Investimentos Imobiliários com Foco Especulativo Voltados a Pessoas Físicas - Uma Análise Comparativa da Qualidade do Investimento

Denis Espinosa Cezar[1], Rogério Fonseca Santovito[2], Fernando Bontorim Amato[3]

[1] Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, Alameda Grajaú, 482, apto 41, Alphaville – Barueri -SP, Brasil e denis.espinosa.cezar@hotmail.com
[2] Escola Politécnica da Universidade de São Paulo e rogério.santovito@gmail.com
[3] Escola Politécnica da Universidade de São Paulo e fbamato@hotmail.com

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo principal entender o conceito de investimentos imobiliários com foco especulativo, analisar os riscos e os fatores urbanos incidentes neste tipo de operações, bem como identificar e comparar a qualidade do investimento de algumas alternativas existentes no mercado, voltadas a pequenos e médios investidores pessoas físicas. Para tanto, foram estudadas alternativas de investimentos em ativos reais, ou seja, investimentos realizados mediante a aquisição direta de imóveis, limitados à capacidade de recursos disponíveis por parte dos investidores pessoas físicas, definidas neste trabalho em até R$ 500.000,00 (quinhentos mil reais). Dessa forma, este estudo não tem por pretensão analisar alternativas de investimentos imobiliários indiretos, tais como ações, debêntures ou quotas de fundos de investimentos imobiliários (FII), bem como investimentos de base imobiliária, como shopping centers e escritórios corporativos, os quais em geral são voltados a investidores profissionais com maior disponibilidade de recursos, e que têm como objetivo a obtenção de renda de médio e longo prazo.

A partir da identificação de algumas alternativas de investimentos imobiliários existentes na região em estudo, precedidos por uma análise de fatores preponderantes, tais como zoneamento, operação urbana incidente, custos de aquisição/ venda e tributação dos investimentos imobiliários, foram estimadas as rentabilidades possíveis de serem auferidas pelos investidores pessoas físicas, analisados os impactos dos fatores de risco incidentes, bem como os prazos de liquidação dos ativos: (i) em curto prazo (após 2 anos da aquisição) ou (ii) em médio prazo (após 4 anos da aquisição). Ao final do trabalho, realizou-se também uma análise comparativa dos fatores positivos e negativos de cada alternativa de investimento selecionada para o estudo de caso, a qual tem por intuito servir como referência metodológica de análise para a decisão futura de novos investimentos por investidores pessoas físicas.

Palavras-chave: investimento imobiliário, pessoa física, especulação imobiliária, fatores de riscos, valorização imobiliária

Real Estate Investment with Speculative Focus Aimed at Individual Investors – A Comparative Analysis of the Investment Quality

ABSTRACT

The main objective of the current work is understand the real estate investment concept with speculative focus, analyzing risks and urban factors incidents in this kind of operation as well as identify and compare the investment quality of some existing alternatives in the market aimed at small and medium individual investors. For that, investment alternatives in real assets have been studied, investments made by direct real estate acquisition, limited to reduced resources from individual investors in R$ 500.000,00 (Five hundred thousand reais). Thus the current study has no pretension to analyze indirect real estate investment alternatives such as shares, debentures or shares of real estate investment funds as well as property-based investment such as shopping malls and corporative offices, which in general are aimed to professional investors with greater availability of resources and whose main objective is obtain medium and long term income.

From the identification of some alternatives of the existing real estate investments in the study submarket, proceeded by a discussion of other important factors such as: zoning, urban operation incidental, acquisition/divestment costs and taxation of real estate investments were estimated the possible incomes to be measured by the individual investors, analyzed the impact factors of the incidental risks, as well as timing of liquidation of the assets: (i) short term: (after 2 years of the acquisition) or (ii) medium term: (after 4 years of the acquisition). The end of the work helds a comparative analysis of positive and negative factors of each investment alternative selected by the case study, which meant to serve as a methodological reference of the analysis for future decision of a new investment by individual investors.

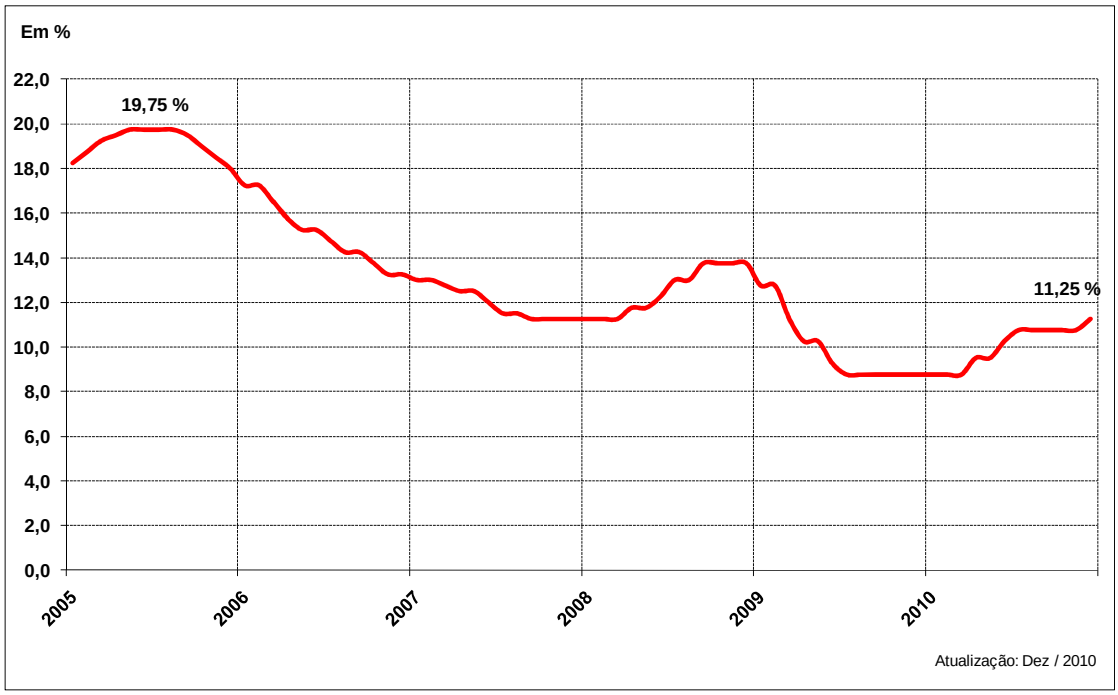
Keywords: real estate investment, individual investor, real estate speculation, risk factors, real estate appreciation

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contexto Macro-Econômico

O mercado imobiliário brasileiro, de modo geral, vem apresentando nos últimos cinco anos um forte crescimento de liquidez, de preços e da capacidade de realização de investimentos por parte dos investidores pessoas físicas, ocasionados por fatores como o aumento da renda média da população, a maior disponibilidade de crédito imobiliário e a redução da taxa básica de juros nacional. Esta última, usualmente conhecida como Taxa Selic [1], apresentou uma redução significativa entre os anos de 2005 e 2010, passando de 19,75% ao ano para 11,25% (dezembro 2010), fato este que ocasionou uma redução da rentabilidade dos investidores com foco especulativo em operações de baixo risco (renda fixa), induzindo-os a buscar novas alternativas de investimentos mais rentáveis e com maiores riscos.

Gráfico 1 – Histórico da taxa básica de juros – Taxa Selic



Fonte: Bacen

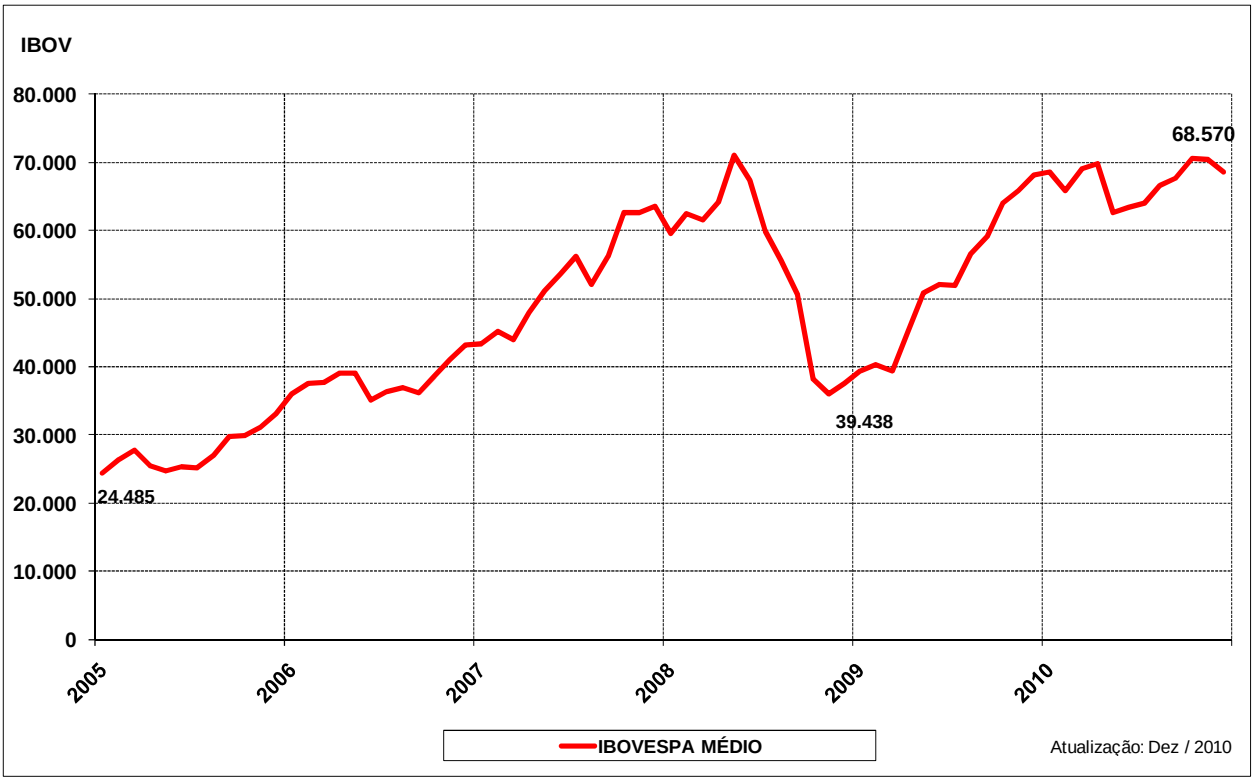
Como conseqüência, ao longo deste período citado (2005 a 2010), houve uma forte migração de recursos especulativos em investimentos de renda fixa, para investimentos de renda variável, tal como o mercado de capitais, o qual apresentou grandes volatilidades e conseqüentemente perdas significativas aos seus investidores. O gráfico do Índice Bovespa (Ibovespa), importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro[2], demonstra a grande desvalorização sofrida pelas ações em dado momento do período mencionado.

---

[1] Taxa Selic: obtida pelo Banco Central do Brasil mediante o cálculo da taxa média ponderada e ajustada das operações de financiamento por um dia (taxa originada de taxas de juros efetivamente observadas no mercado), serve como referência de mercado para a remuneração de aplicações financeiras de renda fixa, tais como títulos públicos do governo, cadernetas de poupança e fundos de investimentos.

[2] Índice Bovespa (IBOVESPA): As ações integrantes da carteira teórica do Índice Bovespa respondem por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro verificados no mercado à vista (lote-padrão) da BM&FBOVESPA.

Gráfico 2 – Histórico do Índice Bovespa (2005 a 2010)



Fonte: BM&F Bovespa

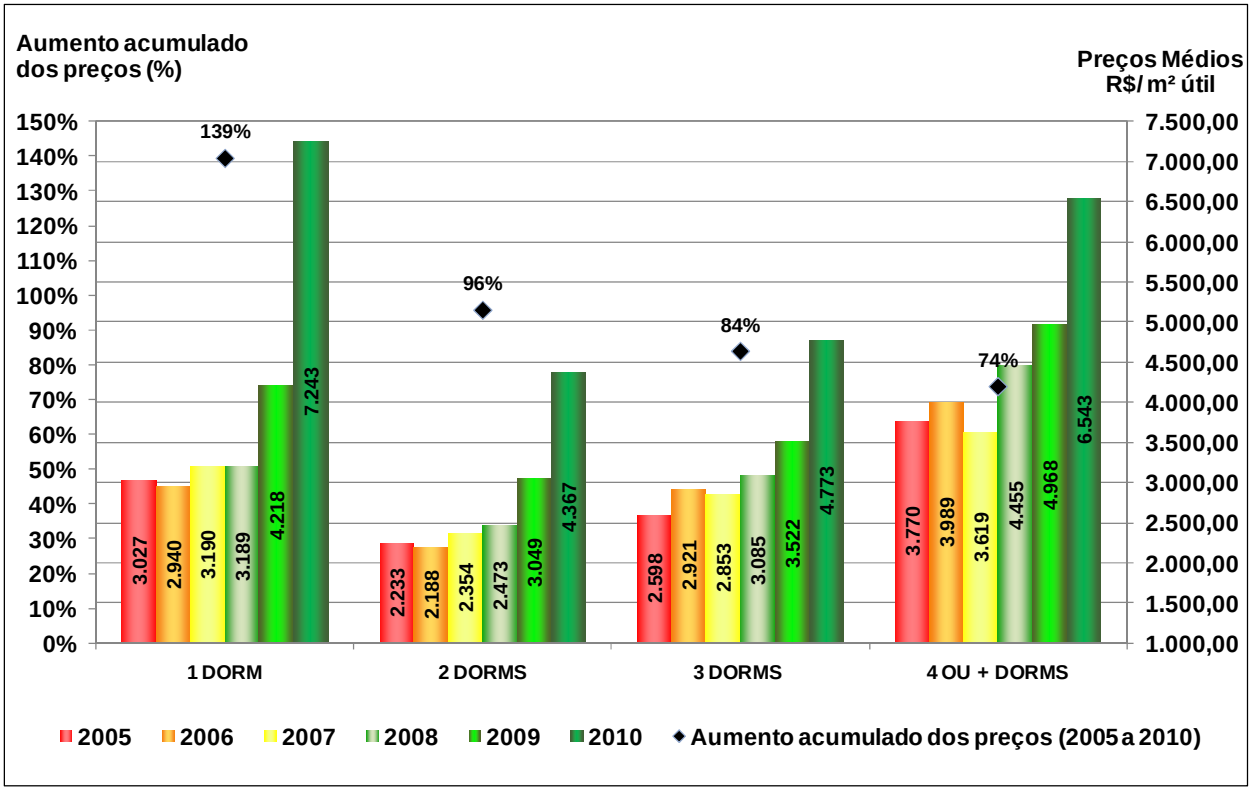
A instabilidade na bolsa de valores, impactada pela crise financeira mundial[3], provocou uma reavaliação por parte dos investidores de seus investimentos especulativos em renda variável, ao mesmo tempo em que passaram a enxergar no mercado imobiliário uma alternativa de investimentos com possibilidades de ganhos expressivos a curto/ médio prazo, com "menores riscos" e "menores flutuações de preços" envolvidos.

Os preços médios de lançamentos[4] de imóveis residenciais no município de São Paulo consistem em um dos indicativos de mercado que expressa o aumento geral dos preços dos ativos imobiliários, observados nos últimos anos no país, fato este que impulsionou muitos investidores pessoas físicas a adquirem imóveis com o intuito de auferir ganhos financeiros em um curto/ médio prazo, acreditando na rápida valorização dos preços.

Gráfico 3 – Preços Médios de Lançamento por Número de Dormitórios em Imóveis Residenciais no Município de São Paulo (2005 a 2010)

[3] A crise financeira mundial teve seu estopim em setembro de 2008 com a declaração de concordata do banco de investimentos Lehman Brothers nos Estados Unidos.

[4] O aumento dos preços médios de lançamento dos imóveis residenciais na cidade de São Paulo, ainda que não represente um histórico de valorização real de todo o mercado imobiliário nacional, exemplifica a valorização de preços observada nos últimos anos.



Fonte: Embraesp

1.2. Objetivos

Tendo em vista o forte interesse atual de pessoas físicas em adquirir imóveis como alternativas de investimentos, e ainda, adotando como premissa que estes investidores "não profissionais", de modo geral, têm acesso a uma quantidade reduzida de informações de mercado, bem como uma consciência limitada da necessidade de planejamento econômico-financeiro para a realização de investimentos imobiliários, o presente trabalho tem como objetivo estudar o conceito da especulação imobiliária, entendendo suas origens, as alternativas de investimentos existentes, os custos e tributos incidentes, os aspectos urbanos que apresentam influência na valorização imobiliária e os riscos envolvidos nestas operações. A análise conjunta de todos estes fatores, bem como de seus impactos na qualidade do investimento, permitirá aos investidores pessoas físicas uma leitura mais clara das operações imobiliárias com foco especulativo e dessa forma, servir como embasamento para a realização de futuros investimentos.

Vale destacar que o presente trabalho não terá como foco a análise de alternativas indiretas de investimentos imobiliários ou operações lastreadas em imóveis, tais como ações, debêntures de incorporadoras, fundos imobiliários, certificados de recebíveis imobiliários ou quotas de fundos de investimentos imobiliários (FII), mas sim a análise de ativos imobiliários reais como meio de especulação e conseqüentemente aumento de capital em curto e médio prazo. Também não serão estudados investimentos de base imobiliária, tais como shopping centers e escritórios corporativos, mas sim investimentos imobiliários voltados às pessoas físicas, que apresentem liquidez e que permitam um ganho de capital ocasionado pela valorização estimada do ativo em um curto/ médio prazo.

1.3. Estrutura e Metodologia do Trabalho

O presente estudo inicia-se pelo entendimento dos parâmetros de análise do planejamento econômico-financeiro em operações imobiliárias, por meio do qual é possível realizar uma análise da qualidade do investimento e do impacto ocasionado por eventuais flutuações de premissas e de fatores de riscos incidentes. Seqüencialmente, foram identificadas as diversas alternativas de investimentos especulativos imobiliários existentes, bem como os "stakeholders" e os diversos riscos, custos e tributos associados a este tipo de operações. Foram também analisados os aspectos urbanos relativos às localidades, bem como aspectos referentes aos imóveis especificamente, os quais possam apresentar interferências na valorização dos ativos imobiliários.

Vale também destacar que, em geral, os investidores pessoas físicas apresentam uma limitação de recursos destinados à realização de investimentos, e dessa forma, optou-se no presente trabalho em analisar alternativas de investimentos imobiliários, cujo valor máximo de aquisição fosse inferior a R$ 500.000,00 (quinhentos mil reais)[5].

As premissas e dados utilizados neste trabalho foram captados por meio de pesquisas feitas junto às empresas de consultoria imobiliária, bem como às empresas incorporadoras que desenvolvem novos produtos, entre outras informações necessárias para a realização do trabalho.

2. PLANEJAMENTO DE INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

2.1. Conceituação dos Empreendimentos do Real Estate

Os empreendimentos do real estate são comumente diferenciados pelas tipologias de usos para o qual se destinam, tal como imóveis residenciais, escritórios, shoppings, hotéis, no entanto, podem ser classificados pela destinação final para o qual são produzidos, ou melhor, pelo meio de produção de receitas (retornos) aos seus respectivos desenvolvedores/ investidores. De acordo com ROCHA LIMA; MONETTI; ALENCAR [2011]:

> Os empreendimentos do real estate podem ser classificados em imobiliários ou de base imobiliária. Nos empreendimentos imobiliários, o foco do empreendedor é produzir para vender, sendo o exemplo mais corrente o dos conjuntos residenciais – no Brasil, edifícios de apartamentos. Nos empreendimentos de base imobiliária [...] os empreendedores implantam ou compram um edifício para explorar, objetivando auferir renda desse investimento.

Tratando-se primeiramente dos empreendimentos de base imobiliária (EBIs), estes têm seu retorno atrelado à margem operacional bruta, ou seja, atrelados diretamente às receitas de

[5] Valores Nominais, cuja data-base refere-se à Dezembro de 2010.

locação dos imóveis, e sendo assim, consistem em investimentos de médio/ longo prazo, os quais de acordo com a definição de ROCHA LIMA [1994] são:

> "[...] os que têm a renda dos investimentos na sua implantação associada ao desempenho da operação que se verificará com base no imóvel, seja meramente a sua locação por valor fixado, seja pela exploração de uma determinada atividade, da qual se deriva a renda, como no caso dos shoppings centers e dos hotéis".

Os EBIs consistem em alternativas que, em geral, requerem expressivos volumes de investimentos, tais como shopping centers, edifícios de escritórios corporativos, condomínios de galpões logísticos e sendo assim, não condizem com o perfil de investidores de pequeno e médio porte, interessados na aquisição direta de imóveis, mas sim com o de investidores pessoas jurídicas, investidores profissionais do mercado imobiliário ou até mesmo grandes investidores pessoas físicas.

Já os empreendimentos imobiliários são produzidos por incorporadoras/ construtoras e destinados à venda de unidades autônomas, a partir da fase de lançamento do empreendimento (fase anterior ao início de obras), e dessa forma, têm seu retorno atrelado às receitas de venda/ revenda dos ativos. Estes empreendimentos segundo ROCHA LIMA [1993] podem ser "habitações, escritórios[6], lojas, lotes, imóveis para uso industrial", e por se constituírem em alternativas de investimentos que exigem, em geral, volumes de recursos menos expressivos e ciclos de investimento-retorno com menores prazos, apresentam-se como alternativas mais similares aos objetivos de um investidor imobiliário pessoa física com foco especulativo, tema de estudo do presente trabalho.

2.2. A Rotina de Planejamento e os Indicadores de Qualidade do Investimento

O ato de se realizar um planejamento econômico e financeiro prévio em um dado investimento, também conhecido como análise da qualidade do investimento, deveria ser uma pratica usual de mercado entre todos os níveis de investidores, nos mais diversos ramos de atividades. Investimentos realizados por grandes empresas, por investidores profissionais pessoas jurídicas e até mesmo por grandes e médios investidores pessoas físicas, em geral, são embasados por uma análise previa criteriosa do investimento e do mercado do ramo de atividade específico.

No mercado imobiliário, grandes incorporadoras e grandes investidores utilizam-se de parâmetros previamente definidos, os quais servem como ferramentas para a validação de um possível investimento. No entanto, neste mesmo mercado, muitas empresas e investidores pessoas físicas de pequeno e médio porte, nem sempre utilizam os critérios adequados de análises de investimento, e ainda, não raramente existem compradores que adquirem imóveis como investimentos pessoais, os quais são encarados como uma alternativa com riscos desprezíveis ou até mesmo inexistentes, bem como uma alternativa na qual não se corre o risco da "perda do capital inicial investido".

---

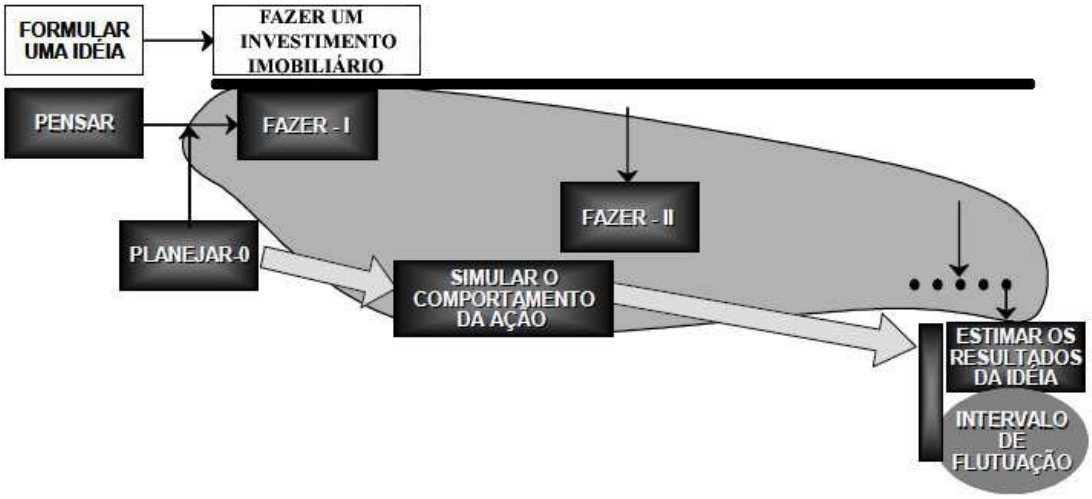
[6] Entende-se aqui como escritórios destinados à venda, salas comerciais com metragens pequenas, cuja estrutura de lançamento, comercialização e de investidores, se assemelha aos parâmetros residenciais, diferentemente dos escritórios corporativos, caracterizados por grandes lajes e destinados à retenção como renda (locação).

De fato, estes falsos paradigmas não são coerentes e a realização de qualquer investimento imobiliário, seja por um investidor profissional, tal como um fundo de pensão, ou por uma pessoa física de pequena capacidade de investimento, deve ser precedida por uma análise da qualidade de investimento, visto que o mercado imobiliário apresenta diversas peculiaridades associadas a riscos. Entre estes riscos estão a liquidez não imediata dos ativos, os diversos e altos custos indiretos das operações, os impostos incidentes nas transações, a oferta e a demanda do mercado, a macro-economia, fatores estes que tornam imprescindíveis um planejamento financeiro e econômico prévio, por parte dos investidores, visando estimar as possíveis rentabilidades e ganhos futuros. Conforme ROCHA LIMA; MONETTI; ALENCAR [2011]:

> Os investimentos têm riscos, porque as decisões de fazer são tomadas usando-se padrões de comportamento e desempenho esperados que podem ou não se concretizar, na medida em que o empreendedor não é capaz de deter totalmente o controle do comportamento das variáveis estruturais e sistêmicas (do ambiente de mercado e da economia) que interferem na operação.

Tanto do ponto de vista de um empreendedor, descrito pelos autores, como do ponto de vista de um investidor, os investimentos imobiliários apresentam riscos visto que as variáveis envolvidas muitas vezes fogem de seus controles. Dessa forma, mediante a realização de simulações dos diferentes cenários possíveis de investimento e retorno e da identificação e flutuação dos principais parâmetros que apresentam riscos em um determinado investimento, torna-se possível estimar a rentabilidade futura de um investimento imobiliário, bem como suas possíveis variações, conforme ilustrado na figura a seguir.

Figura 1 – A Rotina Inicial de Planejamento



Fonte: do Autor, alterado de ROCHA LIMA JR. (2004)

O planejamento financeiro de um investidor, mais especificamente de um investidor imobiliário pessoa física, o auxilia na simulação de possíveis alterações de valores nos investimentos inicialmente previstos, ocasionados, por exemplo, pela variação de índices inflacionários incidentes nas parcelas do preço de aquisição de imóveis. Ou ainda, permitem a este investidor estimar o chamado Investimento Pronto (IP 0), que consiste no volume de recursos disponíveis

necessários no momento de aquisição do imóvel, com os quais será possível honrar os compromissos financeiros futuros assumidos, tendo em vista que estes recursos serão temporariamente rentabilizados em uma aplicação financeira de baixo risco, até o momento da aplicação efetiva destes recursos na aquisição do ativo imobiliário.

Por sua vez, o planejamento econômico diz respeito a alguns parâmetros relativos ao próprio ativo imobiliário, ou seja, à sua capacidade de gerar retorno em um determinado período de tempo e com um certo volume de investimentos previamente estimados, tal como descrito por ROCHA LIMA [1990]:

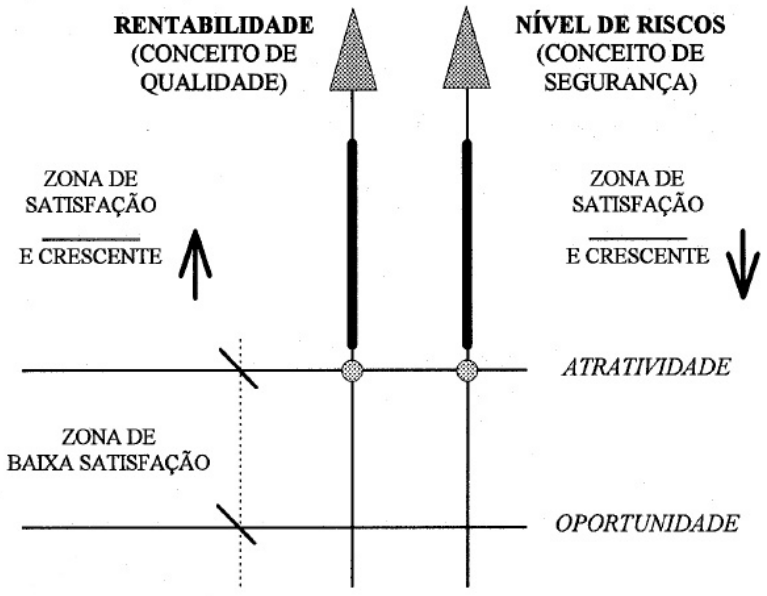
> Para estabelecer a medida de qualidade capaz de orientar a decisão de fazer um determinado empreendimento/ investimento, dois indicadores são os que apresentam como os mais próprios para orientar a tomada de decisão:
>
> - o prazo para recuperação dos investimentos, que, a uma determinada taxa de recuperação previamente caracterizada como desejada pelo empreendedor, se define como o período em que o empreendimento desmobiliza os investimentos que exigiu para se desenvolver; e
>
> - a taxa de retorno alcançada sobre os investimentos, que mede a capacidade que o empreendimento tem em alavancar o poder de compra dos investimentos que exige para manter seu giro.

O texto anterior de ROCHA LIMA [1990] é direcionado originalmente para a análise de desenvolvimento de empreendimentos imobiliários ou de base imobiliária, no entanto, pode ser aplicado para os investimentos realizados por pessoas físicas (foco deste trabalho). O primeiro indicador de qualidade destes investimentos, anteriormente citado, diz respeito ao “Pay-Back Alavancado”, que na devolução ou reposição dos recursos aplicados na aquisição de um dado imóvel, corrigidos pela Taxa de Atratividade (TAT) ou pelo seu Custo de Oportunidade (COP), mede o momento em que o fluxo de caixa acumulado do investidor deixa de ser negativo e passa a ficar positivo, momento este em que o investidor passa a ter retornos efetivos do investimento previamente realizado.

A referida Taxa de Atratividade (TAT), possível de ser utilizada para o cálculo do pay-back alavancado, consiste na taxa de retorno mínima exigida pelo investidor ou ainda a taxa arbitrada pelo próprio investidor, em função dos riscos assumidos em um dado investimento, servindo como balisador para a decisão de se fazer ou não um investimento imobiliário.

Já o Custo de Oportunidade (COP) consiste conceitualmente em uma alternativa de investimento de baixo risco, disponível ao investidor, a qual serve como parâmetro para a calibragem da taxa de atratividade, ou seja, a taxa de atratividade em um investimento imobiliário deve se apresentar superior ao custo de oportunidade deste investidor, a tal ponto que justifique a opção/ decisão deste investidor por um investimento com maiores riscos envolvidos.

Figura 2 – Formação da Taxa de Atratividade do Investidor



Fonte: ROCHA LIMA JR. (1995)

Já o segundo indicador citado por ROCHA LIMA [1990], consiste na taxa de retorno dos investimentos, a qual de modo geral deve se apresentar superior à Taxa de Atratividade (TAT) definida, e é calculada sobre o fluxo de investimento/ retorno estimado no modelo inicial de planejamento, podendo ser mensurada por dois conceitos:

- Taxa Interna de Retorno (TIR);
- Taxa de Retorno Restrita (TRR)

Segundo ROCHA LIMA [1990] a "taxa interna de retorno reflete uma postura de aceitar mais riscos", à medida que considera um único retorno para todos os recursos já aplicados ou a serem aplicados ao longo do ciclo de investimento em um ativo imobiliário. Já o conceito de Taxa de Retorno Restrita (TRR) "é a taxa de retorno com conceito de menor risco", visto que considera o provisionamento inicial de todo o volume de investimentos necessários ao longo do ciclo de investimento (IP 0), os quais serão rentabilizados em uma aplicação de risco baixo e de alta liquidez, até que estes recursos sejam efetivamente investidos em uma operação imobiliária, e a partir de então, serem rentabilizados à taxa proveniente do próprio ativo imobiliário. Ou seja, no caso de um investidor imobiliário adquirir um ativo com pagamento do preço parcelado, por exemplo, no conceito de Taxa Interna de Retorno, todos os recursos imobilizados em uma aplicação financeira para aquisição deste ativo, terão a mesma rentabilidade dos recursos já investidos neste ativo, o que não ocorre na prática. Já o conceito de Taxa de Retorno Restrita considera uma remuneração dos recursos provisionados a uma taxa de mercado de baixo risco, tal como o Custo de Oportunidade (COP) deste investidor e à medida que os recursos vão sendo aplicados no pagamento do preço do ativo, vão sendo remunerados à taxa de retorno do negócio imobiliário específico.

Sendo assim, a rentabilidade buscada pelo investidor pessoa física deve estar idealmente acima de sua taxa de atratividade e necessariamente acima de seu custo de oportunidade, justificando assim a tomada de riscos envolvidos em uma operação imobiliária, comparativamente a outros tipos de investimentos com menores riscos. E ainda, a estimativa da taxa de retorno futuro de um

investimento imobiliário deve ser mensurada pelo conceito de Taxa de Retorno Restrita (TRR), conforme equação expressa a seguir.

Figura 3 – Equação da Taxa de Retorno Restrita (TRR)

$$\sum_{0}^{q} \frac{I_k}{(1+cop)^k} = \sum_{q+1}^{n} \frac{R_k}{(1+trr)^k}$$

Fonte: ROCHA LIMA JR. (1993)

Sob a ótica do investidor imobiliário, vale ainda analisar a possível flutuação da TRR estimada, mediante a alteração simultânea (flutuação cruzada) das principais premissas do fluxo de caixa e dos fatores de riscos associados às operações de compra e venda de imóveis, visto que de acordo com ROCHA LIMA; MONETTI; ALENCAR [2011]:

> Riscos são descritos, não medidos. Se fosse possível medir riscos para, por exemplo, dizer que um "indicador de risco" está em 100, mas que em nenhuma circunstância poderá ser menor que 90, seria possível afirmar que o patamar de 90 representa uma certeza e, conseqüentemente, uma configuração isenta de riscos. [...] Entretanto, fazer a imagem de riscos somente de uma forma descritiva não monitora o decisor com informações que facilitem a decisão. Ao contrário, a mera enunciação dos riscos de desvios de comportamento e desempenho, sem uma indicação de sua repercussão na qualidade do investimento, pode deixar o decisor sem condições até de reconhecer meios de gerenciamento ou proteção para mitigar o efeito dos riscos de maior impacto. É necessário, portanto, tomar medidas que, na linguagem dos negócios, se denominam medidas de riscos, mas que, na realidade, se tratam de medidas do impacto de desvios de comportamento e desempenho sobre os indicadores da qualidade. Acaba-se por dizer, de forma quase imprópria, que a medida dos riscos é a medida da intensidade de desvio dos indicadores da qualidade, avaliando o comportamento do empreendimento segundo cenários estressados.

E ainda, tendo em vista que a rentabilidade exigida em um investimento está diretamente atrelada aos níveis de exposição a riscos aos quais os investidores estão submetidos, e baseando-se no conceito de que os investimentos imobiliários com foco especulativo, em geral, apresentam riscos inferiores a uma incorporação imobiliária convencional (conforme detalhado no capítulo seguinte), é de se esperar uma taxa de retorno restrita (TRR) inferior àquelas praticadas em incorporações. Conforme ROCHA LIMA; MONETTI; ALENCAR [2011]:

> Terreno estocado não tende a valorizar na mesma taxa de retorno encontrada nos empreendimentos. A tendência é valorizar a uma taxa muito inferior, tendo em vista os binômios [risco x rentabilidade] que se forma no mercado. O estoque de terreno é um empreendimento em si mesmo, de risco baixo comparado ao risco de empreender em real estate para vender um produto. [...] Estocar

> terreno é postura especulativa, não é empreender. Terrenos tendem a valorizar em patamares, e não a ter crescimento contínuo de preços no mercado. Podem ocorrer circunstâncias nas quais o valor do terreno cresce justamente no período de estocagem do empreendedor, ocorrendo sucesso na especulação. Entretanto, a tendência é que se verifique um crescimento de valor que, traduzido para uma taxa de retorno virtual no ciclo de estocagem, atinja um patamar fora do intervalo de atratividade do empreendedor. Muitas vezes essas situações ficam mascaradas, porque largos períodos de retenção geram [resultado/investimento] alto, transparecendo sucesso, mas que, se traduzido para a taxa de retorno, ajusta a realidade da valorização abaixo das taxas de atratividade de empreender em real estate.

Nota-se na citação anterior que o possível ganho de capital auferido pela simples valorização dos imóveis, no caso um terreno, tende a ser menor que a taxa de retorno em um empreendimento de real estate, fato este explicado pela existência de um risco inferior em investimentos especulativos, comparativamente a investimentos em produção ou em incorporação/ construção.

Dessa forma, a rotina de planejamento financeiro e econômico deve se constituir em uma ferramenta essencial de análise prévia de um investimento imobiliário, através da qual os investidores de pequeno e médio porte pessoas físicas, poderão estimar os possíveis ganhos e riscos existentes ao longo do ciclo de investimento e desinvestimento em operações imobiliárias especulativas.

3. INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS ESPECULATIVOS

3.1. Os “Stakeholders” da Cadeia de Investimentos Imobiliários

O mercado imobiliário apresenta uma grande variedade de investidores, cujos perfis de investimento, taxas de retorno exigidas, prazos estimados de investimentos/ desinvestimentos, estratégias de ganhos imobiliários e riscos assumidos, podem ser totalmente distintos, ainda que apresentem o objetivo comum de ganho de capital ou simplesmente de realizar investimentos em busca de retornos futuros. Sendo assim, se faz necessário caracterizar os principais “stakeholders[7]” da cadeia de investimentos imobiliários, identificando suas principais atividades no mercado e apontando os níveis de exposição a riscos aos quais estão suscetíveis.

Primeiramente, destaca-se a figura do incorporador imobiliário, empresa responsável pela formatação do empreendimento, participando desde a fase de aquisição do terreno, contratação de estudos de mercado e validação do produto a ser desenvolvido, bem como da contratação de projetistas, da construtora, da empresa de marketing e da empresa responsável pela comercialização do empreendimento. Em linhas gerais a incorporadora aposta (especula) na venda futura dos imóveis produzidos, ganhando no “spread” existente entre o custo de

[7] “Stakeholders”: consistem em todos os agentes envolvidos, e conseqüentemente com interesses diretos ou indiretos, em um determinado mercado ou em um negócio específico qualquer, seja ele uma pessoa física, jurídica ou até mesmo um órgão institucional. No caso do mercado imobiliário existe uma série de agentes atuantes, tais como prestadores de serviços (construtoras, arquitetos, engenheiros, decoradores, calculistas, consultores especializados), os quais não foram apontados no presente trabalho, por não se constituírem em agentes investidores.

construção e formatação do produto e o preço final de venda do imóvel estimado. E ainda, apesar de possuir certo nível de ingerência sobre a formatação e a produção do imóvel, corre diversos riscos atrelados à aquisição de terrenos, à formatação do produto correto, à aprovação do empreendimento junto aos órgãos públicos competentes, à construção e entrega de obras em condições e prazos acordados, à demanda de venda do produto (existência de compradores).

Os investidores imobiliários empreendedores caracterizados por fundos de investimentos, "property companies[8]", fundos de pensão, bancos de investimentos e até mesmo investidores pessoa física, são os responsáveis pela estruturação do "funding" para implantação dos empreendimentos, junto às incorporadoras, ou seja, aportam recursos no desenvolvimento de empreendimentos ou até mesmo diretamente nas incorporadoras. Dependendo do nível de envolvimento e no estágio em que aportam recursos, estes investidores podem correr os mesmos riscos incidentes nas incorporadoras, tais como a aprovação do empreendimento, a construção e entrega de obras, a existência de demanda de locação e de venda do produto e ao grande volume de investimentos concentrados em um mesmo empreendimento. E ainda, podem ou não apresentar certa ingerência dos produtos imobiliários desenvolvidos e têm sua remuneração atrelada também ao valor agregado no produto, entre a fase de construção e a fase de exploração ou de venda do ativo, ou seja, investem também na valorização imobiliária estimada entre o ciclo de investimento e desinvestimento.

Já os investidores imobiliários com foco puramente especulativo ("investidores passivos"), tais como grandes investidores imobiliários profissionais (pessoa jurídica) ou até pequenos e médios investidores pessoa física, adquirem imóveis ou fração ideais deles, não para uso próprio ou para renda, mas como investimento de curto a médio prazo. Estes investidores, em geral, investem na fase de lançamento das unidades destinadas à venda pela incorporadora, em imóveis em construção, em terrenos suscetíveis à forte valorização ou ainda em imóveis prontos, expondo-se desta forma a uma menor quantidade de riscos. Em contrapartida, seus respectivos retornos sobre os investimentos apresentam patamares inferiores comparativamente ao estimado pelas incorporadoras e investidores empreendedores, ainda que ambos apresentem o mesmo intuito final de ganho de capital ocasionado pela valorização do ativo ao longo do tempo.

Nota-se que a figura do investidor empreendedor e a do investidor com foco puramente especulativo se mesclam, visto que os mesmos apresentam muitas vezes características similares de realização de investimentos e busca da obtenção de lucro com os ativos imobiliários. Também se mesclam a figura do incorporador e a do investidor, visto que as incorporadoras, muitas vezes, aportam recursos próprios no desenvolvimento de empreendimentos. No entanto, o que diferencia cada um deles é a atividade desenvolvida no ciclo imobiliário, o nível de exposição ao risco e a estimativa de rentabilidade dos investimentos.

Por último, destaca-se a figura do usuário final, o qual se caracteriza pela(s) empresa(s) ocupante(s) de um empreendimento, pelo(s) morador(es) de um imóvel, pelo(s) profissional(is) liberal(is) que utiliza(m) um imóvel como ambiente de trabalho, cujos intuitos consistem na utilização do espaço físico dos imóveis e não necessariamente à obtenção de lucros com a aquisição, exploração ou venda desses ativos.

---

[8] Property Companies: empresas patrimonialistas que adquirem imóveis como investimentos, os quais tem como receitas as rendas originadas pela locação de seus empreendimentos, bem como pela obtenção de lucros com a valorização e revenda destes ativos.

Dessa forma, cabe destacar que o presente trabalho foi desenvolvido sob a ótica de um destes agentes específicos do mercado imobiliário, o investidor com foco especulativo pessoa física de pequeno e médio porte, cujos fatores de riscos e características dos investimentos serão apresentados em detalhes adiante.

3.2. O Conceito de Especulação e seus Veículos de Atuação

De acordo com a Real Academia Espanhola (RAE[9]), o conceito de especulação consiste na "efetivação de operações comerciais ou financeiras com o intuito de obter benefícios, baseados nas variações dos preços e câmbios, e tirar proveito ou lucro do tráfico mercantil", ou seja, o sentido denotativo de "especular" deve ser entendido como uma atividade ou uma operação de mercado na qual se negociam preços de compra e/ou venda de qualquer produto, serviço ou ativo financeiro, visando à obtenção de lucros, dentro das leis de mercado que regulamentam determinada negociação.

De fato, o termo "especulação" muitas vezes é tratado com a conotação de ganho de capital sem a prévia realização de atividades produtivas ou de prestação de serviços, ou seja, um sentido pejorativo de não produção de riquezas à sociedade e à economia. Conforme o economista e estudioso do mercado financeiro internacional, RODRÍGUEZ ASIEN [2007]:

> Diferentemente do capital real, investido nos diferentes setores da economia, o capital especulativo não tem valor por si mesmo e dessa forma, não constitui uma riqueza real nem desempenha função alguma no processo de reprodução capitalista. Ele explica o porquê quando as cotações das ações caem nas bolsas, a riqueza social não diminui em igual proporção, mas sim perdem os proprietários destas ações. Com as altas e baixas nos preços das ações se enriquecem aqueles que especulam, não aportando lucro real à sociedade, o que revela o caráter parasitário do capital especulativo.

Já outras vertentes associam o conceito de especulação ao ato de realizar investimentos, apostando na valorização ou até mesmo desvalorização futura de um determinado ativo. Conforme GUNTHER [2004]:

> Virtualmente, todas as jogadas financeiras visando lucro envolvem riscos, o indivíduo se dizendo especulador ou não. A única forma praticamente sem riscos de lidar com dinheiro é colocá-lo em contas remuneradas em bancos, comprar títulos do governo americano ou guardá-lo numa forma qualquer de poupança. [...] Pode lhe agradar mais a idéia de "investir" que a de "especular". Ser um investidor parece mais seguro. Na realidade, porém, não existe diferença alguma. [...] Todo investimento é especulação. [...] Você traz o seu dinheiro e corre os riscos.

Segundo Gunther a especulação caracteriza-se pela realização de investimentos, nos quais há riscos associados à busca de ganhos financeiros. É também uma pratica de mercado, onde

[9] RAE: Real Academia Española, dicionário acadêmico de língua espanhola.

investidores e especuladores se confundem na mesma figura, mediante a negociação de compra e venda de diversos tipos de produtos, serviços ou ativos financeiros e ainda, trazem liquidez e oportunidades de negócios às mais diversas alternativas de investimentos, tais como:

- Moedas;
- Mercadorias;
- Metais Preciosos;
- Artigos de Artes e Antiguidades;
- Ações;
- Derivativos, ou
- Imóveis.

Idealmente adquiridos em um momento de baixa de mercado e vendidos posteriormente em um momento de alta dos preços, moedas, mercadorias e metais preciosos configuram-se como possíveis veículos de especulação, assim como artigos de artes e antiguidades, alternativa esta menos usual no Brasil, onde investidores adquirem obras de artistas promissores e as revendem em leilões de arte e museus. Há também investimentos especulativos usuais no mercado financeiro mundial, tal como a aquisição de ações de empresas cotadas em bolsa ou derivativos[10], os quais se configuram em operações especulativas de alta volatilidade e dessa forma, com altos riscos envolvidos. Em oposição, os imóveis configuram-se em veículos de investimentos especulativos mais sólidos, tendo em vista a menor volatilidade de mercado, ainda que apresentem também uma série de riscos associados.

3.3. A Especulação Imobiliária e suas Alternativas de Investimentos

A especulação imobiliária pode ser caracterizada, de modo geral, pela aquisição e venda de ativos imobiliários, embasados na estimativa de aumento futuro de preços, ao longo do ciclo de investimento e de desinvestimento. Como peculiaridade dos investimentos imobiliários, destaca-se a valorização não apenas do imóvel construído, mas também do preço do solo. O solo tem seu valor diretamente atrelado à oferta de terrenos em uma determinada região, ou seja, à medida que a possibilidade de se realizar novos empreendimentos vai se tornando mais escassa e a demanda de investidores e de usuários é mantida, o preço do solo encarece, valorizando os terrenos, os imóveis pré-existentes e os imóveis em construção de uma determinada região. No entanto, vale destacar que apesar do solo apresentar, de modo geral, uma contínua valorização ao longo dos anos, as edificações propriamente ditas, ou seja, as áreas construídas dos imóveis apresentam uma maior valorização ao longo do período de obras e ao longo das primeiras décadas de utilização, tornando-se posteriormente defasados, comparativamente às novas edificações, e até mesmo obsoletos, necessitando de novos investimentos para readequá-los às exigências de mercado. Dessa forma, a origem da especulação imobiliária, pode ser entendida a partir da característica de valorização contínua do solo ao longo do tempo.

---

[10] Derivativos consistem em ativos financeiros negociados no mercado, os quais derivam de alguns ativos principais como ações, juros, moedas e mercadorias, os quais servem como meio de proteção das empresas sobre eventuais flutuações de preço futuro, ou seja, funcionam originalmente como um instrumento de gerenciamento de risco ("hedge"). No entanto, configuram-se também como um forte instrumento de especulação por parte de investidores, os quais, por exemplo, compram opções de uma determinada ação da bolsa de valores, a valores atuais de mercado, acreditando em sua valorização futura de preço, correndo o risco de que caso o preço da ação caia, tenha que pagar pelo preço inicialmente ajustado (superior ao preço desta ação no mercado à vista).

Historicamente, a especulação imobiliária teve seu início a partir de investimentos familiares, realizados por seus respectivos patriarcas, os quais tinham como propósito aplicar seus recursos em fazendas, glebas e casas para moradias (com potencial de valorização) que acabaram sendo deixados como herança aos seus sucessores. No decorrer dos anos, com o crescimento e desenvolvimento das cidades, imóveis até então sem grande relevância, tornaram-se áreas centrais urbanas, demandadas pelo mercado e dessa forma, alvo de especulação imobiliária pelos seus atuais proprietários (herdeiros).

Um exemplo recente, na cidade de São Paulo, consiste no terreno da Av. Paulista pertencente à família Matarazzo, o qual no passado serviu como moradia de um dos principais industriais do começo do século XX, Conde Francisco Matarazzo Júnior, mas que recentemente foi vendido por seus sucessores após décadas de valorização da localização[11].

Já nas últimas décadas, a especulação imobiliária passou a se constituir em uma ferramenta profissional de alavancagem financeira, utilizada pelos mais diversos investidores com foco especulativo, em busca de ganhos a curto/ médio prazo. No Brasil, especificamente, o recente histórico de valorização dos ativos imobiliários, impulsionou o surgimento de diversas empresas com foco em investimentos imobiliários, bem como a migração de diversos investimentos especulativos considerados de alto risco e com grandes oscilações diárias de valor, tal como ações e derivativos, para investimentos imobiliários, os quais em geral apresentam maior estabilidade de preços e conseqüentemente probabilidades menores de quedas abruptas de valores.

Cabe destacar que os respectivos ganhos de capital, auferidos na realização de transações imobiliárias especulativas, consistem em práticas legais e usuais no mercado imobiliário e dessa forma, a figura do investidor imobiliário com foco especulativo se tornou cada vez mais comum e até mesmo necessária, à medida que o mesmo confere liquidez aos ativos existentes e aos ativos em desenvolvimento, entre os quais se exemplificam:

- Terrenos e glebas em áreas periféricas da cidade: locais carentes de infra-estrutura urbana, serviços e de acessibilidade adequadas, que apresentam grande potencial de valorização à medida que sejam investidos recursos públicos e/ou privados nas melhorias destas deficiências urbanas;

- Terrenos urbanos e imóveis prontos: localizados em regiões já adensadas, mas em estágio de desenvolvimento, onde o simples acréscimo de novas edificações no seu entorno e/ou a melhoria da infra-estrutura urbana existente, possam agregar valor futuro ao solo e aos imóveis pré-existentes;

- Empreendimentos de Base Imobiliária (EBIs): empreendimentos prontos e alugados, tais como shopping centers, edifícios de escritórios e galpões logístico-industriais, que apresentem um potencial mercadológico de valorização dos preços de locação e conseqüentemente do valor do ativo;

[11] O terreno da família Matarazzo com 12.947 m², localizado na Av. Paulista esquina com a Rua Pamplona foi vendido no final de 2007 por R$ 125 milhões para o desenvolvimento futuro de um shopping center e uma torre de escritórios corporativos.

- Imóveis em lançamento ou em construção: sejam eles apartamentos residenciais, salas comerciais, lojas, lajes de escritórios, os quais apresentam, em geral, uma valorização entre a data de lançamento e a entrega final das obras do imóvel;

3.4. Riscos Associados à Especulação Imobiliária

O mercado imobiliário, ainda que apresente menor volatilidade quando comparado a outras alternativas de investimentos especulativos, apresenta uma série de riscos, os quais muitas vezes são peculiares a este mercado. Tomando como base especificamente o pequeno/ médio investidor pessoa física com foco puramente especulativo, tema de análise do presente trabalho, o qual tem como objetivo a obtenção de lucro de curto à médio prazo por meio da aquisição e posterior revenda dos ativos imobiliários, pode-se elencar alguns dos principais riscos aos quais o mesmo esta exposto, conforme apresentado a seguir.

3.4.1 Riscos Macro-Econômicos

O pequeno e médio investidor pessoa física apresenta em geral uma disponibilidade de recursos limitada e dessa forma, deve ter pleno conhecimento das variáveis macro-econômicas e de todos os custos incidentes em uma operação imobiliária, visando não comprometer sua capacidade financeira, bem como a rentabilidade almejada. Como exemplo, as flutuações de índices inflacionários podem alterar o fluxo de desembolso do preço em uma aquisição imobiliária com pagamento parcelado, alterando não apenas o volume de investimentos inicialmente previstos, como também o retorno esperado. De acordo com AMATO [2009]:

> ”Quando da análise da qualidade de investimento, potenciais interessados observam os condicionantes de cunho político-econômico que possam afetar a implantação do empreendimento ou a capacidade do empreendedor em honrar compromissos assumidos”.

Fazendo um paralelo entre o empreendedor citado por Amato e o investidor especulativo pessoa física, é necessário que este último entenda e analise os riscos de uma possível flutuação expressiva da inflação, a qual possa comprometer sua capacidade de investimento, bem como a qualidade do investimento a ser realizado.

3.4.2 Riscos Relacionados ao “Timing” e à Liquidez de Mercado

O conceito de investimentos especulativos baseia-se na flutuação de valores entre o momento de aquisição e de venda de um determinado ativo, ou seja, está diretamente relacionado a um fator relevante de mercado: o “timing”. A aquisição de um ativo imobiliário em um momento de alta dos preços pode comprometer a rentabilidade de um investimento especulativo, assim como a venda deste mesmo ativo em um momento de baixa pode até mesmo conferir prejuízos ao investidor, tendo em vista os altos custos e tributos incidentes nas transações imobiliárias. Conforme GUNTHER [2004]:

> Tomemos a Bolsa de Valores como exemplo. Qual é a melhor hora de comprar uma ação ? Quando o preço está baixo, é lógico. E a

> melhor hora de vender ? Ora, quando está alto, claro. [...] ... esta fórmula aparentemente tão simples, é dificílima de ser posta em prática. Boa parte dessa dificuldade se deve ao fato de que o especulador tem de ir contra a pressão da opinião pública. Como regra geral, o preço de uma ação, ou de qualquer outro objeto de especulação com igual fluidez, cai quando um número significativo de pessoas passa a crer que não vale a pena comprá-la. Quanto menos interessante acharem que é, mais desce o preço. [...] ... a hora de comprar é precisamente quando a grande maioria está dizendo que não deve comprar. Na hora de vender, a verdade é o contrário. O preço de um objeto de especulação sobe quando um grande número de compradores briga para adquiri-lo.

Nota-se que o "timing" adequado de aquisição e de venda consiste em um risco de extrema importância para análise de um investidor especulativo, sendo ainda de maior relevância em investimentos imobiliários, visto que os imóveis por melhor localização que estejam, ou ainda, por mais adequados que sejam à demanda de uma determinada região, não apresentam liquidez instantânea, tal como uma ação ou um derivativo[12], os quais apresentam liquidez diária. A decisão de comprar e principalmente de vender um imóvel não é imediatamente seguida pela efetivação do ato de comprar ou de vender, mas sim necessita de um prazo para encontrar um imóvel com as características e com o preço adequado, bem como de um período para encontrar um comprador, seja ele investidor, incorporador ou usuário final, disposto a adquirir determinado imóvel nas condições comerciais almejadas.

Cabe ainda ressaltar que do ponto de vista do investidor especulativo, produtos em fase de lançamento[13], tal como apartamentos e salas comerciais, em geral, apresentam uma condição de preço mais favorável e uma condição de pagamento mais elástica, conferindo assim um cenário mais propício para a realização de operações imobiliárias especulativas, e sendo assim, devem ser analisados pelo investidor como um fator de influência no "timing" adequado de aquisição destes imóveis em desenvolvimento.

Dessa forma, o investidor imobiliário com foco especulativo deve acompanhar constantemente as notícias do mercado, identificar previamente tendências e tentar antever uma possível valorização ou desvalorização futura do imóvel, evitando assim a aquisição de ativos após a valorização originada de várias melhorias urbanas previamente realizadas, ou ainda, vender um imóvel anteriormente ao desenvolvimento de novos equipamentos urbanos, de novas edificações em aprovação, ou de novas infra-estruturas urbanas iminentes, as quais possam agregar valor ao imóvel.

3.4.3 Riscos de Inserção de Mercado (Qualidade X Preço)

A aquisição de produtos imobiliários com foco no ganho financeiro mediante a revenda deve ser embasada pelo binômio qualidade x preço, fatores estes determinantes na inserção de mercado dos imóveis. Conforme ROCHA LIMA; MONETTI; ALENCAR [2011]:

---

[12] Ações e Derivativos apresentam liquidez diária, desde que comprados ou vendidos pelo valor corrente de mercado.

[13] Fase de lançamento caracteriza-se pelo período inicial de vendas de imóveis em incorporação, que ocorre previamente ao início da construção do empreendimento.

> A liquidez de um produto do real estate é resultado do benchmarking (procedimento de comparação) que o comprador faz na aquisição. Qualidade x Preço é o binômio julgado para fazer a opção de compra, de modo que a empresa, ao propor um preço de oferta do produto, deve proceder como se fosse o comprador.

Assim como a empresa empreendedora/ incorporadora deve analisar o produto sob a ótica do comprador final, o investidor com foco especulativo deve também fazê-lo. Os critérios de qualidade de imóveis, como padrão construtivo, materiais de acabamento e bom estado de conservação (em caso de imóveis usados), associados a um preço comparativo competitivo, aumentam a liquidez dos ativos imobiliários. Como exemplo, a aquisição de um apartamento residencial de médio padrão, vendido em um preço similar aos empreendimentos adjacentes de alto padrão, deve apresentar problemas futuros de liquidez, ocasionados por uma inserção errada de mercado. Ou ainda a venda de um terreno urbano, localizado em uma área de baixo padrão, mas ofertado ao mercado à valores muito superiores aos praticados na região ou em regiões de padrões semelhantes, pode comprometer a saída de um investimento especulativo.

3.4.4 Riscos Atrelados à Demanda e à Concorrência Existente

A realização de investimentos imobiliários deve ser precedida de uma análise de demanda existente para cada região especifica, ou seja, a oferta de um produto imobiliário no mercado deve ser condizente com as aspirações dos usuários finais, sejam eles uma empresa locatária de um edifício de escritórios ou um morador de um imóvel residencial. Como exemplo, a aquisição de um apartamento de altíssimo padrão, com metragem de grande porte, em uma região onde a população em geral, consiste em pessoas de classe média, oferece não só um risco de inexistência de demanda para a venda do imóvel, como também um possível comprometimento da valorização do ativo ao longo de sua vida útil.

A aquisição de um terreno de pequeno porte, em um loteamento destinado à venda para construção de casas residenciais de alto padrão, implica em um provável problema de liquidez deste imóvel, visto que em geral casas de padrão elevado requerem grandes áreas de terrenos para suas respectivas implantações, aumentando assim os riscos de sucesso de um possível investimento especulativo. Ou ainda, a aquisição de um imóvel em uma região com grande demanda, mas que no entanto, o volume de novos empreendimentos previstos é significativo, pode apresentar problemas na liquidez ou ainda uma menor valorização, ocasionada pela existência de uma grande oferta concorrente. Da mesma forma, a inexistência de um produto demandado no mercado ou a impossibilidade de desenvolvimento de novos empreendimentos em uma região demandada, deve ocasionar o aumento dos preços dos imóveis pré-existentes e em desenvolvimento desta região.

3.4.5 Riscos Atrelados à Variação dos Custos e Tributos das Operações Imobiliárias

Os custos incidentes em transações imobiliárias, em geral, representam volumes financeiros relevantes, os quais podem sofrer flutuações e comprometer a qualidade dos investimentos. Como exemplo, os custos de intermediação imobiliária, em geral pagos pelo investidor no momento da venda dos ativos, variam entre 3,0% a 6,0% do valor total de venda de um imóvel e sendo assim, podem impactar diretamente o lucro final de uma operação imobiliária.

A Taxa de Cessão de Direitos, cobrada pelas incorporadoras em caso de venda do ativo anteriormente a liquidação total do preço de aquisição por parte do comprador, pode variar entre 2,0% a 3,0% do valor de venda total do imóvel, representando dessa forma, um possível custo relevante em uma operação imobiliária especulativa, o qual pode apresentar flutuações não controláveis pelo investidor.

Os honorários advocatícios de assessoria jurídica na formatação de um contrato ou compromisso de compra e venda, tanto no momento de aquisição, como no momento de venda de um ativo, podem representar de 1,0% a 3% do valor total da transação imobiliária e dessa forma, também podem apresentar impactos diretos na rentabilidade estimada pelos investidores, ocasionados pela variação do percentual aplicado.

Outros custos incidem em investimentos imobiliários, tais como os custos de registro e do tabelionato de notas, pagos pela parte compradora no momento de aquisição de um imóvel, apesar de não representarem grande relevância comparativamente a outros custos incidentes, oneram as transações imobiliárias e são definidos pelos órgãos municipais, ou seja, não há qualquer controle destes custos por parte do investidor imobiliário, oferecendo dessa forma riscos.

O Laudêmio consiste em uma obrigação paga à União Federal, quando a mesma apresenta-se como “senhorio direto”, ou seja, proprietária original da terra, cujo direito de transmissão de uso é dado aos investidores, a partir do pagamento de 5,0% (cinco por cento) do valor atualizado do domínio pleno do terreno da União. Já o foro, consiste no pagamento anual de 0,6% (seis décimos por cento) do valor do respectivo domínio pleno, e por não se constituírem em custos usuais de operações imobiliárias, mas específicos de algumas localidades, muitas vezes não são previamente identificados e provisionados pelo investidor imobiliário, podendo dessa forma comprometer a rentabilidade estimada inicialmente.

Já os tributos imobiliários, podem variar de um município para outro e dessa forma, devem ser analisados pontualmente em uma transação imobiliária. Entre os mais expressivos, destaca-se o ITBI, o qual é devido à municipalidade no momento da realização da aquisição ou da cessão de direitos de um imóvel e é calculado cumulativamente sobre o valor venal dos imóveis ou da cessão de direitos de imóveis, podendo variar entre 0,5% e 6,0%.

O Imposto de Renda Pessoa Física (IRPF), cobrado pela Receita Federal no mês subseqüente à venda de um imóvel, igualitariamente em esfera nacional, é calculado sobre o ganho de capital existente entre o valor de venda e de aquisição[14] deste imóvel. As alíquotas são fixas em 15% sobre o ganho de capital, no entanto há uma redução deste percentual quanto maior for o prazo entre o período de venda e de aquisição de um imóvel, podendo assim apresentar variações de valores significativas, conforme o prazo do ciclo de investimento/ desinvestimento.

Por fim, incide o IPTU, imposto pago anualmente à municipalidade sobre imóveis prontos ou imóveis em construção pós habite-se[15], calculado sobre faixas de valor venal dos imóveis

[14] O valor de aquisição para cálculo do imposto de renda, não considera eventuais reajustes inflacionários no preço de pagamentos parcelados, nem eventuais juros cobrados pela incorporadora pós chaves.

[15] A certidão do habite-se é um documento que atesta que o imóvel foi construído seguindo-se as exigências (legislação local) estabelecidas pela prefeitura para a aprovação de projetos.

conforme Apêndice A - Parte I, o qual é definido e tabelado por cada município, podendo assim sofrer alterações de valores, conforme a localidade do imóvel adquirido/ vendido.

4. PRINCIPAIS ASPECTOS DA VALORIZAÇÃO DE IMÓVEIS

Sob a ótica de um investidor imobiliário pessoa física com ênfase na especulação, se faz necessário o entendimento de alguns dos principais aspectos que apresentam interferências diretas na valorização e na liquidez dos ativos imobiliários, sejam eles relativos a uma localização/ região específica da cidade ou relacionados especificamente aos imóveis.

4.1. Aspectos Relacionados à Localização

Alguns aspectos urbanos de escala regional ou até mesmo de escala mais reduzida, tal como bairros ou quadras urbanas, apresentam grande relevância no mercado imobiliário, tanto para os incorporadores e investidores como para os usuários finais dos imóveis. Estes aspectos podem ser extremamente abrangentes e por vezes até subjetivos, e segundo pesquisa realizada por PASCALE; ALENCAR [2006][16], os principais grupos de atributos relacionados à escolha da localização em imóveis residenciais, consistem em:

- Qualidade Ambiental: atributos como proximidade de parques/ áreas verdes, baixa poluição sonora, ausência de alagamentos, distância de rios e córregos poluídos, ruas arborizadas, etc.

- Acessibilidade, Sistema Viário e de Transportes: proximidade de estações de metrô, fácil acesso a vias arteriais e rodovias, facilidade de estacionar na região, fácil acesso aos principais centros de serviços (pólos de emprego para a faixa de renda em questão);

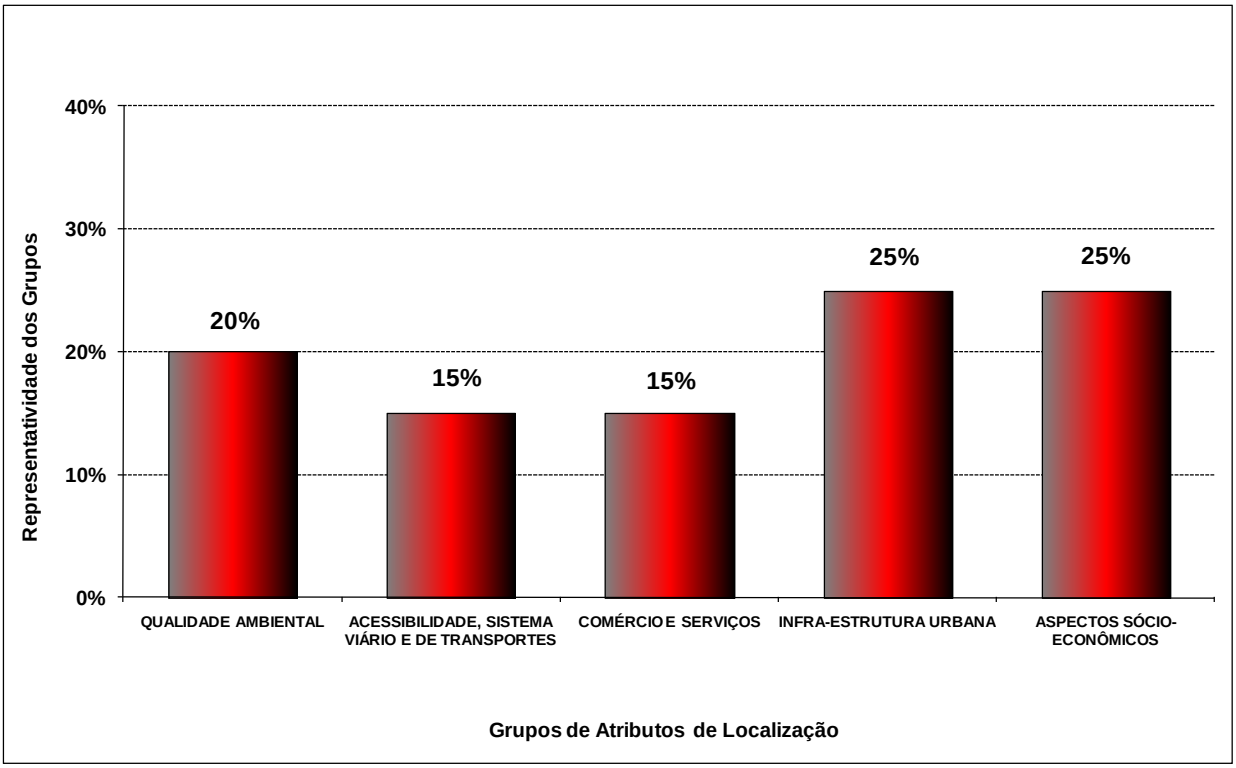
- Comércio e Serviços: proximidade a faculdades, academias de ginástica, shoppings centers, padarias, hipermercados, hospitais, etc;

- Infra-estrutura urbana: local servido por rede de água potável, rede de esgoto, energia elétrica, rede telefônica, boa iluminação pública, rede de gás encanado, cabeamento de TV, mobiliário urbano (lixeiras, telefones públicos, pontos de ônibus, etc);

- Aspectos Sócio-Econômicos: distância de favelas, status da vizinhança, baixo índice de violência, afastamento de áreas de prostituição.

[16] A referida pesquisa aponta as preferências de potenciais compradores de imóveis e de incorporadores/ empreendedores na escolha de terrenos para futuros lançamentos residenciais na cidade de São Paulo.

Gráfico 4 – Importância Relativa dos Grupos de Atributos na Escolha da Localização Residencial (Cidade de São Paulo)



Fonte: Artigo Técnico - PASCALE e ALENCAR [2006]

Entre os atributos de localização mais valorizados no mercado residencial apontados por PASCALE; ALENCAR [2006] estão a infra-estrutura urbana e os aspectos sócio-econômicos, os quais juntos totalizam 50% dos aspectos urbanos de maior importância, segundo os autores. O terceiro grupo de atributos mais valorizados identificados é a qualidade ambiental, representando 20% do peso total entre os critérios analisados e por fim, aparece o grupo acessibilidade, sistema viário e de transportes e o grupo comércio e serviços os quais apresentaram juntos 30 % do peso global dos atributos estudados.

Vale destacar que a matriz de atributos apontados por PASCALE; ALENCAR [2006], diz respeito exclusivamente à cidade de São Paulo, ainda que sua metodologia de análise possa ser utilizada e ajustada para outros municípios. Além disso, a mesma consiste em uma fotografia momentânea dos principais anseios urbanos da população paulista, mas que provavelmente podem sofrer alterações ao longo do tempo. Entre estas possíveis alterações vale ressaltar a acessibilidade, sistema viário e de transportes, atributo apontado com 15% do peso total, o qual tende a ganhar importância na escolha de um imóvel e de terrenos para incorporação, à medida que se continuem intensificando os problemas de deslocamentos urbanos e de trânsito, observados em São Paulo e nas principais capitais brasileiras.

Destaca-se ainda do referido estudo o fato de que apesar de haver diferenças nos pesos dos atributos na escolha dos compradores/ investidores de um empreendimento residencial, estas diferenças não são expressivas entre os 5 grupos estudados, e dessa forma, a ausência ou a presença de apenas um destes atributos em um empreendimento imobiliário pode se configurar como o fator decisivo na escolha de um imóvel e conseqüentemente no aumento de sua liquidez e de seu preço. Conforme PASCALE; ALENCAR [2006]:

> (...) ... as características da localização podem afetar não só as preferências dos potenciais compradores em relação à escolha residencial, mas também a decisão de empreendedores quanto à seleção de terrenos para futuros lançamentos. (...) Assim, quando alguém adquire uma residência está adquirindo também as oportunidades de acesso aos serviços coletivos, equipamentos e infra-estrutura da região. Está comprando a localização da moradia, além do imóvel propriamente dito. Estas diferenças distinguem e qualificam as localizações, influenciando demandas e preços praticados, gerando diferentes níveis de interesse por parte de empreendedores, investidores e potenciais compradores destes produtos.

Dessa forma, é notória a necessidade de entendimento e análise previa por parte dos investidores imobiliários, de todas as possíveis melhorias e/ou modificações urbanas correlacionadas com estes atributos de localização, tais como projetos futuros viários, ampliações da rede de trens e metros, criação de novos equipamentos urbanos como shoppings, hipermercados, parques, entre outros fatores possíveis de agregar valor aos imóveis de uma determinada região.

4.2. Aspectos Relacionados aos Imóveis

4.2.1 O Zoneamento

O zoneamento consiste em um instrumento legal que define as diretrizes de uso e ocupação do solo de áreas rurais e urbanas das cidades, e ainda que consista em uma lei de esfera municipal, pode apresentar um impacto específico a cada imóvel. Dessa forma, o mesmo deve ser tratado de forma peculiar como um aspecto relacionado diretamente ao imóvel e não a uma região ou bairro. Entre as diretrizes definidas pelo zoneamento destacam-se:

- O uso permitido do solo: residencial, comercial, industrial, serviços, misto, etc;
- O parcelamento do solo: tamanho mínimo dos lotes e possibilidade de desmembramento[17] ou remembramento[18] de áreas;
- Os parâmetros construtivos, tais como gabarito de altura e coeficiente de aproveitamento básico do terreno[19].

---

[17] Desmembramento: consiste na permissão municipal para divisão de um determinado lote, terreno ou gleba em áreas menores;

[18] Remembramento: consiste na permissão municipal para junção de um determinado lote, terreno ou gleba em áreas maiores;

[19] O Coeficiente de Aproveitamento Básico define o potencial construtivo de um determinado lote, terreno ou gleba, sem o pagamento de qualquer contra-partida financeira aos órgãos públicos competentes, ou seja, consiste no fator multiplicador da área do terreno que permite calcular a área computável máxima a ser desenvolvida sobre uma determinada área, ou ainda, relação entre a área edificável e a área do terreno.

Estas diretrizes definidas pelo zoneamento específico de cada cidade apresentam grande relevância na valorização individual dos imóveis, visto que por meio das mesmas é possível alterar o vetor de crescimento de uma cidade, modificar o potencial construtivo de terrenos, definir as principais características de implantação física dos empreendimentos (gabaritos de altura, recuos, áreas verdes permeáveis), bem como os usos permitidos em um determinado lote específico, influenciando dessa forma na composição de preços dos imóveis.

A modificação de usos permitidos em um dado terreno, por exemplo, pode gerar um impacto direto de valorização ou de desvalorização deste ativo. Na cidade de São Paulo, por exemplo, antigos bairros de uso predominantemente industrial, tal como a Mooca, vêm passando por um processo recente contínuo de novos lançamentos e de valorização de preços, ocasionados pela modificação prévia do zoneamento municipal, o qual permitiu o desenvolvimento de empreendimentos de uso comercial e residencial na região. Por outro lado, neste mesmo bairro (Mooca), alguns dos terrenos existentes foram decretados como ZEIS[20] e conseqüentemente tiveram seu valor de mercado reduzido, ocasionado pelo tipo de produto imobiliário possível de ser desenvolvido e pela redução da liquidez destes imóveis.

Já o parcelamento do solo pode interferir no padrão construtivo de uma região, induzindo o desenvolvimento futuro e o valor de mercado dos ativos imobiliários. Como exemplo, o empreendimento Espaço Cerâmica[21], localizado na cidade de São Caetano – SP, mediante o seu zoneamento urbano, foram implementadas restrições de tamanho mínimo dos lotes a serem edificados e a impossibilidade de desmembramentos futuros. Além disso, permitiu-se o remembramento destes mesmos lotes, incentivando o desenvolvimento de empreendimentos de médio/grande porte, voltados a um público de maior poder aquisitivo, agregando assim um maior valor aos imóveis de todo o empreendimento.

Por sua vez, a alteração dos parâmetros construtivos de um terreno ou gleba, podem também agregar ou desagregar valores a um imóvel específico. O aumento do coeficiente de aproveitamento de uma região ou de um lote específico, por exemplo, pode gerar uma mais valia ao solo, à medida que permite a construção de um maior volume de áreas vendáveis/ locáveis sobre um determinado terreno. Utilizando-se o mesmo exemplo anterior, o Espaço Cerâmica apresenta um zoneamento que permite a construção de torres residenciais com até 5,0 vezes a área do terreno, enquanto que os terrenos adjacentes permitiam a construção de 2,0 a 3,0 vezes[22]. Este fato permitiu às incorporadoras do empreendimento, ter uma maior exploração do ponto de vista comercial das glebas adquiridas (maior volume de áreas privativas), fato este que ocasionou a valorização dos terrenos do empreendimento, comparativamente aos terrenos lindeiros existentes.

Ou ainda, a inexistência de gabaritos de altura em um dado terreno, no qual se torna possível a exploração de todo o potencial construtivo definido por lei, em oposição a terrenos adjacentes inseridos no mesmo zoneamento, mas que apresentam restrições de altura para a construção de edificações consiste em outro aspecto do zoneamento capaz de interferir nos valores de um

---

[20] ZEIS: Sigla referente às Zonas Especiais de Interesse Social, as quais consistem em áreas com restrições construtivas, cujo único uso permitido é o desenvolvimento de habitações voltadas para a população de baixa renda.

[21] Bairro planejado de uso misto, localizado na Avenida Guido Aliberti na cidade de São Caetano – SP, cujo empreendimento contempla glebas de usos exclusivamente residenciais multi-familiar, glebas comerciais, gleba para shopping center e condomínio de lotes unifamiliares.

[22] Fontes: Sobloco Empresa de Desenvolvimento Imobiliário e Prefeitura Municipal de São Caetano.

imóvel e dessa forma, assim como os aspectos mencionados anteriormente, deve ser de conhecimento prévio de qualquer investidor imobiliário.

4.2.2 O Solo Criado

O conceito do "Solo Criado" originado na França consiste nas áreas construídas que excedem o montante da área original de um terreno urbano, ou seja, consiste na possibilidade de uma maior exploração, por parte do incorporador/ empreendedor, do coeficiente de aproveitamento básico de um imóvel, também chamado de coeficiente de aproveitamento máximo. Em geral, municípios por meio de suas respectivas leis de zoneamento utilizam este recurso como forma de impulsionar o desenvolvimento urbano e de captar novos recursos para a ampliação da infra-estrutura, e ainda, por concentrarem a aplicação destes recursos em uma mesma região, bem como pelo conseqüente aumento do interesse por parte dos incorporadores/ empreendedores, acabam ocasionando uma valorização adicional nestas localidades. Segundo ROCHA LIMA [1988]:

> Para resolver problemas de uso e cooperação do solo nos núcleos urbanos mais ocupados e já providos de infra-estrutura, as municipalidades têm procurado promover adensamento de ocupação, com o objetivo principal de melhor viabilizar os investimentos já aplicados, como também a necessidade de recursos para extensão das redes de serviço. Os terrenos que recebem esta regalia têm, então, potencializada sua capacidade de aproveitamento, o que certamente gera a possibilidade de se alcançar maior rentabilidade na sua exploração, com o produto imobiliário. Assim, se a municipalidade concede o direito de explorar mais intensamente um determinado terreno urbano, é justo que seja participante da rentabilidade agregada, na proporção do benefício concedido e numa medida que leve em consideração que esta não participará dos riscos do negócio. [...] Quando se confere a determinado imóvel um incremento no seu coeficiente de aproveitamento, o procedimento equivale à consideração de que está entregando ao proprietário mais "área" que a real do terreno – estabelece-se o solo criado.

No Brasil, entre os instrumentos de políticas públicas urbanas[23] que se utilizam do conceito de solo-criado, destacam-se os seguintes:

- A outorga onerosa do direito de construir: instrumento por meio do qual o coeficiente de aproveitamento poderá ser exercido acima do coeficiente básico previsto no zoneamento, mediante contrapartida a ser prestada pelo beneficiário à municipalidade;

- As operações urbanas consorciadas: instrumento legal criado pelo respectivo poder público municipal, por meio do qual poderão ser delimitadas áreas especificadas em cada cidade, onde serão incentivadas intervenções e transformações urbanísticas

[23] Nota: As políticas públicas urbanas, tais como a outorga onerosa e a operação urbana foram implementadas no Brasil pelo Estatuto da Cidade, Lei 10.257, de 10 de julho de 2001, pela qual se obrigaram os municípios brasileiros com mais de 20.000 habitantes a desenvolver e aprovar, por meio de uma lei municipal, um Plano Diretor Estratégico.

estruturais, mediante a permissão de maiores índices construtivos (coeficientes de aproveitamento), modificações de parcelamento, uso e ocupação do solo.

4.2.3 Outorga Onerosa e Operações Urbanas

Conceitualmente, ainda que a outorga onerosa e as operações urbanas utilizem-se do mesmo conceito do Solo Criado, apresentam diferenças em alguns aspectos. Conforme GAIARSA e MONETTI [2007]:

> A outorga onerosa é o instrumento de arrecadação de receitas do poder público municipal, correspondente ao princípio do Solo Criado, aplicado em toda a cidade exceto em áreas de Operações Urbanas. [...] A outorga onerosa é paga pelo incorporador de um imóvel ao solicitar a licença respectiva para construir, e equivalente a um percentual do valor venal desse imóvel. [...] A outorga onerosa tem um valor fechado, definido pela legislação... [...] ... não está vinculada a nenhuma região ou obra específica.
>
> Uma Operação Urbana é um perímetro dentro da cidade, definida em lei específica, dentro do qual são criadas exceções à lei geral de uso e ocupação do solo. [...] Essas exceções têm o objetivo de incentivar o adensamento da área, e permitir ao poder público arrecadar recursos para a implantação de benefícios urbanísticos. Essas alterações de regras são de várias naturezas, abrangendo a mudança de uso, recuos, altura dos edifícios, conforme for estabelecido na lei.

Nas áreas delimitadas como operação urbana, o princípio do Solo Criado é cobrado pela municipalidade, não pelo pagamento de outorga onerosa, mas sim pela negociação de Certificados de Potencial Adicional de Construção, conhecidos como Cepac. Os Cepac's são vendidos em leilões periódicos e somente podem ser vinculados para uma operação urbana específica, ou seja, não é possível a utilização de Cepac de uma operação urbana em outra. E ainda, de modo geral, a criação de uma operação urbana, traz um incentivo maior ao desenvolvimento de uma região/ bairro, visto que permite a construção de um maior volume de empreendimentos imobiliários, bem como necessariamente, obriga o poder público municipal a investir no local da respectiva operação urbana todos os recursos captados com a venda dos Cepac's[24]. No entanto, por lei tanto a outorga onerosa como a operação urbana apresentam um limite máximo de área adicional que pode ser construída e sendo assim, um dado momento, será esgotado o direito de utilização do Solo Criado nestas regiões.

Do ponto de vista do investidor especulativo pessoa física o conhecimento dos potenciais construtivos remanescentes de uma região e a destinação dos recursos captados com a venda de CEPAC's é de extrema importância para entendimento da dinâmica urbana e conseqüentemente para identificar tendências futuras de mercado. No entanto, cabe destacar que estas tendências podem se configurar fatores negativos de desvalorização dos ativos ou como fatores positivos de valorização imobiliária.

[24] Fonte: Estatuto da Cidade, Lei 10.257, de 10 de julho de 2001, artigo 33, inciso VII, parágrafo 1º.

No caso de um investidor de terrenos ou de imóveis destinados à demolição e posterior venda do terreno a incorporadores para nova incorporação, o esgotamento de áreas construtivas adicionais, seja da outorga onerosa ou da operação urbana, ocasionará uma redução do potencial construtivo deste imóvel e uma conseqüente desvalorização deste ativo, comparativamente ao estágio anterior de existência de metros quadrados adicionais. Por outro lado, a impossibilidade de se usufruir do conceito do solo criado, do ponto de vista de um investidor de apartamentos residenciais ou de salas comerciais, por exemplo, pode ser positiva visto que à medida que não seja mais possível reproduzir novos empreendimentos em uma determinada região, ou reduzido o volume de entrega de novos empreendimentos, e considerando que sua demanda seja mantida, poderá ocorrer uma valorização dos ativos imobiliários previamente existentes e em desenvolvimento nesta região específica.

Um exemplo concreto de valorização dos ativos já construídos e da desvalorização de terrenos, ocasionados pelo esgotamento do limite máximo de utilização de áreas adicionais construtivas, é a Operação Urbana Faria Lima na cidade de São Paulo. Nesta, mais precisamente no setor Faria Lima, o esgotamento da quantidade de metros quadrados adicionais para desenvolvimento de novos escritórios, somado à baixa taxa de vacância atual desta região, ocasionaram o incremento de mais de 25 % nos valores médios de locação e de venda transacionados nos últimos 2 anos[25]. Por outro lado, terrenos que estavam sendo negociados nesta mesma região, tiveram seus valores de mercado reduzidos em até 40%[26], também ocasionados pela ausência de potencial construtivo adicional.

Vale ainda destacar que a outorga onerosa e os Cepac's somente garantem um aumento do potencial construtivo, quando vinculados a um determinado terreno, ou seja, é possível que a quantidade de metros quadrados adicionais de uma região tenha sido esgotada, no entanto, determinado empreendimento já tenha o direito prévio adquirido. Dessa forma, tanto a operação urbana como a outorga onerosa devem ser tratadas como aspectos urbanos relacionados ao imóvel e não genericamente à região na qual eles se inserem. Conforme GAIARSA e MONETTI [2007]:

> O Cepac só é vinculado a um imóvel quando registrado em cartório no registro de imóveis, e se extingue no momento que em que a prefeitura concede autorização para construção.

Sendo assim, nota-se a necessidade de conhecimento e de acompanhamento por parte dos investidores imobiliários, da infra-estrutura urbana instalada e em desenvolvimento, dos projetos de melhorias de acessibilidade, dos equipamentos urbanos, do zoneamento incidente, das outorgas onerosas e das operações urbanas existentes, visto que estes fatores podem influenciar diretamente na valorização ou até mesmo na desvalorização de um ativo imobiliário.

5. CONCLUSÕES

A aquisição e venda de um ativo imobiliário em um curto/ médio prazo (especulação) tornou-se nos últimos anos uma alternativa de investimento que tem atrativo para pequenos e médios investidores pessoas físicas no mercado nacional. No entanto, se faz necessário um planejamento financeiro e econômico adequado, com entendimento detalhado de todos os custos e tributos

[25] Fonte: Departamento de Pesquisa da CB Richard Ellis (CBRE).
[26] Fonte: Departamento de Pesquisa da CB Richard Ellis (CBRE).

incidentes, visando estimar o mais próximo possível a rentabilidade futura e os riscos econômicos envolvidos em um investimento. Como alternativas de investimento, os empreendimentos imobiliários (destinados à venda e não à retenção para renda) configuram-se em possibilidades mais acessíveis aos investidores pessoas físicas, principalmente em função do volume de recursos necessários para a realização do investimento. No entanto, alternativas de investimentos similares do ponto de vista de volume de investimentos e até de tipologias de usos podem apresentar estruturas financeiras muito distintas, bem como custos e tributações específicas e aplicáveis em momentos diferentes, fatores estes que configuram riscos diferenciados em cada uma das operações. E ainda, uma vez definido por uma alternativa de investimento imobiliário (escolha de um determinado produto imobiliário), o investidor deve se ater e monitorar constantemente os diferentes riscos existentes entre a possibilidade de venda deste ativo em um curto ou médio prazo.

Do ponto de vista urbano é de fundamental importância para o investidor especulativo entender a dinâmica da cidade mediante o conhecimento prévio do zoneamento, da aplicação do conceito do solo criado e dos atributos urbanos relacionados à escolha da localização, fatores estes que podem ocasionar grande impacto na valorização imobiliária de um imóvel específico.

Assim, o presente trabalho buscou configurar-se em um instrumento de orientação e esclarecimento aos pequenos e médios investidores pessoas físicas, interessados em atuar no mercado imobiliário, não apenas como proprietários e usuários de imóveis, mas como investidores participantes, limitados às suas capacidades de investimentos e interessados em auferir ganhos financeiros em curto/ médio prazo.

Por fim, vale destacar que o presente trabalho foi desenvolvido sobre a ótica do conceito de aquisição de ativos imobiliários como alternativa de investimentos de curto a médio prazo. Dessa forma, em caso de aquisição e manutenção destes ativos a longo prazo, caberia um novo estudo detalhado, por meio do qual fossem exploradas as possibilidades de geração de renda destes imóveis (locação) e uma análise criteriosa dos fatores positivos e negativos da retenção destes ativos como patrimônio, podendo assim configurar-se como tema de trabalho de um estudo futuro complementar.

6. REFERÊNCIAS

_____.Sítio da Embraesp (Empresa Brasileira de Estudos de Patrimônio), 2011. Disponível em <www.embraesp.com.br>.

_____.Sítio da RAE (Real Academia Española), 2011. Disponível em <www.rae.es/rae.htm>.

PASCALE, A.; ALENCAR, C. T. *Atributos que configuram qualidade às localizações residenciais: uma matriz para clientes de mercado na cidade de São Paulo*. São Paulo, EPUSP, 2006. 13p. (Boletim Técnico. Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/ PCC / 437).

GAIARSA, Cláudio Martins.; MONETTI, E. Cepacs e Outorga Onerosa - *Uma Análise Comparativa*. São Paulo, 2007. (VII Seminário Internacional da Lares).

RODRÍGUEZ ASIEN, E. *La especulación financiera y sus consecuencias.* 2007. Revista Contribuciones a la Economía. Disponível em < www.eumed.net/ce/ >.

AMATO, Fernando Bontorim. *Implantação de empreendimentos de base imobiliária por meio defundos de investimento imobiliário: critérios de governança dos recursos financeiros para mitigação de riscos capaz de potencializar a captação de investimentos privados com característica de poupança*. 2009. Tese (Doutorado). – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009.

ROCHA LIMA JR., J.; MONETTI, E.; ALENCAR, C. T. *Real Estate Fundamentos para Análise de Investimentos*. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2011.

ROCHA LIMA JR., J. O *Solo Criado – Sistemática para Avaliação do Preço*. São Paulo, EPUSP, 1988. 22p. (Texto Técnico. Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/ PCC - 22/88).

ROCHA LIMA JR., J. *Análise de Investimentos: Princípios e Técnicas para Empreendimentos do Setor da Construção Civil*. São Paulo, EPUSP, 1993. 46p. (Texto Técnico. Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil, TT/ PCC /06).

ROCHA LIMA JR., J. *Arbitragem de Valor de Portfólios de Base Imobiliári*a. São Paulo, EPUSP, 1994. 47p. (Boletim Técnico. Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/ PCC /132).

ROCHA LIMA JR., J. *Decisão e Planejamento: Fundamentos para a Empresa e Empreendimentos na Construção Civil.* São Paulo, EPUSP, 2004. 54p. (Texto Técnico. Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil, TT/ PCC /25).

ROCHA LIMA JR., J. *Fundamentos de Planejamento Financeiro para o Setor da Construção Civil*. São Paulo, EPUSP, 1995. 113p. (Boletim Técnico. Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/ PCC/11).

ROCHA LIMA JR., J. *O Conceito da Taxa de Retorno na Análise de Empreendimentos: Uma Abordagem Crítica*. São Paulo, EPUSP, 1990. 7p. (Boletim Técnico. Escola Politécnica da USP. Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/ PCC/23/90).

GUNTHER, Max. Os Axiomas de Zurique - *Os Conselhos Secretos dos Banqueiros Suíços.* São Paulo: Editora Record, 2004.