 30(11), 3711-3758. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx056>
- Díaz Andrade, A. (2009). Interpretive research aiming at theory building: Adopting and adapting the case study design. *The Qualitative Report*, 14(1), 42–60. <https://nsuworks.nova.edu/tqr/vol14/iss1/3/>
- Drobetz, W., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Yu, X. (2025). Beyond ownership: The role of institutional investors in international corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 33(5), 1024-1038. <https://doi.org/10.1111/corg.12635>
- Duan, K., Shan, S., Huang, Y., & Urquhart, A. (2025). How do housing markets comove with the financial system? Evidence from dynamic risk spillovers. *Research in International Business and Finance*, 77-part B, 102987. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2025.102987>
- Eloy, C. M., Ruiz Hernández, F. d. J., Espinosa, J. A.G., C Bautista, J. J.C., Amero, L. I. J.T., & Nardoni, R. (2021). Habitação de interesse social no Brasil: propostas para melhorias ao sistema de financiamento. *Inter-American Development Bank*. habitacional. <http://dx.doi.org/10.18235/0003666>
- Epstein, G. A. (2005). *Financialization and the world economy*. Edward Elgar Publishing.
- Fernandes, M. P., Sheng, H. H., & Lora, M. I. (2014). Securitization, credit rating and issuers' characteristics. *Brazilian Business Review*, 11(6), 1–21. <https://doi.org/10.15728/bbr.2014.11.6.1>
- Fernandez, R., & Aalbers, M. B. (2016). Financialization and housing: Between globalization and varieties of capitalism. *Competition & Change*, 20(2), 71–88. <https://doi.org/10.1177/1024529415623916>
- Fields, D., & Uffer, S. (2016). The financialisation of rental housing: A comparative analysis of New York City and Berlin. *Urban Studies*, 53(7), 1486–1502. <https://doi.org/10.1177/0042098014543704>

- Finnerty, J. D. (1996). *Project finance: engenharia financeira baseada em ativos*. Qualitymark Editora.
- Friese, S. (2019). *Qualitative data analysis with ATLAS. Ti*, (3ª ed.). SAGE Publications Ltd.
- Furtado, B. A., & Fioravante, D. G. (2017). Panorama do crédito imobiliário no Brasil. *Radar: Tecnologia, Produção e Comércio Exterior*, (54), 7–14. <https://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/8221>
- Fuster, A., Lo, S. H., & Willen, P. S. (2024). The time-varying price of financial intermediation in the mortgage market. *Journal of Finance*, 79(4), 2553-2602. <https://doi.org/10.1111/jofi.13358>
- Ganiyu, B. O., Fapohunda, J. A., & Haldenwang, R. (2017). Sustainable housing financing model to reduce South Africa housing deficit. *International Journal of Housing Markets and Analysis*, 10(3), 410–430. <https://doi.org/10.1108/IJHMA-07-2016-0051>
- Garber, G., Mian, A., Ponticelli, J., & Sufi, A. (2024). Consumption smoothing or consumption binging? The effects of government-led consumer credit expansion in Brazil. *Journal of Financial Economics*, 156, 103834. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2024.103834>
- Gbadebo, A. D. (2024). Theories of financial intermediation: Evaluation and empirical relevance. *Journal of Law and Sustainable Development*, 12(9), e3950. <https://doi.org/10.55908/sdgs.v12i9.3950>
- Gil, A. C. (2008). *Métodos e técnicas de pesquisa social* (6ª ed.). Atlas.
- Godoy, A. S. (2006). Estudo de caso qualitativo. In C. K. Godoi, R. Bandeira-de-Mello, & A. B. Silva (Orgs.), *Pesquisa qualitativa em estudos organizacionais: paradigmas, estratégias e métodos* (2ª ed., pp. 115–146). São Paulo, SP: Saraiva.
- Gompers, P., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2020). How do venture capitalists make decisions? *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169–190. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.011>
- González, J. A., Guzmán, A., Téllez, D., & Trujillo, M.-A. (2021). The effectiveness of corporate governance hybrid models in emerging markets: The case of the Issuer Recognition program. *Corporate Governance: An International Review*, 29(3), 252–276. <https://doi.org/10.1111/corg.12358>
- Grün, R. (2004). A sociologia das finanças e a nova geografia do poder no Brasil. *Tempo Social, Revista de Sociologia da USP*, 16(2), 151–176. <https://doi.org/10.1590/S0103-20702004000200007>

- Gundes, S., Atakul, N., & Buyukyoran, F. (2019). Financial issues in construction companies: bibliometric analysis and trends. *Canadian Journal of Civil Engineering*, 46(6), 329-337. <https://doi.org/10.1139/cjce-2018-0249>
- Happel, J., Karabulut, Y., Schäfer, L., & Tüzel, Ş. (2024). Shattered housing. *Journal of Financial Economics*, 156, 103835. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2024.103835>
- International Monetary Fund. (2003). *World Economic Outlook, April 2003: Growth and Institutions* (World Economic Outlook No. 2003/1). <https://www.imf.org/en/publications/weo/issues/2016/12/30/world-economic-outlook-april-2003-growth-and-institutions-16369>
- Ioannou, S., & Wójcik, D. (2021). Finance and growth nexus: An international analysis across cities. *Urban Studies*, 58(1), 223–242. <https://doi.org/10.1177/0042098019889244>
- Ivantri, M., Azizi, A., Yudha, T. W., & Saputra, R. (2024). Gold-based housing financing model: Proposing an alternative housing financing model for Islamic bank. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*. <https://doi.org/10.1108/JIABR-12-2023-0414>
- Jafary, P., Shojaei, D., Rajabifard, A., & Ngo, T. (2025). AI, machine learning and BIM for enhanced property valuation: Integration of cost and market approaches through a hybrid model. *Habitat International*, 164, 103515. <https://doi.org/10.1016/j.habitatint.2025.103515>
- Jensen, T. L., Leth-Petersen, S., & Nanda, R. (2022). Financing constraints, home equity and selection into entrepreneurship. *Journal of Financial Economics*, 145(2), 318-337. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.10.012>
- Josephson, J., & Shapiro, J. (2020). Credit ratings and structured finance. *Journal of Financial Intermediation*, 41, 100816. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2019.03.003>
- Kalinowski, R., & Procopiuk, M. (2022). Financeirização imobiliária em dois momentos: da produção à ocupação via proptechs. *Cadernos Metrópole*, 24(53), 119–146. <https://doi.org/10.1590/2236-9996.2022-5305>
- Kalinowski, R., & Prokopiuk, M. (2023). Financiarización del mercado de viviendas por medio de Fondos de Inversión Inmobiliaria en metrópolis brasileñas. *EURE: revista latinoamericana de estudios urbano regionales*, 49(148), 1-23. <https://doi.org/10.7764/eure.49.148.10>
- Kavaarpuo, G., Mintah, K., & Donkor-Hyiaman, K. A. (2023). Financing Housing Development in an Underdeveloped Financial Market: Learning from Developers' Financing Adaptations? *Housing Policy Debate*, 34(6), 918–945. <https://doi.org/10.1080/10511482.2023.2237004>

- Карий, О., Грицай, О., Сороковий, П., & Хомуляк, Т. (2021). Financing of housing through real estate funds: The relationship between legal, tax and accounting aspects. *Financial and Credit Activity: Problems of Theory and Practice*, 3(38), 68–77. <https://doi.org/10.18371/fcaptp.v3i38.237421>
- Kishor, N. K. (2021). Forecasting real-time economic activity using house prices and credit conditions. *Journal of Forecasting*, 40(2), 213–227. <https://doi.org/10.1002/for.2710>
- Klink, J., & Souza, M. B. de. (2017). Financeirização: conceitos, experiências e a relevância para o campo do planejamento urbano brasileiro. *Cadernos Metrópole*, 19(39), 379–406. <https://doi.org/10.1590/2236-9996.2017-3902>
- Kreamer, J. (2022). Financial intermediation and the supply of liquidity. *Journal of Financial Stability*, 61, 101024. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2022.101024>
- Krishnamurthy, A., & Li, W. (2025). Dissecting mechanisms of financial crises: Intermediation and sentiment. *Journal of Political Economy*, 133(3), 935–985. <https://doi.org/10.1086/733423>
- Lee, M. J., & Neuhaan, D. (2023). Collateral quality and intervention traps. *Journal of Financial Economics*, 147(1), 159–171. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2022.10.005>
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688–726. <http://www.jstor.org/stable/2729790>
- Lewellen, S., & Williams, E. (2021). Did technology contribute to the housing boom? Evidence from MERS. *Journal of Financial Economics*, 141(3), 1244–1261. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.04.002>
- Lewis, B. A. (2023). Creditor rights, collateral reuse, and credit supply. *Journal of Financial Economics*, 149(3), 451–472. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2023.06.001>
- Li, Y., Qi, Y., Liu, L., Yao, J., Chen, X., Du, T., Jiang, X., & Zhu, D. (2022). Monetary policy and corporate financing: Evidence from different industries. *Cities*, 122, 103544. <https://doi.org/10.1016/j.cities.2021.103544>
- Lima, J. P. C., Antunes, M. T. P., Mendonça Neto, O. R. de., & Peleias, I. R. (2012). Estudos de caso e sua aplicação: proposta de um esquema teórico para pesquisas no campo da contabilidade. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 6(14), 127–144. <https://www.redalyc.org/pdf/2352/235223852007.pdf>
- Lima, S.L. L. de., Silva, T. P. da., & Armada, M. J. da. R. (2024). Moderating Effect of The Capital Structure on The Idiosyncratic Risk And Market Performance of Listed Firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 93, 102832. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2025.102832>

- Lohn, M., & Laffin, M. (2012). Demonstração dos fluxos de caixa: uma análise da captação de recursos nas empresas do setor de construção civil listadas na BM&F BOVESPA. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 31(1), 67–81. <https://www.redalyc.org/pdf/3071/307124722006.pdf>
- Lukosevicius, A. P., Marchisotti, G. G., & Soares, C. A. P. (2017). Framework metodológico para estudos de caso em administração. *Revista Eletrônica de Administração*, 16(2), 256–276. <http://periodicos.unifacef.com.br/rea/article/view/1327/1108>
- Ma, S., & Zhang, S. (2025). Housing risk and the cross section of returns across many asset classes. *Real Estate Economics*, 53(2), 326–351. <https://doi.org/10.1111/1540-6229.12519>
- Manoel, A. A. S., Moraes, M. B. C.da., & Pündrich, G. P. (2023). The market value of cash and the creation of high-governance listings of voluntary adoption: Evidence from the Brazilian stock exchange. *Corporate Governance: An International Review*, 31(3), 515–534. <https://doi.org/10.1111/corg.12479>
- Marques, M. O., & Pinto, J. M. (2020). A comparative analysis of ex ante credit spreads: Structured finance versus straight debt finance. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101580. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101580>
- Martynova, N., & Perotti, E. (2018). Convertible bonds and bank risk-taking. *Journal of Financial Intermediation*, 35, part B, 61–80. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2018.01.002>
- Okolelova, E., Shibaeva, M., Shulgina, L., Efimyyev, A., & Serebryakova, N. (2020). The model of forming of innovative financing and credit schemes in housing construction and estimation of their financial stability. IOP Conference Series: *Materials Science and Engineering*, 890, 012194. <https://doi.org/10.1088/1757-899X/890/1/012194>
- Oláh, J., Hidayat, Y. A., Popp, J., Lakner, Z., & Kovács, S. (2021). Integrative trust and innovation on financial performance in disruptive era. *Journal of Scientific Papers Economics and Sociology*, 14(2), 111–136. <https://doi.org/10.14254/2071-789X.2021/14-2/6>
- Reyes, A., & Reyes-Sanchez, A. (2025). Mexico's mass housing: An underexplored locus of informality. *Habitat International*, 159, 103373. <https://doi.org/10.1016/j.habitatint.2025.103373>
- Rim, J. (2024). Comparative dynamics of housing finance: A cross-country analysis. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 94, Article 102010. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2024.102010>
- Rocha, V. (2020). Da teoria à análise: uma introdução ao uso de entrevistas individuais semiestruturadas na ciência política. *Revista Política hoje*, 29(1), 197–218. [https://www.ufsm.br/app/uploads/sites/479/2023/06/Rocha-2020\\_compressed.pdf](https://www.ufsm.br/app/uploads/sites/479/2023/06/Rocha-2020_compressed.pdf)

- Rolnik, R. (2014). On financialization and state spatial fixes in Brazil: A geographical and historical interpretation of the housing program My House My Life. *Habitat International*, 44, 220–226. <https://doi.org/10.1016/j.habitatint.2014.06.001>
- Rolnik, R. (2017). *Guerra dos lugares: a colonização da terra e da moradia na era das finanças*. Boitempo Editorial.
- Ronzani, C. M., Costa, P. R. da., Silva, L. F. da., Pigola, A., & Paiva, E. M. de. (2020). Qualitative methods of analysis: An example of Atlas.TITM Software usage. *Revista Gestão & Tecnologia*, 20(4), 284–311. <https://revistagt.fpl.emnuvens.com.br/get/article/view/1994>
- Rosa, D. (2024). The impact of monetary policy on REITs: Evidence from FOMC announcements. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*. <https://doi.org/10.1007/s11146-024-09992-1>
- Ross, E. J., Nichols, J. B., & Shibut, L. (2021). *Determinants of losses on construction loans: Bad loans, bad banks, or bad markets? FDIC Center for Financial Research Working Paper No. 2021-07*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3911426>
- Rowley, S., & Roche, J. (2024). *The Financing of Residential Development*. In *The Routledge Handbook of Housing Economics*. Routledge. <http://dx.doi.org/10.4324/9780429327339-19>
- Rozeboom, G. J. (2025). Corporate sincerity: Accommodation, reputation washing, and moral credit. *Journal of Business Ethics*, 202, 503–517.. <https://doi.org/10.1007/s10551-025-06000-1>
- Sachdeva, K., Silva, A. F., Slutzky, P., & Xu, B. Y. (2025). Defunding controversial industries: Can targeted credit rationing choke firms? *Journal of Financial Economics*, 172, 104133. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2025.104133>
- Sanfelici, D. M. (2013a). A financeirização do circuito imobiliário como rearranjo escalar do processo de urbanização. *Confins*, 18. <https://doi.org/10.4000/confins.8494>
- Sanfelici, D. M. (2013b). Financeirização e a produção do espaço urbano no Brasil: Uma contribuição ao debate. *EURE*, 39(118), 27–46. <https://doi.org/10.4067/S0250-71612013000300002>
- Sanfelici, D. M. (2017). La industria financiera y los fondos imobiliários en Brasil: lógicas de inversión y dinámicas territoriales. *Economía, Sociedad y Territorio*, 17(54), 367–397. <https://doi.org/10.22136/est02017685>
- Sanfelici, D. M., & Halbert, L. (2019). Financial market actors as urban policy-makers: The case of real estate investment trusts in Brazil. *Urban Geography*, 40(1), 83–103. <https://doi.org/10.1080/02723638.2018.1500246>

- Sarmiento, M. (2024). Sudden yield reversals and financial intermediation in emerging markets. *Journal of Financial Stability*, 74, Article 101050. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2022.101050>
- Sepehrdoust, H., Ahmadvand, S., & Mirzaei, N. (2022). Impact of information, communication technology and housing industry on financial market development. *Technology in Society*, 69, 101962. <https://doi.org/10.1016/j.techsoc.2022.101962>
- Shao, L., Hong, J., & Wang, S. (2025). News sentiment and housing market dynamics: Evidence from wavelet analysis. *Habitat International*, 162, 103441. <https://doi.org/10.1016/j.habitatint.2025.103441>
- Shukla, A. K., Snigdha, K., Mehta, S., & Shekhawat, V. S. (2025). Governance challenges in the use of advanced technology in financial intermediation. *Economic and Political Weekly*, 60(7). <https://doi.org/10.71279/epw.v60i6.41425>
- Sonenshein, S. (2010). We're changing—Or are we? Untangling the role of progressive, regressive, and stability narratives during strategic change implementation. *Academy of Management Journal*, 53(3), 477–512. <https://doi.org/10.5465/amj.2010.51467638>
- Souza, A. C. R. da. R., Gomes, H. C., & Guimarães, I. F. G. (2022). A statistical analysis of the relationship of civil construction GDP to cement production in Brazil. *Research, Society and Development*, 11(7), e27011729902-e27011729902. <https://doi.org/10.33448/rsd-v11i7.29902>
- Souza, A. C. R. da. R., Gomes, H. C., & Guimarães, I. F. G. (2022). A statistical analysis of the relationship of civil construction GDP to cement production in Brazil. *Research, Society and Development*, 11(7), e27011729902-e27011729902. <https://doi.org/10.33448/rsd-v11i7.29902>
- Souza, E. A. de., Borges, P. H. R., Stengel, T., Nematollahi, B., & Bos, F. P. (2024). 3D printed sustainable low-cost materials for construction of affordable social housing in Brazil: Potential, challenges, and research needs. *Journal of Building Engineering*, 87, 108985. <https://doi.org/10.1016/j.jobbe.2024.108985>
- Squires, G., Hutchison, N., Adair, A., Berry, J., McGreal, S., & Organ, S. (2016). Innovative real estate development finance – evidence from Europe. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 21(1), 54–72. <http://dx.doi.org/10.1108/JFMPC-09-2015-0036>
- Stake, R. E. (1995). *The art of case study research*. Sage.
- Stephens, M. (2024). The role of housing in central banks' monetary policy decisions in Australia and the UK. *Housing Studies*, 40(9), 2085-2103. <https://doi.org/10.1080/02673037.2024.2395361>

- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393–410. <https://www.jstor.org/stable/1802787>
- Sydow, M., Schilte, A., Covi, G., Deipenbrock, M., Del Vecchio, L., Fiedor, P., Fukker, G., Gehrend, M., Gourdel, R., Grassi, A., Hilberg, B., Kaijser, M., Kaoudis, G., Mingarelli, L., Montagna, M., Piquard, T., Salakhova, D., & Tente, N. (2024). Shock amplification in an interconnected financial system of banks and investment funds. *Journal of Financial Stability*, 71, 101234. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2024.101234>
- Tai, M. (2025). House prices and the allocation of consumer credit. *Real Estate Economics*, 53(4), 869-899. <https://doi.org/10.1111/1540-6229.12536>
- Wang, Q. S., Chen, L., Lai, S., & Anderson, H. D. (2025). Social credit and trade credit: A coevolutionary perspective. *Journal of Business Ethics*, 1–36. <https://doi.org/10.1007/s10551-025-05968-0>
- Wang, Y., Lu, Y., & Song, G. (2025). Sudden stops of capital inflows, macroprudential policies, and bank systemic risk: An international investigation. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 99, 102111. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2025.102111>
- Wu, T. (2019). Analysis of Financing Plan for Real Estate Development Project. *Open Journal of Business and Management*, 7(3), 1338–1345. <https://doi.org/10.4236/ojbm.2019.73092>
- Xie, W., He, J., Huang, F., & Ren, J. (2025). Operational risk assessment of commercial banks' supply chain finance. *Systems*, 13(2), 76. <https://doi.org/10.3390/systems13020076>
- Xu, H., Miao, W., & Zhang, S. (2025). Cross-border capital inflows and systemic financial risks. *International Review of Economics & Finance*, 99, 104049. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2025.104049>
- Yannelis, C., & Zhang, A. L. (2023). Competition and selection in credit markets. *Journal of Financial Economics*, 150(2), 103710. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2023.103710>
- Yeung, S. C.-W., & Howes, R. (2006). The role of the housing provident fund in financing affordable housing development in China. *Habitat International*, 30(2), 343–356. <https://doi.org/10.1016/j.habitatint.2004.02.007>
- Yin, R. K. (2015). *Estudo de caso: planejamento e métodos* (5ª ed.). Bookman.
- Yu, B., & Zhou, X. (2024). Land finance and urban sprawl: Evidence from prefecture-level cities in China. *Habitat International*, 148, 103074. <https://doi.org/10.1016/j.habitatint.2024.103074>

- Yu, B., Liu, P. & Das, P. (2025). Investor Networks and Fund Performance in Private Equity Real Estate Funds. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*. <https://doi.org/10.1007/s11146-024-10007-2>
- Zhu, C., & Li, H. (2025). Cross-border capital flows and China's banking systemic risk: Cross-contagion effects based on the time-varying net spillover index. *Pacific-Basin Finance Journal*. 95, 102972. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2025.102972>