

**O mercado de edifícios de escritórios paulistano impulsionado pela securitização**  
São Paulo's office building market stimulated by securitization

**SANTOS, Andrea Romano dos**

Mestranda do Departamento de Engenharia de Construção Civil da Escola Politécnica da USP,  
e-mail: andrea.santos@poli.usp.br

**ROCHA LIMA JR., João da**

Doutor em Engenharia, Professor do Departamento de Engenharia de Construção Civil  
da Escola Politécnica da USP,  
e-mail: rocha.lima@poli.usp.br

**ABSTRACT**

The present work introduces the real state ventures securitization, focused on office buildings, as an important tool for the development of this market, as it becomes an attractive investment opportunity when compared with the savings options available on the market.

As the Brazilian market is still incipient, the American market, that shows more maturity, will be used as benchmark for projections concerning the securitization's development on Brazil.

This projection, combined with São Paulo's office building market analysis and the demonstration of the attractiveness of the securities as an investment option, will be used to demonstrate that the securitization is a funding structure that can sustain great part of the capital demand for the development of new ventures on this market.

Key-words: office buildings, securitization.

**RESUMO**

O presente trabalho apresenta a securitização de edifícios de escritório voltados à locação, como um vetor de impulsão deste mercado a partir do momento que se torna uma alternativa de investimento atrativa aos poupadores, da mesma forma como é vista em países onde este já é um procedimento consagrado. Como o Brasil ainda tem um mercado incipiente, o mercado americano, que já apresenta maturidade, será utilizado como referência para as projeções que serão feitas acerca do desenvolvimento da securitização no Brasil.

Com isto, com a projeção das expectativas para o mercado paulistano de edifícios de escritórios e com a demonstração da atratividade dos papéis, pretende-se mostrar que a securitização é um meio de alavancagem que pode sustentar grande parte da demanda por recursos para a implantação de novos produtos deste mercado.

Palavras-chave: edifícios de escritórios, securitização.

## 1 INTRODUÇÃO

Os edifícios de escritórios para locação (EEL) são empreendimentos de *payback* de horizonte largo que demandam grandes volumes de recursos concentrados em um curto período para sua implantação. Usualmente, a dificuldade em solucionar a equação de fundos para os empreendimentos é superada partilhando-se o empreendimento em unidades menores e comercializando-as junto a investidores que buscam pagar um preço menor pelo bem, comprando-o na fase de implantação, e não após a mesma. Sendo assim, o empreendedor que formata o produto participa apenas da fase de implantação, ficando a gestão do empreendimento descentralizada, e/ou sob o comando de pessoas físicas ou jurídicas que não têm conhecimento profundo do mercado no qual investem. Portanto, esta solução gera outro problema: a deterioração da qualidade do empreendimento, e a conseqüente quebra do desempenho esperado.

Este cenário evidencia a necessidade de estruturas mais flexíveis de captação de recursos. Neste sentido, modelos mais modernos de investimento em *real estate* que ganharam destaque em mercados mais avançados a partir da década de 90 (como no mercado americano), já estão sendo experimentados no Brasil. Esses modelos se resumem a procedimentos de securitização, de sorte que o empreendimento é gerido sob um único critério, e o investimento é perpetrado por meio de títulos de investimento, que, ancorados no EEL, podem apresentar qualquer nível de partilhamento, sem comprometer a unidade do empreendimento, possibilitando uma gestão especializada e comprometida com o desempenho e uma captação de recursos pulverizada.

## 2 RECUPERAÇÃO DO MERCADO DE EELS

Objetivando o re-direcionamento dos recursos da poupança conservadora, em mercados de securitização incipientes, como é o caso do brasileiro, é necessário comprovar a segurança e a rentabilidade do investimento para que a cultura da aplicação de recursos em papéis da securitização seja sedimentada, transpondo, assim, os obstáculos do desconhecimento e do receio injustificado. Desta forma, quanto melhores forem as condições de geração de renda dos EELS, mais rentáveis serão as aplicações feitas nos papéis de sua securitização e, por conseguinte, maior será o interesse dos investidores na aplicação de recursos neste mercado. Em cenários como este, cresce a possibilidade de aquecimento do mercado secundário, aumentando o poder de atração dos papéis que oferecerão flexibilidade suficiente para que os investidores entrem e saiam do mercado nos momentos que melhor lhes convierem.

A recuperação do mercado paulistano de EELs, que desde 2001 apresenta um quadro recessivo, está vinculada, entre outros, à retomada do crescimento macroeconômico com a respectiva expansão da atividade na área metropolitana de São Paulo, e ao posicionamento dos empreendedores frente à ocupação do estoque ocioso e à expectativa do binômio [risco x retorno] de novos empreendimentos.

Rocha Lima e Alencar (2004) fizeram simulações com o objetivo de traçar um cenário para os próximos anos, capaz de apontar a capacidade de reorganização dos preços do mercado paulistano de EELs a partir da análise da conjuntura do mercado de 2003 e de uma projeção da evolução do Produto Interno Bruto (PIB)<sup>1</sup>. Concluíram que entre 2007 e 2008, o estoque atual de espaços desocupados poderá ser anulado em função do crescimento econômico representado pelo PIB. A re-ocupação do estoque ocioso e a expansão da demanda caracterizam o quadrante de Recuperação do mercado que deve ser seguido pelo de Expansão caracterizado por uma taxa de ocupação nos patamares históricos e incrementos no preço médio de locação. A simulação de Rocha Lima e Alencar (2004), mostra que entre 2007 e 2012, o mercado apresentaria remuneração nos patamares de atratividade setorial percebida. A duração deste ciclo de Expansão varia conforme o desenvolvimento da curva de oferta se dê frente à de demanda, quando uma nova oferta injustificável frente à demanda levará o mercado ao ciclo de Maturação e em seguida a uma nova recessão.

O quadrante de Expansão é o que apresenta as condições mais favoráveis ao desenvolvimento do mercado de securitização de EELs, já que propicia o desempenho de seus papéis (títulos, ou quotas) nos patamares de atratividade esperados pelo mercado, aumentando o poder de atração de novos investidores na medida em que correspondem às expectativas geradas quando da aplicação de recursos neste vetor de investimento.

### **3 SECURITIZAÇÃO DE EELS**

Vantagens proporcionadas ao empreendedor/ originador:

- mitigação do risco de não captar os recursos necessários à implantação do empreendimento,
- compartilhamento dos riscos de insucesso do empreendimento com os investidores,

---

<sup>1</sup> Na literatura especializada publicada na última década, há uma série de trabalhos desenvolvidos, principalmente a partir do comportamento dos mercados americanos, do Reino Unido e de algumas cidades do sudeste asiático, reforçando a intensa correlação existente entre a performance do setor de EELs e a taxa de expansão do PIB nesses países, corroborando o exposto anteriormente sobre os ciclos dos EELs.

- possibilidade de redução do custo do *funding*.

Vantagens proporcionadas ao investidor:

- maior transparência na negociação de empreendimentos de real estate, pois a análise de valor do empreendimento é feita em períodos curtos, em virtude da liquidez dos títulos,
- opção de imobilizar recursos apenas nos períodos do ciclo de vida do empreendimento que julgar mais atraente,
- unidade de valor menor para o investimento,
- construção de um portfólio diversificado e aumento da flexibilidade no gerenciamento da carteira,
- redução dos custos de transferência do investimento, já que os compradores não incorrem em despesas de registro e transferência de imóveis.

Vantagens proporcionadas ao desenvolvimento do mercado de EELs:

- aquecimento do setor de EELs pelo aumento do universo de captação de recursos,
- possibilidade de diversificação de investimentos,
- maior potencial de atração sobre os investidores.

Como a securitização de EEL tem o objetivo de trazer para o setor da construção civil recursos do mercado de capitais, onde os investidores não têm conhecimento pleno do setor, há necessidade de estruturas que colaborem para o aumento da confiabilidade do desempenho dos títulos de securitização, tais como:

- garantia de renda no período de implantação;
- garantia de renda mínima no início do ciclo operacional, durante a inserção de mercado;
- emissão de títulos seniores protegidos por títulos subordinados;
- conformação do fluxo de retorno dos títulos segundo as necessidades dos investidores-chave, como os fundos de pensão;
- garantias dependentes de terceiros como cartas de fiança e seguros-garantia, ofertados para investimentos perpetrados no período de implantação como garantia de conclusão das obras;
- grandes marcas, que, com saúde financeira comprovada, têm grande poder de atração sobre os investidores inexperientes no mercado.

#### 4 ATRATIVIDADE DOS TÍTULOS SECURITIZADOS

No Brasil, o investimento em imóveis é feito, usualmente, por investidores com foco na geração de uma renda mensal perene<sup>2</sup> para complementar o orçamento familiar, ou para sustentar a aposentadoria, sendo, portanto, um instrumento de poupança particular.

Por outro lado, as altas taxas de juros reais vigentes no Brasil desde o Plano Real, fazem crer que investimentos cujo valor tenha apenas acompanhado a inflação, como acontece com os aluguéis de EELs, são investimentos de baixa qualidade. Fato constatado pela alteração do perfil da carteira dos fundos de pensão. Donde pode-se concluir, precipitadamente, que investimentos feitos em imóveis com o objetivo de obter uma renda perene são investimentos de baixa qualidade, havendo outras opções disponíveis no mercado que garantam o mesmo objetivo e uma maior remuneração ao investimento inicial.

Com o objetivo de ilustrar a competitividade dos investimentos em empreendimentos de base imobiliária usuais frente às demais opções disponíveis no mercado, Rocha Lima e Takaoka (2006) fazem a comparação das seguintes alternativas de investimento: empreendimento imobiliário, caderneta de poupança, investimentos financeiros e carteira de ações, utilizando o desempenho das mesmas de janeiro de 1995 a setembro de 2005 (cicloR).

A simulação dos autores atribui a cada uma das alternativas o mesmo volume de recursos na data inicial da análise, ou seja, tudo se passa com se na mesma data fosse perpetrado o mesmo volume de investimento em diferentes ativos. Admitindo-se ainda que o investidor faça saques mensais em sua carteira de investimento correspondente a renda líquida, depois do pagamento do imposto de renda, que alcançaria caso o investimento fosse feito num imóvel comercial para renda, como é o caso dos EELs. A comparação se dá medindo-se o valor das carteiras de investimento ao final do ciclo de análise.

Destas simulações os autores concluem que os empreendimentos de base imobiliária são opções de investimento competitivas quando o foco do investidor está no longo prazo e na obtenção de uma renda perene. Vale lembrar ainda que no período analisado as taxas de juros vigentes no Brasil eram elevadas, dando a idéia de que os investimentos em empreendimentos de base imobiliária não seriam escolhas tão rentáveis como as demais opções disponíveis no mercado.

---

<sup>2</sup> Refere-se a perene como aquilo que dura muitos anos e não a algo que seja perpétuo, ou imperecível. Desta forma, será utilizado no texto para adjetivar a renda obtida com o investimento em empreendimentos de base imobiliária, uma vez que os mesmos apresentam longos prazos de maturação.

Com o objetivo de reforçar a atratividade dos investimentos ancorados em empreendimentos de base imobiliária, os autores fazem a simulação para uma carteira formada de quotas de um FII. Para tal, estimam os custos de gestão e administração dos FIIs em torno de 10% da renda operacional gerada, e consideraram a isenção do imposto de renda dos resultados derivados de FII apregoada na atual legislação desde que: o FII tenha mais do que 50 investidores, e o investidor seja pessoa física e tenha menos de 10% das quotas do FII.

Desta forma, constata-se que o investimento em FII gera uma renda maior do que a do empreendimentos imobiliários (portfólioR), já que, ancorado no mesmo produto e sujeito aos mesmos riscos, apresenta uma vantagem tributária. Para comparar esta carteira com o portfólioR, os autores consideram que, da renda líquida gerada mensalmente, o investidor saca o equivalente ao valor líquido do aluguel do portfólioR e aplica o saldo na caderneta de poupança, investimento financeiro mais conservador. Desta forma, o investimento em FII, um dos ambientes possíveis para a securitização, é ainda mais atraente aos investidores que têm foco no longo prazo, com a obtenção de uma renda perene.

Fazendo a mesma análise para títulos emitidos no ambiente de uma SPE, ou seja, supondo a criação de uma SPE para a securitização de um EEL que tenha o mesmo desempenho projetado do portfólioR, poder-se-ia chegar a um valor da carteira no final do cicloR inferior à da carteira ancorada em quotas de um FII. Isto porque a SPE permite a criação de títulos protegidos por outros, ou seja, quanto maior for o grau de proteção, gerando menos exposição ao risco, menor será a rentabilidade esperada. Por outro lado, os títulos que oferecem proteção àqueles mais seguros, poderiam compor uma carteira que apresenta um valor superior ao da carteira ancorada em FII.

Em alguns momentos dentro do período em análise, carteiras financeiras como a de ações e a de CDI apresentam valores superiores à carteira imobiliária, enfatizando a diferença entre os riscos de cada aplicação.

À parte da análise de rentabilidade entre as opções de investimento, deve-se considerar a dificuldade de partilhar imóveis fisicamente, sem que se tenha perda de qualidade do investimento pela descentralização da gestão. Ou seja, a comparação feita por Rocha Lima e Takaoka (2006) é válida em termos de rentabilidade, mas deixa de lado a discussão a respeito da atratividade sobre os pequenos investidores que não possuem recursos suficientes para aplicar em um EEL.

Para atrair estes investidores e proporcionar aos mesmos e aos demais um portfólio mais diversificado e, portanto mais protegido dos riscos envolvidos, é que se apresenta a

securitização, aqui representada pelos FIIs, mostrando que é possível aos poupadores acessar investimentos lastreados em empreendimentos de base imobiliária mesmo sem que se tenha a disponibilidade do montante para a compra do mesmo.

## 5 ESTUDO SOBRE O DIRECIONAMENTO DA POUPANÇA BRASILEIRA PARA A SECURITIZAÇÃO DE EELS

Considerando [i] a carência de fontes de recursos disponíveis para o desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, [ii] a atratividade do investimento lastreado em EELS para investidores com foco na geração de uma renda mensal e perene, [iii] a flexibilidade propiciada pela securitização no que diz respeito à partição do investimento e às garantias oferecidas aos investidores e [iv] o histórico do mercado americano de EELS securitizados; faz-se uma projeção do mercado brasileiro de securitização de EELS, tomando como referência o mercado de REITs americanos.

Este estudo<sup>3</sup> tem o intuito de mostrar ao leitor o potencial de alavancagem do mercado de edifícios de escritórios da cidade de São Paulo diante da migração de recursos da poupança brasileira para ambientes da securitização.

Utilizando o mercado americano de EELS securitizados como *benchmark*, arbitra-se 0,32% para a relação entre capitalização da securitização de EELS e o PIB, como meta de longo prazo (10 anos) para o mercado brasileiro.

Outros parâmetros da simulação são a evolução do PIB, arbitrada em 4,5% ao ano em média, baseada nas metas estabelecidas no Plano Plurianual (PPA) do Governo Federal; e o volume de recursos aplicados em EELS securitizados até 2004 no mercado brasileiro de 900 milhões de Reais (levantamento dos fundos imobiliários cadastrados na Comissão de Valores Mobiliários)<sup>4</sup>.

Diante destes dados, estabelece-se duas projeções para a participação dos investimentos em EELS securitizados no PIB: uma de crescimento mais acelerado (embasada em uma curva logarítmica), e outra de crescimento amortecido (embasada em uma curva exponencial), fazendo com que ambas atinjam a meta de participação de 0,32% no PIB ao final de 10 anos. Destas duas curvas é extraída uma curva conservadora baseada no incremento mínimo anual

---

<sup>3</sup> Seguindo a mesma lógica adotada por Rocha Lima em estudo sobre o re-direcionamento da poupança brasileira para o mercado securitizado de empreendimentos de base imobiliária apresentado no concurso de professor titular da Escola Politécnica, em 2005.

<sup>4</sup> Como a grande maioria das securitizações brasileiras de EELS foi feita via FII, considera-se o levantamento citado representativo do mercado securitizado de EELS.

das duas anteriores (curva de crescimento conservador), que aponta a meta de R\$ 4,80 bilhões de dezembro de 2004 para o montante de recursos a ser atingido ao final de 10 anos.

Desta forma, é possível que em 2014 a capitalização brasileira em ambientes de securitização atinja a cifra de 4,80 bilhões de Reais de dezembro de 2004. É importante frisar, no entanto que o comportamento do mercado e a postura mais ou menos agressiva dos agentes que nele operam influirá decisivamente no alcance destas metas. Neste sentido, o tratamento e a divulgação de informações livres de interesses mercadológicos pode proteger o mercado de ações especulativas, fazendo com que os ciclos recessivos em virtude do desequilíbrio entre oferta e demanda sejam cada vez mais curtos e apresentem perdas de rentabilidade cada vez menores. Pode-se afirmar assim que a constituição de um mercado secundário sólido auxiliaria neste processo, intensificando as trocas comerciais e possibilitando maior familiaridade e melhor acuidade na análise de valor dos papéis de securitização, protegendo assim os investidores.

Comparando-se o resultado obtido com a poupança financeira (depósitos de poupança e depósitos a prazo) projetada para a próxima década, tem-se o volume de re-direcionamento da poupança necessário para que o mercado brasileiro de securitização de EELs atinja a capitalização projetada. Para tanto, considera-se a capitalização da poupança financeira de 342,92 bilhões de Reais de dezembro de 2004, e admite-se que os recursos de poupança mantenham ao longo dos anos a mesma relação com o PIB, ou seja, os recursos poupados têm a mesma evolução arbitrada para o PIB. Chega-se assim à relação entre os recursos investidos em EELs na próxima década e a poupança acumulada no mesmo período de 0,73%. Por esta relação ser baixa, pode-se concluir que o aquecimento do mercado de securitização brasileiro, para que o mesmo obtenha a longo prazo a mesma expressão atingida no mercado americano é viável através do re-direcionamento de parte dos recursos da poupança que atualmente estão abrigados nas altas taxas de juros do curto prazo. Esta migração será possível com: [i] a redução da taxas de juros praticadas atualmente, sendo esta a direção para a qual a economia brasileira aponta, e [ii] o desenvolvimento do mercado secundário, possibilitando, assim, o aumento o número de transações e a aferição de valor dos títulos de EELs securitizados.

Vale salientar que a migração de recursos ora aplicados na poupança financeira só é possível para os recursos que sejam realmente conservadores, e não para aqueles que estejam abrigados nas altas taxas de juros do curto prazo. Para os primeiros, os títulos lastreados em EELs são papéis atrativos e alinhados com o objetivo de investimento, como já apresentado anteriormente. Ou seja, existem recursos atualmente aplicados na poupança que não



correspondem ao perfil de investimento admitido como válido para EEL: geração de uma renda mensal perene. Desta forma, mesmo com a redução da taxa de juros, é ingênuo afirmar que grande parte dos recursos será atraída para esta migração.

Além disso, é evidente que haverá resistência do re-direcionamento de recursos aplicados diretamente por pessoas físicas, em virtude da falta de conhecimento do mercado e da falta de informações que orientem esta espécie de investimento. Sendo assim, reconhece-se a necessidade de se disponibilizar e tratar as informações do mercado de EELs de forma a [i] oferecer informações de maior qualidade para o suporte da decisão de empreender, colaborando para a profissionalização do mercado e para a redução dos ciclos recessivos e [ii] oferecer informações para suportar a decisão de se investir em títulos de securitização destes empreendimentos, de forma a subsidiar as decisões de entrada e saída de investidor neste mercado.

Neste contexto, o meio mais rápido de capitalização em torno dos procedimentos de securitização seria atrair para estes títulos os fundos de pensão que têm grande volume de recursos e cultura de investimento em imóveis. A atração destes investidores institucionais seria rápida, desde que o mercado esteja disposto a oferecer títulos minimamente protegidos, evidenciando a preocupação em minimizar as quedas de rentabilidade oriundas de ações especulativas.

Tomando a conjuntura atual para representar a expressão que os fundos de pensão podem ter no mercado de *real estate*, temos que se o mesmos utilizassem todo o limite de 8% do volume atual de sua carteira para investimentos em EELs, ter-se-ia um re-direcionamento de aproximadamente 10 bilhões de Reais, valor muito acima daqueles projetados no estudo acima apresentado, o que reforça a expressão e a importância da poupança conservadora para o desenvolvimento do mercado de *real estate*.

Utilizando parâmetros médios de EELs de alto padrão para expressar o significado do re-direcionamento de recursos projetado acima, ter-se-ia mais de uma centena de novos empreendimentos na cidade de São Paulo suportados por estes recursos.

## **6 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

A concentração de recursos necessários para a implantação de EELs e o *payback* de horizonte largo característico destes empreendimentos geram dificuldade na construção da equação de fundos para estes empreendimentos, especialmente em países, como o Brasil, onde não há linhas de crédito voltadas para este setor da economia. Neste contexto, a solução encontrada

pelo setor é o partilhamento físico do empreendimento, provocando uma gestão descentralizada que dificulta a manutenção da inserção de mercado do produto ao longo do seu ciclo de vida. Sendo assim, a securitização surge como opção de partilhamento que elimina a questão da descentralização gerencial.

Além disso, a securitização é um vetor de impulsão para o mercado de EELs pela flexibilidade que oferece para a entrada de novos investidores no mercado, dando liquidez ao investimento em imóveis e possibilitando a pulverização da captação de recursos.

Para que a cultura da aplicação de recursos em papéis da securitização de EELs seja sedimentada é necessário que esse procedimento tenha sua expansão em ciclos do mercado de EELs favoráveis ao investimento, uma vez que, em mercados de securitização incipientes, como é o caso do brasileiro, é necessário comprovar a segurança e a rentabilidade do investimento para que se transponha os obstáculos do desconhecimento e do receio injustificado por parte dos investidores. Desta forma, identificou-se como períodos propícios ao desenvolvimento da securitização aqueles caracterizados pela transição do quadrante de recuperação para o de expansão e o próprio quadrante de expansão.

Em conjunturas onde a necessidade de crescimento é evidente, como ocorre na atual conjuntura econômica brasileira, é plausível considerar um crescimento econômico que impacte na necessidade por novos EELs e, portanto, no aumento da demanda por recursos que sustentem esse desenvolvimento, que, para o mercado de EELs, são aqueles com foco na poupança de longo prazo. Este crescimento econômico deve acontecer pautado na estabilidade da política econômica e na redução das altas taxas de juros praticadas em prol do controle inflacionário que sufocam o setor produtivo da economia, inibindo investimentos.

Contrariando o pensamento difundido no mercado de que, em cenários onde as altas taxas de juros estão presentes, o investimento ancorado em EELs não é uma opção com rentabilidade competitiva, mostrou-se o inverso, colocando ainda que instrumentos de securitização podem alavancar ainda mais a rentabilidade. No entanto, deve-se ponderar que, apesar das altas taxas de juros serem obstáculos reais para a captação de recursos com foco no desenvolvimento de EELs, seu efeito maior se dá frente aos setores produtivos da economia, que, em momentos recessivos, reduzem sua atuação e conseqüentemente a demanda por EELs, reduzindo as taxas de ocupação e provocando quebras de desempenho e rentabilidade dos investimentos ancorados nestes produtos.

Nota-se ainda que é possível utilizar o re-direcionamento de recursos alocados na poupança financeira para vetores de securitização, suportando em grande parte o desenvolvimento do

mercado de EELs. Neste sentido, os fundos de pensão, mesmo com as restrições feitas à sua carteira no que tange às aplicações de recursos, desempenharão papel fundamental para que a securitização seja um procedimento consagrado e culturalmente aceito no mercado brasileiro. É importante frisar, entretanto, que não basta encontrar novas formas de aglutinação de capitais para o desenvolvimento de EELs, é necessário que haja a disponibilidade de insumos e mão-de-obra capazes de atender o desenvolvimento deste mercado. Portanto, o crescimento não pode ser expressivo em apenas alguns setores econômicos, e não se pode visualizá-lo apenas como gerador de demanda de novos espaços de escritório. É necessário que o crescimento se dê de forma sustentável, evitando assim ações especulativas nos mais diversos setores que, de uma forma ou de outra, sempre terão impactos maléficos para o desenvolvimento do país. Neste sentido, cabe ao governo o papel de regular o desenvolvimento econômico através de incentivos e regulamentações que propiciem um crescimento sustentável para o Brasil.

## 7 LISTA DE REFERÊNCIAS

BRASIL. Ministério da Previdência Social - Secretaria de Previdência Complementar. **Informe Estatístico – julho/ 2005**. Apresenta dados estatísticos relativos às entidades fechadas de previdência complementar. Disponível em: <<http://www.previdencia.gov.br>> Acesso em: 05 de abril de 2006.

NÚCLEO DE REAL ESTATE. **Estudo setorial sobre edifícios comerciais preparado para um fundo de previdência privada**. São Paulo, 2002. Escola Politécnica da USP.

ROCHA LIMA JR., J. **Investimento em empreendimentos de base imobiliária: significado da renda garantida**. São Paulo, 2006. 6 p. (Carta do NRE da Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil, março-abril 2006).

—. **Novos produtos financeiros e o mercado imobiliário. Investimentos via títulos de securitização**. São Paulo, 1999a. 24p. Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil.

ROCHA LIMA, J.; ALENCAR, C. T. **O Mercado de Edifícios de Escritórios para Locação em São Paulo: Ciclos para Absorção do Estoque e Retomada da Atratividade do Investimento**. Estudos Econômicos da Construção. Fundação Getúlio Vargas, v.6, n.1 (9), p.1-25. São Paulo, 2004.

ROCHA LIMA, J.; TAKAOKA M. V. **Investimentos para formação de carteira de poupança para complemento de renda mensal no Brasil. Comparação entre diferentes instrumentos disponíveis no mercado**. São Paulo, 2006. No prelo.

WHEATON, W.C. **The Cyclic Behaviour of The National Office Market**. Journal of American Real Estate and Urban Economics Association, v. 15, n. 4, p. 281-299, 1987.