

UNIVERSIDADE DO ALGARVE

***AVALIAÇÃO DE INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS DE
LUXO NO ALGARVE NA PERSPETIVA DE
INVESTIDORES ESTRANGEIROS***

Diana Gabriela Lopes Fischer

Relatório de Estágio

Mestrado em Finanças Empresariais

Trabalho efetuado sob a orientação de:

Professor Dr. Fernando Manuel Félix Cardoso

Sr. René Kalkbrenner

2012

DIANA GABRIELA LOPES FISCHER

FACULDADE DE ECONOMIA

Orientador(es):

Universidade: PROFESSOR DR. FERNANDO MANUEL FÉLIX CARDOSO

Entidade de acolhimento: RENÉ KALKBRENNER

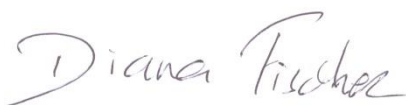
2012

**AVALIAÇÃO DE INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS DE LUXO NO
ALGARVE NA PERSPETIVA DE INVESTIDORES ESTRANGEIROS**

AVALIAÇÃO DE INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS DE LUXO NO ALGARVE NA PERSPETIVA DE INVESTIDORES ESTRANGEIROS

DECLARAÇÃO DE AUTORIA DO TRABALHO

Declaro ser o autor deste trabalho, que é original e inédito. Autores e trabalhos consultados estão devidamente citados no texto e constam da listagem de referências incluída.



COPYRIGHT DE DIANA GABRIELA LOPES FISCHER

A Universidade do Algarve tem o direito, perpétuo e sem limites geográficos, de arquivar e publicar este trabalho através de exemplares impressos reproduzidos em papel ou de forma digital, ou por qualquer outro meio conhecido ou que venha a ser inventado, de o divulgar através de repositórios científicos e de admitir a sua cópia e distribuição com objetivos educacionais ou de investigação, não comerciais, desde que seja dado crédito ao autor e editor.

Dedicatória

Dedico este trabalho às duas pessoas mais importantes na minha vida, que sempre me apoiaram, sempre acreditaram em mim e que sem as quais não seria a pessoa que sou.

Aos meus pais

Rosa Lopes

Peter Fischer

ÍNDICE GERAL

	Página
Índice de Figuras	6
Lista de Abreviaturas, Siglas e Símbolos	7
Agradecimentos	8
Resumo	9
Abstract	10
Capítulo 1. INTRODUÇÃO	11
Capítulo 2. DESCRIÇÃO DA ENTIDADE DE ACOLHIMENTO	13
2.1 Resenha Histórica	13
2.2 Apresentação da Empresa de Acolhimento	15
2.2.1 Organização Interna	15
2.2.2 Serviços e Objetivos	17
2.3 Percurso e Tarefas Desenvolvidas no Estágio	21
2.4 Enquadramento no Mercado Imobiliário	24
2.5 Processo de Aquisição e Construção	27
2.6 Enquadramento Fiscal	30
Capítulo 3. REVISÃO DA LITERATURA	33
3.1 Investimento	33
3.2 Regras de Decisão de Investimentos	36
3.2.1 Regras de Decisão Baseadas na Contabilidade	36
3.2.2 Regras de Decisão Baseadas nos Fluxos de Caixa	37
3.2.3 Regras de Decisão Baseadas nos Fluxos de Caixa Descontados	38
3.3 Métodos de Análise de Investimentos Utilizados	39
3.3.1 VAL – Valor Atual Líquido	39
3.3.2 TIR – Taxa Interna de Rendibilidade	41
3.3.3 PAYBACK (Atualizado)	42
3.3.4 IR – Índice de Rendibilidade	43
3.4 Preços Constantes e Preços Correntes	45
3.5 O Custo do Capital	47
3.6 A <i>Yield</i> Imobiliária	53
Capítulo 4. PROJETO DE INVESTIMENTO	56
4.1 Apresentação dos Projetos	56

4.2 Análise do Projeto	58
4.2.1 Avaliação do Investimento a 10 anos	61
4.2.2 Avaliação do Investimento a 5 anos	63
Capítulo 5. CONCLUSÃO	65
Anexo 1: Amostras	67
Anexo 2: Demonstração de Cálculos	70
Referências Bibliográficas	74

ÍNDICE DE FIGURAS

	Página
2.1 Investimento Estrangeiro em Portugal (1996-2010)	24
3.1 Modelo CAPM	45
4.1 Plano de Custos	56
4.2 Rendimentos Futuros Anuais	56
4.3 Valor de Venda Líquido	57

LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E SÍMBOLOS

ADT – Acordo de Dupla Tributação

CAPM – Capital Asset Pricing Model

et al. – et alia – e outros

FTH – Ficha Técnica de Habitação

IMI – Imposto Municipal sobre Imóveis

IMT – Imposto Municipal sobre Transmissões Onerosas de Imóveis

INE – Instituto Nacional de Estatística

IR – Índice de Rendibilidade

IRR – Internal Rate of Return

ISMAT – Instituto Superior Manuel Teixeira Gomes

IVA – Imposto sobre o Valor Acrescentado

MIRR – Modified Internal Rate of Return

NAREIT – National Association of Real Estate Investment Trusts

NCREIF – National Council of Real Estate Investment Fiduciaries

NPV – Net Present Value

PAYBACK – Período de Recuperação do Capital

PDM – Plano Diretor Municipal

PI – Profitability Index

PwC – Price Waterhouse Coopers

REIT – Real Estate Investment Trusts

S&P 500 – Standard and Poor's 500

TIR – Taxa Interna de Rendibilidade

TIRM – Taxa Interna de Rendibilidade Modificada

VAL – Valor Atual Líquido

AGRADECIMENTOS

Quero aproveitar este momento para agradecer a todos os que me ajudaram e contribuíram direta ou indiretamente para a elaboração deste relatório durante o período de estágio e aquando da realização deste relatório.

Em primeiro lugar, quero agradecer à Faculdade de Economia da Universidade do Algarve por proporcionar aos seus alunos do Mestrado em Finanças Empresariais ótimos professores que nos orientam durante esta fase tão importante das nossas vidas e que se mostraram sempre disponíveis para quaisquer esclarecimentos.

Gostaria, também, de agradecer ao meu orientador, Prof. Dr. Fernando Cardoso por todo o apoio, ajuda, orientação e disponibilidade despendida, que me acompanha desde a licenciatura e sobre o qual tenho a dizer que foi sempre um prazer assistir às suas aulas. É certamente, uma referência para mim na área das finanças e considero ter-se desenvolvido uma boa amizade ao longo dos anos.

Um grande obrigado aos meus pais, por todo o apoio, motivação e força que me deram durante a minha vida académica principalmente nos momentos mais difíceis. Sem eles nunca teria conseguido.

Por fim, não podia deixar de agradecer ao meu namorado pela paciência, compreensão e apoio, principalmente na parte final do mestrado, que é sempre a mais difícil, e também a todos os meus amigos que me apoiaram e acreditaram em mim.

RESUMO

O presente relatório de estágio tem como objetivo a obtenção do grau de Mestre em Finanças Empresariais, discutindo os obstáculos a vencer por investidores estrangeiros que pretendem adquirir ou construir imóveis de luxo no Algarve.

A entidade de acolhimento onde o estágio foi realizado, dedica-se, exclusivamente, a facilitar a investidores estrangeiros a oportunidade de investirem no setor imobiliário de luxo no Algarve, a nível da gestão, arquitetura e apoio jurídico, tratando de todas as formalidades relacionadas com esses investimentos como prestador de serviços. A principal função durante o estágio foi o apoio à gestão da empresa aplicando conhecimentos diversificados na área financeira de forma a maximizar a rentabilidade na ótica do investidor, contribuindo significativamente para o sucesso e desenvolvimento da empresa.

Utilizando métodos de avaliação de investimentos baseados em fluxos de caixa atualizados como o VAL, a TIR, o PAYBACK e o IR foi possível demonstrar o valor a criar com projetos de investimento e avaliar as decisões de investimento.

Este relatório evidencia, também, a extrema dificuldade que existe em Portugal, de se obter todos os valores necessários para a realização da avaliação de um projeto de investimento imobiliário.

Palavras-chave: Imobiliário, Habitação, Investimentos, Algarve, Investimentos imobiliários, Projetos de investimento.

ABSTRACT

The purpose of the present internship report is to obtain the Master's Degree in Business Finance, discussing the difficulties there are to overcome by the foreign investors, that intent to buy or build luxury villas in the Algarve.

The entity where the internship took place, devotes itself, exclusively, to facilitate for investors in terms of management, architecture and legal advice the opportunity to invest in the real estate sector for luxury villas in the Algarve, taking care of every formality related to these investments. The main purpose during the internship was to support the management applying diversified knowledge in the financial area in order to maximize the profitability for the investor, contributing significantly for the success and development of the company.

By using investment evaluation methods like the NPV, the IRR, PAYBACK and the PI, it was possible to demonstrate the value generated by these kind of investment projects and evaluate the investment decisions.

This report points also out, the extreme difficulty there is in Portugal to obtain all the necessary and important values, which are required for the evaluation of an investment project in real estate.

Key words: Real estate, Housing, Investments, Algarve, Real estate investments, Investment project.

1. INTRODUÇÃO

O presente relatório de estágio é elaborado com vista à conclusão do Mestrado em Finanças Empresariais da Faculdade de Economia da Universidade do Algarve.

O estágio desenvolveu-se na empresa Oásis Invest, entre 1 de Dezembro de 2011 e 31 de Agosto de 2012.

Este estágio foi uma oportunidade para, em contexto de trabalho, poder complementar e aperfeiçoar as competências académicas adquiridas através de uma ligação à vida profissional.

É de referir, também, que o relatório de estágio destina-se a apresentar uma aplicação prática do conhecimento teórico adquirido durante a licenciatura e o mestrado.

Na função de estagiária na Oásis Invest, tive oportunidade de desenvolver as minhas capacidades de comunicação devido ao constante contacto com os clientes, aprendi quais os elementos essenciais a ter em conta na identificação de uma boa propriedade, tais como, a localização, a possibilidade de construção, a qualidade da construção, os extras que um imóvel de luxo deve ter ou o rendimento que um imóvel pode gerar. Tive, também, a possibilidade de pôr em prática o conhecimento adquirido a nível académico e expandir o meu conhecimento a nível fiscal nesta área.

Assim o tema deste relatório é: “Avaliação de Investimentos Imobiliários de Luxo no Algarve na Perspetiva de Investidores Estrangeiros”.

Neste ponto é importante referir que os investidores que pretendem fazer este tipo de negócio com a Oásis Invest são, normalmente, pessoas de elevado nível financeiro e por isso tendem a financiar este tipo de projetos com capital próprio, não havendo necessidade de se endividarem. Por esta razão, a análise é elaborada sem necessidade de inserir endividamento do capital.

Este relatório está dividido em quatro partes:

A primeira parte tem como finalidade apresentar a entidade de acolhimento e caracterizá-la, para que, dessa forma se possa compreender melhor o contexto de mercado no qual a empresa se encontra e quais os objetivos que persegue.

Na segunda parte é feita uma contextualização teórica da literatura aplicada e dos métodos de análise utilizados.

Na terceira parte é apresentado o portfólio da empresa com os diversos projetos e é feita uma contextualização mais prática do processo de aquisição e construção de um imóvel, assim como, a respetiva informação fiscal.

A quarta parte contém a aplicação prática dos conceitos estudados, tendo por base os dados utilizados pela entidade de acolhimento e apresentados aos clientes e as conclusões e considerações finais dos mesmos.

Por questões de confidencialidade foram alterados alguns nomes das empresas e dos sócios.

2. DESCRIÇÃO DA ENTIDADE DE ACOLHIMENTO

Antes de se apresentar a entidade onde o estágio teve lugar, é necessário fazer uma breve descrição histórica do motivo pelo qual a empresa Oásis Invest surgiu.

2.1 Resenha Histórica

Em 1979, foi fundada a empresa Al Villa pelo Sr. Enzo von Baselli, o Consûl alemão do distrito de Faro, que tinha como atividade principal a mediação imobiliária¹ no ramo do aluguer de imóveis.

Os clientes do Sr. von Baselli necessitavam que fosse feita a administração das suas propriedades, tarefa que este não estava disposto a fazer, até que surgiu o Sr. Karl Kalkbrenner em 1980, o qual se juntou a ele para ficar encarregue da parte de administração de propriedades.

Em 1988, o Sr. Von Baseli decidiu reformar-se e o Sr. Kalkbrenner assumiu o cargo da empresa com a atividade principal de administração de propriedades, deixando os alugueres dos imóveis para as diversas agências a que se associou.

A empresa iniciou esta atividade com a administração de apenas 10 propriedades e foi crescendo ao longo dos últimos 30 anos. Durante os últimos 10 anos o Sr. Kalkbrenner foi formando e treinando o seu filho, René Kalkbrenner, para este um dia assumir o cargo da empresa.

Em Janeiro de 2010, o Sr. Karl Kalkbrenner reformou-se e o Sr. René Kalkbrenner assumiu a

¹ Segundo o Decreto-Lei n.º 77/99, de 16 de Março, que regula o exercício da atividade de mediação imobiliária, esta define-se como sendo “A atividade (...) em que, por contrato, uma empresa se obriga a diligenciar no sentido de conseguir interessado na compra ou na venda de bens imóveis ou na constituição de quaisquer direitos reais sobre os mesmos, bem como para o seu arrendamento e trespasse, desenvolvendo para o efeito ações de promoção e recolha de informações sobre os negócios pretendidos e sobre as características dos respetivos imóveis” (art. 3.º, n.º1).

empresa. Uma empresa constituída por apenas 5 trabalhadores mas com um portfólio atual de 98 propriedades em administração.

Os clientes desta empresa, isto é, os proprietários dos diversos imóveis sob gestão são essencialmente de nacionalidade alemã e inglesa, havendo também entre os proprietários 4 holandeses, 4 suíços e 2 portugueses.

A empresa encontra-se associada a diversas agências e *websites* de alugueres de propriedades, sendo os seus mercados principais a Alemanha e a Inglaterra e mais recentemente a Holanda. Desta forma, os proprietários obtêm um rendimento dos seus imóveis, podendo cobrir as despesas inerentes aos mesmos e ainda obter lucro.

A firma René Kalkbrenner é responsável por supervisionar o trabalho de 50 empregadas de limpeza, 25 jardineiros e empresas de jardinagem e 15 empresas de manutenção de piscinas, assim como assegurar que as propriedades se encontrem sempre em perfeitas condições de funcionamento de forma a providenciar as melhores condições possíveis para os clientes de aluguer de acordo com as exigências de cada proprietário e das agências de aluguer.

A empresa tem cerca de três principais concorrentes na área de administração e vários outros mais pequenos. Encontrando-se a mesma num mercado competitivo tem que por isso tentar sempre prestar os melhores serviços a preços competitivos.

Ao longo dos anos, o Sr. Kalkbrenner acompanhou vários projetos de reconstrução das propriedades que se encontravam na sua administração e várias vezes surgiram pessoas interessadas em investir em projetos imobiliários. Foi então que o Sr. Kalkbrenner, em 2011, decidiu expandir a sua empresa, criando uma nova empresa subsidiária da principal, a Oásis Invest, associando-se a um arquiteto e a um advogado.

2.2 Apresentação da Empresa de Acolhimento

A empresa Oásis Invest tem como objetivo identificar propriedades com uma boa localização na linha costeira do Algarve, para que se possa usufruir da fusão entre o melhor que o Algarve tem para oferecer e a tecnologia, o *design* e os materiais de construção da mais alta qualidade e durabilidade.

Após identificar propriedades com boas localizações, é intenção da empresa procurar investidores que tenham interesse em investir em projetos imobiliários que lhes proporcionem rendibilidades interessantes para os seus capitais por via do aluguer e/ou venda, deixando à empresa tarefas relacionadas com a gestão operacional dos ativos.

A empresa tem um capital social de 7.500 €, distribuídos de forma equitativa por três sócios: René Kalkbrenner, John Harris e Marcos Silva.

A empresa Oásis Invest trabalha em parceria com a empresa de administração de propriedades “René Kalkbrenner”, com a empresa de arquitetura “Desenhos & Arquitetos”, a qual pertence ao Sr. John Harris e com a empresa “Advogados & Associados”, a qual pertence ao Sr. Marcos Silva.

A função desempenhada no estágio esteve ligada ao apoio à gestão da empresa Oásis Invest nas tarefas relacionadas com a oferta de serviços especializados.

2.2.1 Organização Interna

A Oásis Invest é então constituída pelo Sr. René Kalkbrenner, responsável pela coordenação e gestão dos projetos, pelo Sr. John Harris, responsável pelo departamento de arquitetura e pela gestão dos projetos e pelo Sr. Marcos Silva, responsável pelo apoio jurídico da empresa.

O Sr. René Kalkbrenner após ter completado o seu curso profissional na escola de comércio alemã em Lisboa, teve a oportunidade de gerir o seu primeiro projeto de construção de um escritório para 200 trabalhadores assistido pela Price Waterhouse Coopers. Finalizado o projeto, teve uma breve passagem pela PwC como técnico interno e de seguida aceitou a oferta do seu pai para se juntar ao negócio da família.

Desde então, acompanhou vários projetos de construção e remodelação como parte integrante do seu trabalho de administração de propriedades, para os quais a procura de uma tecnologia cada vez melhor e mais moderna com a orientação para soluções de problemas ambientais tem vindo a crescer constantemente.

O Sr. John Harris, diretor da empresa “Desenhos & Arquitetos”, decidiu em 1998 mudar-se do Reino Unido para Portugal. O Sr. Harris decidiu seguir a sua formação superior em arquitetura fazendo o seu Bacharelato na Universidade de Southbank em Londres e finalizou os seus estudos com um Mestrado em Arquitetura no ISMAT em Portimão.

O Sr. Harris trabalhou 10 anos numa das principais empresas pelo desenvolvimento de *resorts* turísticos de apartamentos, moradias, vivendas, hotéis, campos de golfe e clubes privados do Algarve. O Sr. Harris trabalhou em conjunto com alguns dos melhores arquitetos, *designers*, engenheiros e empresas de construção em Portugal e até mesmo do mundo, tendo ao longo da sua carreira adquirido um vasto conhecimento sobre o sistema de construção e licenciamento português.

O Sr. Marcos Silva terminou a sua licenciatura em Direito na Universidade Lusíada de Lisboa, em 2006 e começou a exercer a sua atividade no Algarve em 2007. Tendo-se especializado profissionalmente na área do direito comercial, direito imobiliário e direito fiscal, trabalha principalmente com clientes estrangeiros e clientes com interesses de investimento em Portugal.

Em 2011, o Sr. Silva juntamente com três colegas criou a empresa “Advogados e Associados”, tendo esta nova empresa capacidade para prestar serviços de alta qualidade aos seus clientes internacionais.

Devido à experiência em investimentos imobiliários no Algarve ao longo dos últimos anos, o Sr. Silva conhece muito bem as necessidades dos clientes não residentes e por isso a parceria com o Sr. Harris e o Sr. Kalkbrenner tem todas as condições para ter sucesso e de poderem prestar o melhor serviço possível aos clientes da Oásis Invest.

2.2.2 Serviços e Objetivos

A indústria de construção oferece-nos todos os dias novas soluções para praticamente qualquer tipo de habitação moderna. O desenvolvimento de uma casa nova passou a ser mais do que uma simples construção, sendo as possibilidades, hoje em dia, muito mais complexas, desde escolhas relativamente a tecnologias de iluminação e domótica, aproveitamento inteligente dos espaços até aos pormenores mais básicos como os tijolos.

As possibilidades são praticamente ilimitadas desenvolvendo a criatividade com as soluções tecnológicas e ambientais de hoje em dia. A Oásis Invest reuniu parceiros que reconhecem estes desafios e que apreciam a variedade de possibilidades de construção atuais.

A empresa oferece uma variedade de serviços relacionados com investimentos em propriedades em parceria com prestadores de serviços locais de alta qualidade.

- **Mediação Imobiliária**

O ambiente económico atual evidencia imensas oportunidades imobiliárias em Portugal, desde terrenos a vivendas de luxo.

Os anos de experiência no ramo imobiliário e os inúmeros contactos com agências imobiliárias no Algarve fazem da Oásis Invest o parceiro ideal para encontrar o que o

cliente procura. Por conta do seu potencial cliente, a empresa esforça-se por criar um portfólio² a apresentar ao cliente que possam corresponder às suas preferências.

Nos imóveis da banca e nos leilões de imóveis do Estado encontram-se, por vezes, oportunidades de negócio bastante vantajosas, sendo o trabalho da Oásis Invest avaliar as propriedades interessantes na ótica do cliente, eliminando, assim, um obstáculo, praticamente intransponível, para o investidor estrangeiro: a comunicação.

- **Serviços Jurídicos**

A Oásis Invest uniu forças com um conjunto de profissionais jurídicos da “Advogados & Associados” para garantir que todos os requisitos legais dos clientes ficam assegurados.

Investir num país estrangeiro, evitando a ocorrência de situações ou surpresas desagradáveis, requiere o conhecimento da mais variada legislação. Por esta mesma razão, a Oásis Invest consulta e apoia o cliente passo a passo, em todos os contratos e decisões necessárias, para que este possa agir da melhor forma possível com toda a informação indispensável.

- **Arquitetura**

A missão da empresa é proporcionar aos seus clientes um serviço global na consultoria imobiliária e face à parceria que criou com a empresa “Desenhos & Arquitetos”, pode proporcionar a adaptação do produto à perfeita conceção do cliente, estudando as melhores soluções arquitetónicas em todas as fases do projeto.

² Conjunto de propriedades para venda.

- *Design* de Interiores

A Oásis Invest tem como objetivo ficar acima da concorrência e encontrar as melhores soluções para tudo o que o cliente desejar que a sua casa tenha, criando espaços de habitação onde se verifica uma fusão entre *design*, funcionalidade e durabilidade, de forma a proporcionar a mais luxuriosa experiência habitacional.

- Gestão de Projetos

Quer se trate de uma construção nova ou reconstrução, um projeto de construção não é trabalho para uma pessoa só, portanto tem que se conhecer as pessoas certas para fazer um bom trabalho e assegurar assim que o projeto será um sucesso.

Os gestores de projetos acompanham as obras para se certificarem de que os projetos correm como planeados e de acordo com as expectativas dos clientes. Desde o primeiro passo até à entrega das chaves, os projetos são cuidadosamente acompanhados e documentados de forma a se poder fornecer ao cliente informação e material fotográfico com regularidade.

- Administração de Propriedades

Uma vez concluída a casa, chega a altura do cliente pensar a quem vai confiar a manutenção diária da sua propriedade.

A empresa de administração de propriedades Kalkbrenner está ao serviço dos seus clientes desde 1980, tendo como objetivo oferecer-lhes o melhor pacote de administração, desde serviço de limpeza, de piscina e jardinagem até ao serviço técnico necessário para manter as propriedades nas melhores condições possíveis.

O serviço de administração é ainda mais abrangente, por exemplo, no caso de o proprietário decidir colocar a sua propriedade no mercado ao alugá-la nos períodos da

sua ausência, a empresa Kalkbrenner procura satisfazer todas as necessidades dos clientes. Conforme os desejos individuais de cada cliente poderá ser providenciado desde uma pequena quantidade de produtos alimentares essenciais à chegada até ao aluguer de um automóvel, assim como o registo dos clientes para o Serviço de Estrangeiros e Fronteiras ou atendimento e apoio em casos de emergência aos clientes em horário pós-laboral.

2.3 Percurso e Tarefas Desenvolvidas no Estágio

O estágio na Oásis Invest teve início a 1 de Dezembro de 2011 e terminou a 31 de Agosto de 2012.

Para que se entenda os pormenores a fundo do negócio, é necessário passar-se por todas as áreas de trabalho que o projeto engloba. Neste sentido, as minhas primeiras funções foram desenvolvidas na empresa René Kalkbrenner, onde de início foi essencial conhecer as propriedades todas que se encontram sob a administração da mesma.

Este processo foi importante para se interiorizar as preferências dos clientes e perceber os pormenores que tornam um imóvel mais requisitado do que o outro. Os gostos e estilos variam muito de nacionalidade para nacionalidade, tendo, por exemplo, os ingleses preferência pelo estilo clássico e senhorial e os alemães pelo estilo moderno e simplista. A maioria dos clientes prefere vista mar, outros preferem estar isolados no campo. São, portanto, vários os requisitos a ter em conta, sendo alguns dos elementos que valorizam uma propriedade, o ar condicionado, uma piscina com bomba de calor, o sistema de alarme, satélites em alemão e inglês, para que ambas as nacionalidades possam desfrutar dos sistemas audiovisuais, portão elétrico, zona de *barbeque*, jacuzzi, quartos *en suite*, aquecimento de chão, entre outros.

Durante dois meses tive oportunidade de realizar a contabilidade interna das propriedades, de forma a conseguir ter uma boa noção de todo o tipo de custos e rendimentos que uma propriedade de luxo alugada para férias implica. Estes custos englobam, por exemplo, custos com pessoal (empregada de limpeza, jardineiro e manutenção de piscina), eletricidade, gás, água, IMI e custos de manutenção em geral para se manter as casas sempre nas melhores condições possíveis. Os rendimentos são na sua maioria as rendas cobradas. A contabilidade interna dos proprietários não corresponde a uma contabilidade oficial elaborada por um contabilista, no entanto, segue de uma forma simplificada as contas principais de lançamento dos documentos, apenas não é tomado em consideração o apuramento do IVA. Na prática, o valor total da fatura é lançado numa conta correspondente de custo ou proveito em

contrapartida da conta caixa. Esta contabilidade interna tem apenas a função de demonstrar, de forma lógica e coerente, aos proprietários dos imóveis quais os custos e proveitos mensais que incorrem com as suas propriedades e qual o valor monetário disponível nas suas contas para a manutenção das suas propriedades. No fim de cada mês, é enviado o extrato mensal a cada proprietário.

Durante dois outros meses efetuei a gestão das reservas, de forma a perceber melhor quais os critérios que levam uma propriedade a receber rendas mais elevadas do que outra, como por exemplo, a localização, o tamanho, o número de quartos, a área do jardim, assim como todos os elementos referidos anteriormente. Os preços também variam consoante as épocas. Existem quatro épocas diferentes: de pico, alta, média e baixa. Naturalmente, a época de pico é aquela que apresenta os preços mais elevados, baixando gradualmente, sendo a época baixa referente aos preços mais baixos. A época baixa engloba os meses de Novembro até final de Março, com exceção do Natal e Passagem de ano; a época média engloba os meses de Abril e Outubro, Natal e Passagem de ano; à época alta correspondem os meses de Maio, Junho e Setembro; e por fim, à época de pico correspondem os meses de Julho e Agosto.

Uma das primeiras tarefas que me foi solicitada na Oásis Invest, foi a de participar e auxiliar no desenvolvimento da plataforma de apresentação da empresa. Esta foi elaborada em inglês e descreve as funções, objetivos, serviços e parcerias da empresa e apresenta o portfólio atual da empresa.

Tive a oportunidade de desempenhar uma tarefa durante o estágio que consiste em encontrar propriedades com elevado potencial e interesse para investidores imobiliários estrangeiros. Esta tarefa é desenvolvida mais adiante, no ponto 2.4.

Foi-me possível, durante o estágio, de acompanhar os estudos de viabilidade das propriedades, ou seja, depois de identificadas as propriedades de interesse, é necessário recolher informações junto das entidades responsáveis (Camaras Municipais) com a finalidade de se constatar a composição e a inserção em projetos urbanísticos existentes dessas mesmas propriedades.

Tive, também, a oportunidade de acompanhar os processos a seguir na aquisição e construção de imóveis, assim como tive algum contacto com os trâmites legais e impostos a que este tipo

de processos estão sujeitos. Estes processos são descritos metodicamente mais adiante, nos pontos 2.5 e 2.6.

Outra das tarefas desenvolvidas na Oásis Invest foi a de pesquisar e fazer um levantamento de custos para materiais, eletrodomésticos e mobiliário de alta qualidade para a elaboração de um orçamento a ser apresentado a potenciais clientes.

Baseando-me nos dados históricos do aluguer das propriedades na empresa de administração e nas informações que me foram fornecidas, foi-me solicitado que elaborasse uma estimativa dos fluxos de caixa previsionais para o potencial investidor.

Por fim, outra das tarefas desenvolvidas na entidade de acolhimento foi a avaliação do projeto de investimento utilizando os métodos de análise de investimentos apresentados no capítulo 3.

2.4 Enquadramento no Mercado Imobiliário

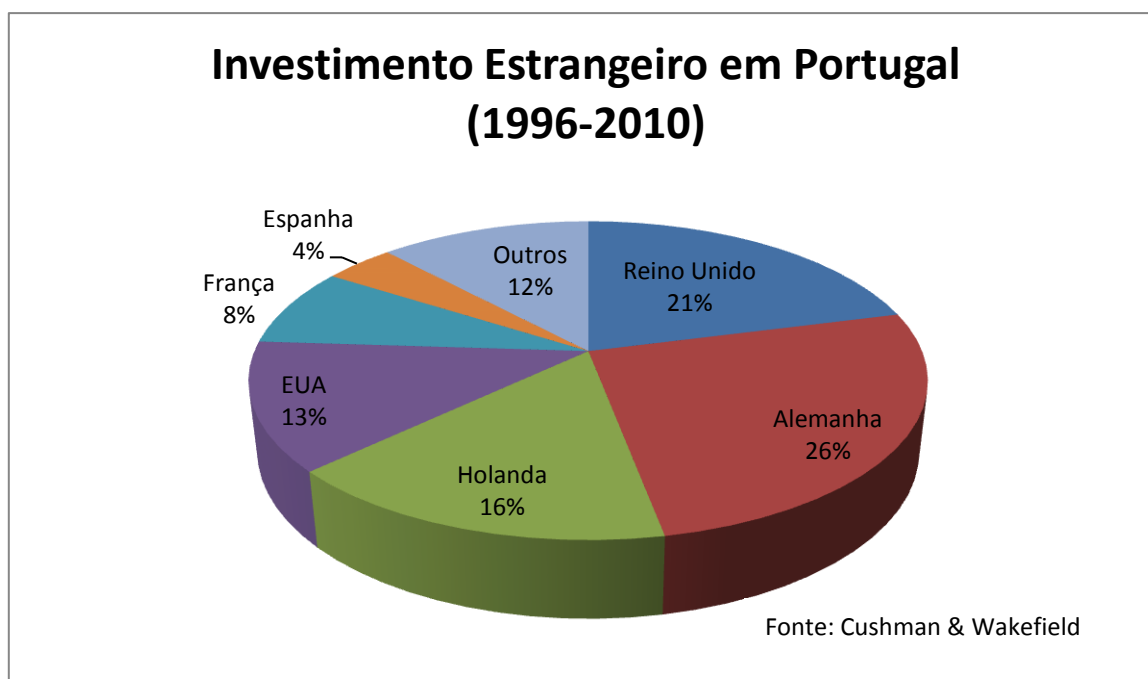
Apesar da crise, Portugal continua a ser interessante para os investidores estrangeiros no sector imobiliário, uma vez que possui oferta suficiente para os diferentes interesses: habitação permanente, casa de férias ou somente investimento.

De acordo com o INE (Instituto Nacional de Estatística), os investidores internacionais veem em Portugal um mercado que oferece ainda rentabilidades compatíveis com outros mercados emergentes, mas que regista níveis de risco consideravelmente inferiores.

Menciona, ainda, que os volumes de investimento em 2010 passaram de valores na ordem dos 180 milhões de euros para mais de 400 milhões de euros, dos quais cerca de 90% corresponderam a capital estrangeiro.

Refere o Guia de Investimento Imobiliário que até 2011 e ao longo dos últimos 14 anos, mais de 4 mil milhões de euros foram aplicados por investidores alemães, franceses, holandeses, americanos, britânicos e de outras nacionalidades.

Figura 2.1 – Investimento estrangeiro imobiliário em Portugal (1996-2010)



Mais de 50 investidores internacionais investiram, direta ou indiretamente, em Portugal desde a adesão à moeda única europeia. Porém, este número poderia ser superior, pois a reduzida dimensão do mercado não foi, por vezes, capaz de oferecer produto suficiente em número, qualidade e dimensão, para satisfazer toda a procura que então se registava.

O futuro da atividade de investimento imobiliário em Portugal estará intrinsecamente ligado ao desempenho futuro da economia e dos mercados financeiros. O facto de o país estar na zona Euro e de apresentar um bom histórico na capacidade de reequilíbrio das suas contas faz com que muitos investidores se sintam seguros ao investir no mercado nacional.

As regiões mais procuradas pelos estrangeiros são o Algarve e a zona da grande Lisboa.

No âmbito deste relatório de estágio vamos apenas analisar a situação de mercado do Algarve, sendo que o preço dos imóveis de luxo no Algarve se situa entre os mais elevados do país de acordo com o INE, variando entre 3400€ e 4000€ por metro quadrado, tendo em média um preço de construção entre 1400€ e 1900€ por metro quadrado.

Além do tamanho e qualidade da construção, a localização do edifício é o fator que mais influência o preço. As propriedades mais caras são aquelas que se localizam perto das praias ou em campos de golfe. No entanto os objetos de interesse procurados pela Oásis Invest são apenas as propriedades à beira-mar. Quanto melhor for a qualidade paisagística (aliando natureza e mar), maior é o interesse na propriedade.

Uma das tarefas que me foi atribuída no decorrer deste estágio foi a de encontrar propriedades de interesse para a empresa. Esta tarefa é muito interessante, pois apresenta-se a oportunidade de desenvolver a capacidade e aptidão para reconhecer propriedades com elevado potencial para investidores imobiliários.

Existem várias formas diferentes de se encontrar estas propriedades: a primeira consiste em percorrer a costa de carro e encontrar terrenos, por norma com ruínas, com uma boa vista mar, posteriormente dirigir-se ao departamento das finanças local e/ou à camara local e tentar saber quem é o proprietário do dito terreno. Por vezes, também é possível, descobrir muitas informações através dos vizinhos das ditas propriedades.

A segunda consiste no mesmo do que a primeira, no entanto nesta encontra-se terrenos que se encontram à venda e estão devidamente sinalizados como tal por uma placa.

Outra forma, passa por contactar agências imobiliárias. Esta opção tem a vantagem de que grande parte do trabalho já foi feito quanto ao estudo de viabilidade, no entanto, tem a desvantagem de que se acrescenta mais um intermediário ao processo, o que significa mais custos.

Uma outra forma ainda de encontrar propriedades que possam ter interesse para os clientes da Oásis Invest é através de recomendações, isto é, proprietários de terrenos ou vivendas que estão interessados em vender, no entanto não publicam a sua intenção e através de terceiros esta informação chega à empresa. Esta opção acontece com menos frequência mas, por vezes, são das mais interessantes.

E por fim, outra possibilidade ainda consiste em tentar encontrar propriedades de interesse em leilões estatais e da banca. Estes têm a vantagem de terem um preço de compra muito baixo em relação aos preços praticados no mercado, por outro lado, a probabilidade de sucesso na procura é mais reduzida, principalmente tendo em conta os limites dos parâmetros de procura.

2.5 Processo de Aquisição e Construção

Ao longo do estágio, foi-me dada a oportunidade de acompanhar o processo de aquisição e construção de uma propriedade, sendo várias as fases deste processo:

- A aquisição de um imóvel é um processo longo e burocrático, para a qual numa primeira fase é aconselhável fazer-se a avaliação do mesmo. O custo da avaliação de uma propriedade pode rondar os 500€.
- Numa segunda fase é elaborado o contrato de promessa de compra e venda. Nesta altura é realizado o pagamento de sinal, o qual, normalmente, é não-reembolsável. O contrato de promessa de compra e venda é elaborado por um advogado e assinado por ambas as partes. Poucos dias antes da escritura é realizado o pagamento do IMT.
- Na terceira fase é realizada a escritura. A escritura prevê que o comprador obtenha o título da propriedade com todos os direitos inerentes e é realizada na presença de uma das entidades competentes para legalizar o ato (notários, advogados, solicitadores, Câmaras de Comercio e Indústria e Serviços de Registo).
- Numa quarta fase é feito o registo da escritura do imóvel na Conservatória do Registo Predial. Este registo pode ter um custo de cerca de 750€.
- Nesta altura pretende-se tomar as medidas necessárias que possibilitem a construção do imóvel. Então, numa quinta fase, consoante o Alvará do loteamento, documento onde se encontram descritas as regras do loteamento e onde está definido o tipo de construção possível para esse lote, é feito um levantamento topográfico.
- Na sexta fase, o arquiteto elabora o projeto de arquitetura e pede ao engenheiro para fazer os projetos de especialidades, para os quais os elementos a apresentar, geralmente, são termos de responsabilidade, memórias descritivas dos projetos, plantas de localização, plantas de alçadas e cortes, cálculos e declarações sobre: a estabilidade e estruturas, abastecimento de água, drenagem de águas residuais, drenagem de águas pluviais, isolamento térmico, sistemas energéticos de climatização, acústica, instalações elétricas, infraestruturas de telecomunicações, instalações de gás, projeto de segurança contra incêndios, segurança na obra e arranjos exteriores.

- Na sétima fase, o arquiteto faz um requerimento à Câmara Municipal chamado de “comunicação prévia”, onde juntamente tem que entregar o projeto de arquitetura, que engloba a calendarização (cronograma de execução), a estimativa orçamental, a folha de estatísticas, a memória descritiva e justificativa e as respetivas plantas do projeto. Tem, também, que entregar o projeto de especialidades, o alvará, o seguro do construtor, o termo de responsabilidade do técnico responsável da obra (engenheiro do construtor), o termo de responsabilidade de fiscalização da obra, o termo de responsabilidade do autor do projeto, o termo de responsabilidade do procurador dos projetos de especialidades, a certidão predial e a caderneta/registo predial.
- Na oitava fase, a qual ocorre sensivelmente um mês após a entrega da documentação acima referida, a Câmara Municipal entrega o livro de obra ao construtor e só a partir deste momento é possível iniciar a obra.
- A nona fase tem lugar no fim da construção, onde é devolvido o livro de obra à Câmara Municipal juntamente com o termo de responsabilidade do técnico responsável da obra, a tabela das áreas, a folha de estatísticas, o termos de responsabilidade de fiscalização da obra, a certidão predial e a caderneta predial.
- Décima fase – nesta altura, é realizada uma vistoria pela Repartição das Finanças de forma a obter a licença de habitação, sem a qual não é possível alugar ou vender uma casa em Portugal. Desde 2004 é necessário, também, a elaboração de uma ficha técnica. A Ficha Técnica da Habitação (FTH) é um documento descritivo das principais características técnicas e funcionais do prédio urbano para fim habitacional, reportadas ao momento da conclusão das obras de construção, reconstrução, ampliação ou alteração do mesmo. Foi criada pelo Decreto-Lei nº 68/2004, de 25 de Março, e visa reforçar os direitos dos consumidores à informação e proteção dos seus interesses económicos, no âmbito da aquisição de prédio urbano para habitação. É obrigação do Promotor Imobiliário a elaboração da Ficha Técnica da Habitação, bem como da sua disponibilização aos consumidores adquirentes, obedecendo a mesma a um conjunto de requisitos legais e de informações suficientes, que lhes permita apoiar o momento da decisão. Compete ao Promotor e ao Técnico responsável pela execução da obra atestar a correspondência das informações contidas na FTH com as características técnicas e funcionais repostadas ao momento da conclusão da obra.

- Na décima primeira e última fase é, então, feito o registo do imóvel na Conservatória do Registo Predial e dá-se o processo como concluído.

2.6 Enquadramento Fiscal

As aquisições onerosas de imóveis destinados à habitação estão sujeitas a IMT (Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis), a uma taxa que poderá variar entre 0% e 8%, cobrada sobre o respetivo preço ou valor patrimonial tributário, consoante o que for mais elevado. A taxa de IMT aplicável é de 10%, caso o adquirente seja residente em país, território ou região sujeitos a um regime fiscal claramente mais favorável, constantes na lista aprovada pela Portaria nº 150/2004, de 13 de Fevereiro (“Paraíso Fiscal”).

As aquisições de imóveis estão igualmente sujeitas a Imposto do Selo, à taxa de 0,8%, cobrado sobre o mesmo valor sobre o qual incide o IMT (exceto se houver renúncia à isenção de IVA aplicável, caso em que não será devido Imposto do Selo, continuando a aplicar-se o IMT).

Regra geral, ambos os impostos deverão ser pagos pelo adquirente antes da aprovação da escritura pública que titula a transmissão do imóvel. Para esse efeito, o adquirente deverá apresentar junto de qualquer Serviço das Finanças a declaração Modelo 1 de IMT, com base na qual serão efetuadas as liquidações dos referidos impostos.

Em geral, as operações sujeitas a IMT, bem como o arrendamento de bens imóveis, estão isentas de IVA.

O IMI (Imposto Municipal sobre Imóveis) é um imposto anual que incide sobre o valor patrimonial tributário dos imóveis, devido pelos respetivos proprietários a 31 de Dezembro de cada ano. O IMI é, regra geral, pago em duas prestações, nos meses de Abril e Setembro.

Atualmente, as taxas de IMI para imóveis urbanos avaliados a partir de 2004, variam entre 0,3% e 0,5%, para aqueles com valor patrimonial tributário fixado antes de 2004 as taxas variam entre 0,5% e 0,8%. Os imóveis que sejam propriedade de entidades com domicílio fiscal em país, território ou região sujeitos a um regime fiscal claramente mais favorável, vulgarmente designadas como “*offshore*” são tributados à taxa de 1%. O coeficiente de localização é um dos critérios com maior impacto na avaliação dos imóveis e varia,

atualmente, entre 0,35 e 3,5. O coeficiente e as taxas a aplicar, dentro do intervalo permitido, são definidos por cada autarquia.

Os prédios construídos, ampliados, melhorados ou adquiridos a título oneroso por emigrantes, na definição que lhes é dada pelo, gozam de isenção de IMI, desde que verificados os condicionalismos previstos para os prédios destinados a habitação própria e permanente, salvo quanto ao prazo para a afetação desses prédios àquele fim (habitação própria e permanente dos emigrantes ou do respetivo agregado familiar).

Os rendimentos prediais obtidos em Portugal por pessoas singulares ou coletivas não residentes são sujeitos a tributação, à taxa especial de 15%, a qual incidirá sobre o valor das rendas obtidas deduzido das despesas de manutenção e de conservação do imóvel em causa, incluindo o IMI. Sempre que tais rendimentos sejam pagos por entidades que estejam obrigadas a ter contabilidade organizada, os mesmos estão sujeitos a retenção na fonte, à taxa de 16,5%.

Os investidores não residentes estão obrigados a apresentar declaração de início de atividade em Portugal (antes de iniciarem a sua atividade de exploração de imóveis através do arrendamento), bem como a apresentar as respetivas declarações anuais de rendimentos. Tratando-se de pessoas singulares as declarações deverão ser apresentadas durante os meses de Abril ou Maio do ano seguinte àquele a que respeitam, consoante sejam apresentadas em suporte papel ou por via eletrónica, nos casos de pessoas coletivas, as declarações deverão ser apresentadas durante o mês de Maio do ano seguinte àquele a que respeitam.

As mais-valias obtidas por não residentes com a alienação de imóveis sitos em Portugal estão, regra geral, sujeitas a tributação, à taxa de 25%, incidente sobre a diferença positiva entre (i) o valor de aquisição do imóvel, corrigido pelo coeficiente de desvalorização monetária aplicável, acrescido dos encargos com a valorização do imóvel realizados nos últimos 5 anos, e das despesas necessárias e efetivamente praticadas inerentes à aquisição e alienação do imóvel, e (ii) o respetivo valor de realização, que tende a corresponder ao preço de venda.

Os investidores não residentes que sejam pessoas singulares deverão declarar estas mais-valias nos mesmos termos e prazos referidos para os rendimentos prediais, sendo que no caso

dos investidores que sejam pessoas coletivas, as mais-valias obtidas deverão ser declaradas no prazo de 30 dias a contar da data da transmissão.

Contudo, tais mais-valias poderão estar excluídas de tributação em Portugal ao abrigo do Acordo de Dupla Tributação (“ADT”) eventualmente aplicável.

3. REVISÃO DA LITERATURA

3.1 Investimento

De acordo com Sousa (2005) poderá definir-se o investimento como correspondendo a uma aplicação de recursos, em princípio, escassos, que possibilitem por via direta ou indireta, a obtenção de rendibilidade, entendida numa ótica de maximização de Bem-Estar Social.

“O princípio económico nos projetos de investimento traduz-se na realização do benefício máximo com o custo mínimo e é neste contexto que se insere a problemática da avaliação de projetos, em que o investimento constitui a aplicação de um recurso escasso a realizar da forma mais adequada, em termos da sua rendibilidade e dos seus efeitos macroeconómicos.” (Marques, 2006).

Um projeto de investimento tem várias fases e etapas e cada autor defende um procedimento diferente para o ciclo de um projeto. Existem, de facto, múltiplas formas de elaborar e acompanhar a vida de um projeto. Marques (2006) defende que,

“... a problemática da avaliação de projetos constitui apenas uma das etapas do ciclo do projeto que compreende diversas fases: identificação do projeto, preparação ou elaboração, avaliação, decisão, realização ou execução e respetivo controlo material e financeiro, funcionamento ou exploração, controlo e fiscalização, avaliação *ex-post*.”.

Portanto, na prática, dever-se-á escolher os passos sequenciais mais adequados a cada caso.

Resumidamente, de acordo com Marques (2006), a fase de identificação do projeto desenvolve-se a partir da identificação e seleção de oportunidades de investimento existentes, onde são feitas investigações, normalmente ainda sem o envolvimento de grandes custos.

Clarificando-se as ideias, avança-se para o terreno do projeto, transformando oportunidades de investimento em projetos. Desta forma, dá-se início ao ciclo do projeto.

A fase de preparação ou elaboração do projeto corresponde a uma atividade de pesquisa e demonstração de que o projeto é implementável do ponto de vista técnico, económico e financeiro. São feitos estudos de pré-viabilidade, os quais contemplam aspetos relacionados com os estudos de mercado, estudos técnicos, económicos e financeiros os quais possibilitam uma previsão dos custos e benefícios esperados com a implementação do projeto.

Na fase de avaliação do projeto é realizado um estudo de viabilidade mais aprofundado que leva à fase de avaliação final onde se terá a última hipótese de aceitar ou não o projeto. A avaliação pode ser feita em diferentes perspetivas, neste caso, isto é, no caso de projetos mais pequenos apenas se aplica a perspetiva financeira, onde se tenta verificar se os recursos aplicados serão recuperados e remunerados adequadamente, portanto se o projeto terá proveitos superiores aos custos. Em projetos de média e grande dimensão já será necessário, para além da avaliação financeira, proceder a uma avaliação económica e social, de forma que se possa averiguar quais os impactos desta ordem que a implementação do projeto poderá provocar.

No nosso caso, chegando à fase de decisão, se a conclusão da avaliação for positiva, portanto, se o projeto revelar retorno suficiente e o investidor estiver disposto a investir, o projeto deverá ser implementado. Se, pelo contrário, a conclusão da avaliação for negativa e o projeto não revelar proveitos superiores aos custos, então a decisão deverá ser de abandonar o projeto e/ou procurar alternativas mais viáveis.

Na fase de implementação, execução ou realização do projeto é verificada a afetação dos recursos ao projeto, isto é, a obtenção das diferentes autorizações e licenças oficiais, as negociações com os diferentes construtores e fornecedores, desenha-se o projeto das instalações e dos equipamentos no papel, são executadas as construções e a coordenação das obras, é feito um planeamento e controlo da execução, aquisição e montagem dos equipamentos, organização da inspeção e fiscalização geral. Portanto, procede-se à realização efetiva dos investimentos, sendo estes adequadamente acompanhados na sua realização física e financeira e as respetivas correções, quando necessárias.

Na fase de funcionamento ou de exploração é quando o projeto começa a gerar proveitos, logo é nesta fase que se determina a remuneração económica anual e são testadas todas as projeções anteriores.

Na fase de controlo e acompanhamento são analisados documentos contabilísticos e é realizada uma gestão constante por forma a serem introduzidas ações corretoras com vista à maximização dos resultados económicos e financeiros.

A avaliação *ex-post* corresponde a um balanço final dos resultados obtidos pelo projeto nas vertentes financeiras, económicas, materiais e sociais. É uma fase que proporciona lições a reter para o lançamento de novos projetos.

Em todo este processo, a posição a seguir pelo analista deverá ser sempre dirigida para a otimização e eficácia no sentido de prosseguir com novas reformulações, enquanto não concluir que a formulação a que chegou é a melhor variante de todas.

3.2 Regras de Decisão de Investimentos

A análise de investimentos é um processo que visa permitir a tomada de decisões respeitante às aplicações permanentes a efetuar pelos diversos tipos de organizações.

De acordo com Damodaran (2001), existem diferentes categorias de regras de decisão de investimentos. Segue-se uma breve apresentação das mesmas, começando pelas regras de decisão baseadas na contabilidade, passando para as regras baseadas em fluxos de caixa e terminando com as medidas baseadas em fluxos de caixa ponderados pelo valor temporal do dinheiro.

3.2.1 Regras de Decisão Baseadas na Contabilidade

- **Retorno sobre o Capital ou *Return on Capital*:** Neste caso o retorno sobre o capital é comparado ao custo do capital. Se o retorno sobre o capital excede o custo do capital, então o projeto deve ser aceite. Se o retorno sobre o capital for inferior ao custo do capital então o projeto deve ser rejeitado.

Numa base antes de impostos:

$$ROC = \frac{\textit{Lucros antes de juros e impostos}}{\textit{Valor residual médio do investimento total do projeto}}$$

Numa base depois de impostos:

$$ROC = \frac{\textit{Lucros antes de juros e impostos (1 - Taxa de imposto)}}{\textit{Valor residual médio do investimento total do projeto}}$$

- **Retorno sobre o Património Líquido ou *Return on Equity*:** Mede a taxa de retorno das participações dos detentores de ações comuns. O retorno sobre o património representa se uma empresa utiliza os fundos de investimento de forma benéfica para gerar crescimento de rendimentos. Se o retorno sobre o património líquido exceder o custo do património então o projeto deve ser aceite, caso o retorno sobre o património seja superior ao custo do património, então o projeto deve ser rejeitado.

$$ROE = \frac{\textit{Resultado Líquido}}{\textit{Valor residual médio dos capitais próprios}}$$

As taxas destas medidas baseadas na contabilidade dependem da contabilização de investimentos e resultados, tendem a aumentar com o tempo, não levam em conta o valor temporal do dinheiro e baseiam-se em resultados e não em fluxos de caixa.

3.2.2 Regras de Decisão baseadas nos Fluxos de Caixa

- **Fluxos de Caixa sobre a Empresa ou *Free Cash Flow to the Firm*:** representa o fluxo de caixa colocado à disposição de todos os investidores na empresa, depois de impostos e de consideradas as despesas de investimentos.

$$FCFF = \textit{Lucros antes de juros e impostos} \times (1 - \textit{Taxa de imposto}) + \textit{Amortizações e outras despesas não desembolsáveis} - \textit{Despesas de investimentos} \pm \textit{Acréscimo de Necessidades de Fundo de Maneio}^3$$

³ Necessidades de Fundo de Maneio é a diferença entre as necessidades cíclicas e os recursos cíclicos, ambos relacionados com o ciclo de exploração da atividade.

- **Fluxos de Caixa sobre o Património e o Capital ou Free Cash Flow to Equity:** representa o fluxo de caixa disponível para os detentores de capital na empresa, depois de impostos, de novas dívidas e de consideradas as despesas de investimento.

FCFE = Resultado Líquido + Amortizações e outras despesas não desembolsáveis – Despesas de investimentos +/- Acréscimo de Necessidades de Fundo de Maneio – Reembolsos de dívida + Novas dívidas contraídas

3.2.3 Regras de Decisão baseadas no Fluxo de Caixa Descontado ou *Discounted Cash Flow*

As regras de decisão de investimentos baseada em *discounted cash flows*, não só substituem as anteriores como também, consideram o valor temporal do dinheiro. As medidas mais utilizadas são as seguintes e serão explicadas ao pormenor no ponto 3.3:

- Payback
- Valor Atual Líquido
- Taxa Interna de Rendibilidade
- Taxa Interna de Rendibilidade Modificada

Comparando as regras de decisão de investimentos, verifica-se que a regra mais eficaz para decidir sobre investimentos, especialmente para empresas sem restrições sobre investimentos de capital, é o valor atual líquido. Para empresas com restrições significativas de capital, a taxa interna de rendibilidade é uma boa alternativa.

3.3 Métodos de Análise de Investimentos Utilizados

As principais técnicas financeiras de análise de investimentos imobiliários são o Valor Atual Líquido (VAL), a Taxa Interna de Rendibilidade (TIR), o PAYBACK e o Índice de Rendibilidade (IR).

3.3.1 VAL - Valor Atual Líquido

O Valor Atual Líquido (VAL) ou *Net Present Value* (NPV), como é chamado em inglês, tem como objetivo avaliar a viabilidade de um projeto de investimento através do cálculo do valor atual dos fluxos de caixa. Se o valor do investimento for inferior ao valor atual dos fluxos de caixa, então o VAL será positivo, o que significa que o projeto apresenta uma rentabilidade positiva. No caso do VAL ser negativo, não se deverá investir no projeto.

Vários autores como, por exemplo, Brealey, Myers e Allen (2007) e Damodaran (2001), indicam o VAL como sendo a melhor técnica de avaliação de investimentos, pois o critério do VAL ensina-nos primeiro, a ter em conta o valor temporal do dinheiro, afirmando que o valor de um euro hoje é superior ao valor de um euro amanhã, porque um euro hoje pode ser investido logo para começar a render imediatamente.

“Segundo, o valor atual líquido depende unicamente dos fluxos de tesouraria previsionais do projeto e do custo de oportunidade do capital. Qualquer critério de análise de investimentos que seja afetado pelas preferências do gestor, pelo método de contabilidade escolhido pela empresa, pela rendibilidade da atividade atual da empresa, ou pela rendibilidade de outros projetos autónomos, conduzirá a piores decisões.” (Brealey, Myers, Allen, 2007).

Terceiro, devido à propriedade aditiva do VAL podem ser somados o VAL de um investimento A e o VAL de um investimento B, pois o “VAL do investimento conjunto é igual à soma do VAL de cada um dos projetos: $VAL(A+B) = VAL(A) + VAL(B)$. Esta é uma característica única, que facilita a tomada de decisões no que respeita à carteira de investimentos imobiliários.” (Neves, Montezuma, Laia, 2010).

Para se poder calcular o VAL é necessário primeiramente, ser feita uma estimativa do investimento a realizar com a respetiva escala temporal e os seus fluxos de caixa previsionais. Seguidamente, terá que se determinar o custo do capital, sendo este o valor mais complexo de ser determinado. O custo do capital será, então, utilizado para atualizar os fluxos de caixa previsionais e o investimento face ao risco envolvido, para o momento presente. Adicionando-se estes valores atualizados no momento presente obtém-se:

$$VAL = C_0 + \frac{C_1}{(1+r)^1} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+r)^n}$$

Onde C_0 , geralmente, é negativo pois corresponde ao valor do investimento no momento 0, isto é hoje, ao qual são somados os fluxos de caixa atualizados até ao ano n .

De forma generalizada tem-se:

$$VAL = \sum_{i=0}^n \frac{CF_i}{(1+r)^i}$$

Em que:

VAL – Valor atual líquido.

CF_i – *Cash flow* ou Fluxo de caixa de cada um dos anos considerados.

r – Taxa do custo do capital ou taxa de atualização.

i – Ano considerado.

3.3.2 TIR – Taxa Interna de Rendibilidade

“O critério para a decisão de investimento com base na taxa interna de rendibilidade é o de aceitar um projeto de investimento, se o custo de oportunidade do capital for menor do que a taxa interna de rendibilidade. Se o custo de oportunidade do capital for menor do que a TIR então o projeto tem um VAL positivo quando for atualizado à taxa do custo de oportunidade do capital. Se for igual à TIR, o projeto terá um VAL nulo. E se for maior do que a TIR, então o projeto terá um VAL negativo. Deste modo, quando comparamos o custo de oportunidade do capital com a TIR do nosso projeto, estamos efetivamente a perguntar se o nosso projeto tem um VAL positivo. Este critério dá a mesma resposta que o critério do valor atual líquido sempre que o VAL de um projeto é uma função continuamente decrescente da taxa de atualização.” (Brealey, Myers, Allen, 2007).

O valor da TIR é determinado a partir da fórmula de cálculo do Valor Atual Líquido. Se igualarmos o VAL a zero e resolvermos a equação em função da taxa de desconto, encontramos o valor da TIR. Esta expressão determina a taxa de rentabilidade mínima para tornar um projeto viável.

$$CF_0 + \frac{CF_1}{(1 + TIR)} + \frac{CF_2}{(1 + TIR)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1 + TIR)^n} = 0$$

De forma generalizada:

$$\sum_{i=0}^n \frac{CF_i}{(1 + TIR)^i} = 0$$

Conclui-se, então, que a TIR e o VAL conduzem às mesmas decisões em investimentos isolados. Contudo, em investimentos alternativos nem sempre conduzem à mesma decisão. Nesses casos, o critério de decisão do VAL é mais adequado do que a TIR.

“A TIR, tal como o VAL, tem em consideração o valor temporal do dinheiro, mas o risco só é considerado na análise se se fizer a comparação com o custo do capital. Mas o cálculo da TIR apresenta um problema nos seus pressupostos, pois considera que o fluxo de caixa gerado em cada ano pode ser reinvestido à TIR. Note-se, no entanto, que quando se consegue uma oportunidade de investimento interessante, voltar a aplicar os fluxos de caixa daí gerados à mesma taxa de rendibilidade é um pressuposto pouco razoável. Para ultrapassar este inconveniente pode utilizar-se, em alternativa, a taxa interna de rendibilidade modificada.” (Neves, Montezuma, Laia, 2010).

No entanto, não vamos aprofundar este conceito, pois no nosso caso vamos assumir que a TIR é igual à TIRM ($TIR=TIRM$), ou seja, que a taxa de reinvestimento é igual à TIR.

3.3.3 PAYBACK (Atualizado)

Este critério pretende determinar o período de recuperação do capital investido num determinado projeto de investimento. Para calcular o período de recuperação do capital tendo em conta o custo do capital, terá que se somar os fluxos de caixa atualizados, ano a ano, até ao ponto onde se alcança o total do capital investido. Desta forma, é identificado o tempo, em anos e meses, que é necessário até se recuperar o capital investido.

Neves, *et al.* (2010) afirmam que o *Payback* é uma técnica de avaliação muito simples e de fácil utilização, adequada para investimentos de alto risco, mas não considera os fluxos de caixa posteriores à data da recuperação do investimento, tornando-se desvantajoso para investimentos de longa duração e por esta razão não é a melhor técnica para avaliar investimentos imobiliários.

3.3.4 IR – Índice de Rendibilidade

Este critério representa o quanto o investidor poderá ganhar por cada unidade de capital investido. É calculado através do rácio entre o valor dos fluxos de caixa atualizados e os respetivos investimentos atualizados (o valor do investimento será atualizado para o ano 0 caso o investimento seja realizado em mais do que um período).

$$IR = \frac{VA}{I}$$

Onde:

IR – Índice de rendibilidade

VA – Valor atual dos fluxos de caixa

I – Valor do investimento

Se o IR for superior a 1, significa que o valor atual dos fluxos de caixa gerados pelo investimento é superior ao investimento, ou seja o investimento cria valor para o investidor e por esta razão deve-se aceitar o investimento.

Se o IR for inferior a 1, então a conclusão é inversa, portanto não se deverá aceitar o projeto.

Sabemos também que, se $IR > 1$, então $VAL > 0$ e $TIR > r$;

Se $IR < 1$, então $VAL < 0$ e $TIR < r$;

Se $IR = 1$, então $VAL = 0$ e $TIR = r$.

Portanto, quanto maior for o IR mais valor cria para o investidor.

Conclui-se então que, como já referido anteriormente, o método de análise do Payback não é o mais adequado a investimentos de longa duração como o imobiliário, no entanto, para investimentos convencionais, o VAL, a TIR e o IR conduzem às mesmas decisões.

“... o VAL representa o valor criado para o investidor e o IR representa esse mesmo valor criado, ponderado pelo capital investido. Por conseguinte, pode dizer-se que o VAL é o melhor método para a tomada de decisão de investimento quando não existem restrições de capital, enquanto o IR maximiza o valor do capital investido nas situações em que existam restrições orçamentais. Quer o VAL, quer o IR têm em consideração o valor temporal do dinheiro e o risco, enquanto a TIR só considera o risco quando se compara com o custo do capital.” (Neves, Montezuma, Laia, 2010).

3.4 Preços Constantes e Preços Correntes

De acordo com Matias e Esperança (2005), a avaliação a preços constantes e a preços correntes leva aos mesmos resultados em certas circunstâncias.

Quando trabalhamos com preços constantes, a atualização deve ser feita com base em taxas reais. No entanto, as taxas de juro do mercado são expressas em termos nominais, logo, é necessário obter a taxa de juro real através da diferença entre a taxa de juro nominal e a inflação.

Pode afirmar-se que uma componente da taxa de juro nominal visa compensar a inflação, ou seja, repor o poder de compra da moeda.

O cálculo da taxa de juro real obtém-se da seguinte forma:

$$i_r = \frac{1 + i_n}{1 + t} - 1$$

Em que:

i_r – Taxa de juro real.

i_n – Taxa de juro nominal.

t – Taxa de inflação.

Os projetos de investimento podem ser elaborados a preços constantes, normalmente com base no ano 0 (metodologia de preços constantes) ou a preços correntes, incorporando a inflação prevista para o período do projeto (metodologia a preços correntes).

A metodologia a preços constantes é mais simples e elimina a incerteza associada à previsão de inflação futura. Esta metodologia é muito útil e adequada em períodos inconstantes de

inflação alta, como o que estamos a viver agora, e pressupõe a hipótese de que a inflação afeta de forma igual todas as rubricas do projeto.

No entanto, apenas a metodologia a preços correntes permite a construção de um plano financeiro ajustado à realidade.

Definindo as regras de tratamento consistente da inflação, obtém-se:

- ✓ Fluxos de caixa calculados a preços correntes devem ser atualizados com taxas de juro nominais;
- ✓ Fluxos de caixa calculados a preços constantes devem ser atualizados a taxas de juro reais.

Tendo em conta que no nosso caso não vamos introduzir o efeito fiscal, isto significa que o resultado é o mesmo, quer os cálculos sejam feitos a preços correntes, quer sejam feitos a preços constantes.

3.5 O Custo do Capital

Como se verificou anteriormente, para avaliar financeiramente um investimento é necessário atualizar os fluxos de caixa previsionais à taxa de custo de oportunidade do capital.

“A taxa de rendibilidade, (...) taxa de atualização, taxa mínima de rendibilidade ou custo de oportunidade do capital, (...) representa a rendibilidade devida ao investimento no projeto que deixa de ser ganha através de uma aplicação em valores imobiliários.” (Brealey, Myers, Allen, 2007).

Neves, *et al.* (2010), definem o custo de oportunidade do capital como “... a rendibilidade que um investidor poderia obter de uma aplicação com risco semelhante à dos fluxos de caixa que obtém no investimento imobiliário que pretende avaliar.”

Existe uma grande dificuldade em determinar a taxa de custo do capital apropriada para a avaliação de um investimento imobiliário, essencialmente devido às limitações de informação sobre o mercado imobiliário em Portugal.

Para calcular a taxa de atualização vamos utilizar o modelo do CAPM – *Capital Asset Pricing Model* – desenvolvido em meados da década de 60 por William Sharpe, John Lintner e Jack Treynor. “O CAPM é certamente o modelo mais conhecido e utilizado no mercado financeiro para estimar o custo do capital próprio. Diversos autores têm também proposto a sua utilização na análise de investimentos e em particular do imobiliário.” (Neves, Montezuma e Laia, 2010). Este modelo financeiro avalia ações relacionando o seu risco com a rendibilidade esperada, permitindo aos investidores avaliar a taxa de retorno mínima dos investimentos por forma a satisfazer as suas expectativas.

O modelo do CAPM decompõe-se em dois tipos de risco:

- O risco específico, não sistemático ou diversificável, o qual se refere ao risco da empresa em relação aos seus concorrentes.
- O risco de mercado, sistemático ou não diversificável, afeta todas as empresas e investimentos em geral, pode no entanto afetar mais uns do que outros devido a alterações nas taxas de juro, legislação, fiscalidade, etc.

O modelo expressa-se matematicamente da seguinte forma:

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Onde:

r_e – Rendibilidade exigida pelos acionistas ou custo de oportunidade do capital próprio.

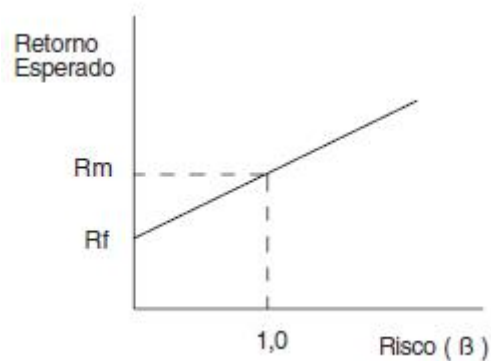
r_f – Taxa de juro sem risco.

β – Beta – Coeficiente de avaliação da sensibilidade do investidor/empresa ao risco, que relaciona o retorno dos valores individuais com o do portefólio do mercado.

r_m – Rendibilidade do mercado.

$(r_m - r_f)$ – Prémio de risco do mercado.

Figura 3.1 – Modelo CAPM



Neves, Montezuma e Laia (2010) afirmam que Draper e Findlay (1982), Geltner (1989) e Decain (1994) foram alguns dos autores que propuseram a adaptação do CAPM ao imobiliário.

No entanto, esta adaptação apresenta alguns problemas baseados nos pressupostos do modelo CAPM, que de acordo com Damodaran (2005) são os seguintes:

- Não existem custos de transação, nem custos fiscais;
- Os ativos são transacionados com frequência;
- Os investimentos são infinitamente divisíveis;
- Os investidores avaliam a sua carteira no final de cada período e são avessos ao risco;
- Não existe informação privada, ou seja, a informação está completamente disponível para todos os investidores, pelo que não há assimetria de informação e portanto os investidores não poderão encontrar ativos sub- ou sobreavaliados;
- Os investidores têm perspetivas homogêneas sobre a distribuição das rendibilidades dos ativos;
- Existe uma taxa de juro sem risco no mercado e os investidores podem obter ou conceder empréstimos a essa taxa de juro.

Como se pode verificar facilmente o mercado imobiliário viola todos os pressupostos do CAPM. Nos EUA estes problemas, sobre a falta de informação do valor dos imóveis e a rendibilidade das aplicações, foram ultrapassados com a introdução dos REIT's (*Real Estate Investment Trusts*) em bolsa.

“Um REIT é uma empresa ou um *trust* que usa o capital investido nela por um grande número de investidores para comprar propriedades de rendimento (*equity* REIT) e/ou empréstimos hipotecários sobre imóveis (*mortgage* REIT). Os REIT's são cotados em bolsa como as ações das

empresas, mas têm condições fiscais especiais, não havendo dupla tributação sobre os dividendos como acontece com os dividendos pagos pelas ações. No mínimo 90% dos lucros devem ser distribuídos na forma de dividendos aos investidores. Desse modo, estes títulos apresentam elevada liquidez contrariamente ao que acontece com o imobiliário em geral e podem ser avaliados com base nos fluxos de caixa previsionais como acontece com as ações.” (Neves, Montezuma e Laia, 2010).

Desta forma existe um índice de mercado imobiliário para estimar os betas e pode ser usado por comparação com um índice geral de ações, como o S&P, para estimar o beta dos REIT's em relação ao mercado de capitais.

“Usando o S&P 500, Breidenbach, Mueller e Schulte (2006) estimaram para o *Equity* REIT um beta de 0,467. Este valor ficou dentro das expectativas (inferior ao das ações das empresas) na medida em que o beta médio das ações cotadas em bolsa é de 1,00. Sendo o imobiliário considerado menos arriscado o seu beta deveria ser inferior à unidade.” (Neves, Montezuma e Laia, 2010).

Apesar deste método apresentar alguns problemas, vamos ter que aplicar estes valores ao nosso caso por falta de dados em Portugal para se poder fazer uma estimativa do beta enquadrado no mercado português. Como é evidenciado por Neves *et al.*, 2010, quando se analisam ativos imobiliários não cotados acresce o risco de liquidez, o qual não é expresso no modelo. Referem, também, que Breidenbach, Mueller e Schulte (2006), verificaram enormes discrepâncias entre os betas imobiliários estimados a partir de índices cotados (NAREIT Index) e índices imobiliários que respeitam fundos imobiliários não cotados (NCREIF Index). Por fim, afirmam, ainda que se deveria ter em consideração o risco em cada um dos segmentos de mercado e a natureza geográfica do imobiliário, devendo-se estimar o beta de cada um dos segmentos, tendo em conta as determinantes da oferta e da procura de cada cidade para os vários segmentos imobiliários – escritórios, lojas, espaços industriais ou habitações. Contudo, como já foi referido anteriormente, Portugal apresenta um mercado

imobiliário pouco transparente, onde devido à falta de informação não é possível fazer esta estimativa.

Sabemos que, um dos princípios fundamentais da teoria financeira é que os investidores são avessos ao risco, portanto, logicamente, exigem maior rentabilidade para um investimento que tenha maior risco.

Como foi visto anteriormente, precisamos de uma taxa de juro sem risco para calcular o custo de oportunidade. Para obtermos esta taxa, vamos considerar a taxa de rentabilidade das obrigações do Tesouro a 5 anos e a 10 anos.

“... A taxa de juro sem risco compensa o investidor em relação ao valor temporal do dinheiro. Depois, se o ativo em que se investe apresenta risco, então o prémio de risco deve compensar o investidor pelo risco que este espera estar inerente a esse investimento. Assim, quanto maior o risco esperado, maior o prémio de risco que o investidor exigirá e, consequentemente, maior a rentabilidade exigida (i.e., maior será a taxa de custo do capital).” (Neves, Montezuma e Laia, 2010).

Podemos consultar as taxas das obrigações do Tesouro através da página na internet do Instituto de Gestão da Tesouraria e do Crédito Público, I.P. – www.igcp.pt – onde em Fevereiro de 2012, na secção dos Títulos da Dívida Pública, se verifica que a 5 anos temos uma taxa de 6,4% e a 10 anos temos uma taxa de 4,8%.

De acordo com Neves *et al.* 2010, para efeito de análise de investimentos, pode-se definir o prémio de risco como “a taxa de rentabilidade acima da taxa de juro sem risco exigida pelo investidor para um determinado investimento ou carteira.” Sendo o valor para o mercado português usado pela banca de investimento de 5% a 5,5% e, de acordo com a estimativa de Damodaran, 5,65%.

Numa outra passagem os mesmos autores afirmam que, o prémio de risco histórico em Portugal é muito variável ao longo do tempo podendo estimar-se entre os 5,0% e os 8,5% e

referenciam também, que Fernandez (2009) afirmou, que o prémio de risco usado pelos professores de finanças na Europa em 2008 foi de 5,3%.

No entanto, em 2012, Fernandez, Aguirreamalloa e Corres afirmam que a média do prémio de risco utilizado em Portugal no ano de 2012 é de 7,2%. Sendo esta a informação mais recente a este respeito, será este o valor de prémio de risco que iremos utilizar para analisar os projetos de investimento.

3.6 A Yield Imobiliária

De acordo com Neves *et al.* 2010, a *yield* no imobiliário é a taxa que resulta da divisão entre o rendimento anual de um bem imobiliário e o valor ou preço de aquisição desse mesmo bem, demonstrando, em determinado momento temporal, a relação existente entre o mercado de arrendamento e o mercado de compra e venda para uma determinada zona geográfica e para um determinado segmento de produto imobiliário, com idêntico risco e com idêntica evolução das rendas.

Formulando-se:

$$y = \frac{R}{V}$$

Em que:

y – yield.

R – Rendimento ou Fluxo de Caixa do bem imobiliário.

V – Valor ou preço de aquisição do bem imobiliário

Esta *yield* é a chamada *yield* corrente, mas para poder ser utilizada como taxa de rendibilidade de um investimento, *yield* total, teria que se acrescentar à fórmula, o crescimento anual do ativo imobiliário (*g*). No entanto, no nosso caso, vamos assumir um crescimento anual constante das rendas e idêntica valorização dos respetivos ativos, onde então, esta taxa de crescimento constante *g* é anulada por uma depreciação do imóvel à taxa constante *d*.

Portanto, pressupondo que o rendimento do imóvel se mantém sempre igual e constante no futuro, podemos utilizar o valor de uma perpetuidade sem crescimento, visto que o bem em causa tem uma vida económica superior a 25 anos, aplicando o modelo de Gordon com $g = 0$,

tendo em conta que vamos trabalhar com uma taxa de juro real e neste caso temos o valor de venda igual à perpetuidade.

Modelo de Gordon:

$$V_0 = \frac{FC}{r - g}$$

Onde:

V_0 – Valor atual do imóvel.

FC – Fluxos de caixa.

r – Taxa de rendibilidade exigida pelo investidor.

g – Taxa de crescimento dos fluxos de caixa na perpetuidade ou da valorização do imóvel.

É de referir que esta fórmula pode ser usada antes ou depois de impostos, no entanto, é necessário haver coerência, isto é, se os fluxos de caixa forem antes de imposto, então o custo do capital deverá ser antes de imposto e vice-versa, se os fluxos de caixa forem depois de imposto, então o custo do capital, também, deverá ser depois de imposto.

De acordo com Laia (2007), a *yield* total é a taxa de rendibilidade total equivalente à TIR, na análise de investimentos em geral. Se esta taxa traduzir a rendibilidade requerida pelo investidor então corresponderá ao custo do capital (custo de oportunidade do capital).

Os investidores e avaliadores imobiliários em Portugal interrogam-se sobre o valor da *yield*. Tendo por base a avaliação das rendas e o valor dos imóveis, vamos analisar, na teoria⁴, a *yield* implícita no mercado de habitação do Algarve.

A título de exemplificação foi elaborada uma amostra de 100 propriedades para venda⁵ e uma amostra de 100 imóveis de aluguer⁶ do mercado de habitação do Algarve com características semelhantes. As amostras são apresentadas no anexo 1.

⁴ A *yield* calculada é apenas um exemplo de como poderia ser a *yield* para o mercado de habitação do Algarve, visto as amostras serem demasiado pequenas para se poder considerar este valor real.

A amostra evidenciou uma média de preços de venda por m² de 3.668,39€ e de 23€ de média nas rendas mensais por m². Aplicando a fórmula da *yield*, conclui-se que a *yield* das rendas implícita nos preços de venda e rendas anunciados no mercado de habitação no Algarve, era de aproximadamente 6,51% em 2012.

$$y = \frac{78.355,00\text{€}}{1.203.052,00\text{€}} = 6,51\%$$

⁵ Fonte: Dissertação de Mestrado em Marketing: Determinantes no preço de um imóvel: uma análise hedónica no contexto algarvio; António Guerreiro.

⁶ Fonte: Histórico de aluguer de casas da empresa René Kalkbrenner

4. PROJETO DE INVESTIMENTO

4.1 Apresentação dos Projetos

A Oásis Invest inicia o seu portfólio com 4 propriedades interessantes, as quais aguardam os investidores certos.

- Propriedade A:

Um terreno com 10.000 m² no qual se encontra uma ruína, onde se pode construir até 400m², zona urbana, o restante é reserva agrícola e por esta razão foi recusado o pedido de divisão em lotes.

O preço de compra é 500.000€.

- Propriedade B:

Um terreno com 4.800m², na primeira linha costeira, no qual se encontra uma ruína e uma cisterna, onde se pode construir até 300m², zona urbana.

O preço de compra é de 1.000.000€.

- Propriedade C:

Um terreno com 10.000m², na primeira linha costeira, identificado como reserva natural de nível 3.

Depois do PDM ser alterado, passará a zona urbana e nesse caso existem duas hipóteses, ou é vendido como um lote por 1.000.000€ ou é dividido em 4 lotes, sendo vendido por 400.000€ cada.

- Propriedade D:

Um terreno com 2.000m², na primeira linha costeira, onde é possível construir até 300m², zona urbana.

O preço de compra é de 600.000€.

4.2 Análise do Projeto

No primeiro trimestre de 2012, surgiu um cliente interessado no Projeto D. O Projeto D, como já referido anteriormente, é constituído por um terreno de 2000m², o qual contém uma zona urbana de 300m² onde é possível construir. Este terreno localiza-se em Benagil, em cima de uma falésia, na primeira linha costeira, portanto apresenta uma belíssima vista sobre o mar e está localizado apenas a cerca de 200m de uma pequena praia.

O cliente interessado no projeto é residente em Londres, empresário de sucesso com 48 anos e enquadra-se numa situação de vida financeira bastante favorável, pelo que financia o seu investimento apenas com capital próprio. Ao longo dos últimos 10 anos já visitou várias vezes Portugal. Tendo ficado especialmente encantado pelo Algarve, decidiu adquirir uma propriedade à beira mar.

O cliente contactou a Oásis Invest, a qual lhe apresentou os diferentes projetos disponíveis até ao momento e este demonstrou elevado interesse no Projeto D, para o qual a empresa elaborou o seguinte orçamento de custos de aquisição e construção apresentado na figura 5.1.

Como se pode verificar, temos então, o custo de aquisição do terreno mais o custo de IMT a pagar correspondente, no total de 636.000€. O projeto de arquitetura e engenharia mais o custo de construção no total de 590.000€. Os custos relacionados com o planeamento, montagem e decoração de jardim, *jacuzzi*, ar condicionado, aquecimento de chão, sistema solar, vedação, cozinha, sala de estar e jantar, 4 quartos e ligações à rede pública no total de 210.367,22€ e por fim custos de supervisão da obra no valor de 11.500€. Estes custos equivalem a um montante total de investimento de 1.448.507,22€. Todos os valores apresentados já incluem IVA à taxa em vigor no ano de 2012 (23%). Os materiais e mobiliários utilizados são de alta qualidade de acordo com a preferência do cliente.

Figura 4.1 – Plano de Custos

Budget		
Code	Item	Cost
1	Plot Cost	600.000,00
2	IMT Tax (6% of declared land value)	36.000,00
3	Architecture and engineering plans	15.000,00
4	Contractor Construction Cost (VAT included)	575.640,00
5	Exclusions (VAT included)	
5.1	Garden	13.994,82
5.2	Jacuzzi	15.239,70
5.3	AC, Floor heating, Solar System	56.841,71
5.4	Fence	4.920,00
5.5	Kitchen	49.015,00
5.6	Living and dining room	26.720,00
5.7	Pool heating	8.000,00
5.8	Bedrooms	24.200,00
5.9	Services connections taxes	3.936,00
6	Municipal building licences	7.500,00
7	Supervision fees	11.500,00
8	Total Construction 1 to 7	1.448.507,22

Como empresário de sucesso e dada a sua orientação para os negócios, o investidor tem interesse em obter rendimento da propriedade e desta forma, não possui apenas uma belíssima habitação para uso próprio, mas também realizar um investimento com elevado retorno. Neste sentido, a empresa Oásis Invest apresentou ao cliente a seguinte estimativa de potenciais rendimentos futuros anuais, que poderia obter alugando o imóvel para férias:

Figura 4.2 – Rendimentos Futuros Anuais

9	Running costs per Annum (VAT included)	
9.1	Management	1.321,17
9.2	Average Maintenance Cost	24.600,00
9.3	Average Income	78.355,00
10	Net Profit	52.433,83

Esta estimativa foi realizada com base num estudo feito às restantes propriedades da empresa de Administração de Propriedades, René Kalkbrenner, onde se pôde verificar qual o rendimento médio que as propriedades de luxo podem obter, qual a previsão de custos de manutenção a ter e quais os custos em administração. Temos assim, custos anuais de administração e manutenção de 25.921,17€, rendimentos anuais de 78.355€, o que equivale a custos anuais de 52.433,83€. Estes valores já incluem IVA à taxa em vigor no ano de 2012 (23%). Foi também, devidamente explicado ao cliente que estes são valores potenciais máximos, dependendo os desvios destes valores da ocupação conseguida e das rendas perdidas pela ocupação de uso próprio. Sendo que muitos clientes em situações de vida flexíveis e financeiramente favoráveis, como a deste investidor, optam por apenas ocupar a sua segunda habitação quando no mapa de reservas a curto prazo o imóvel se encontra livre, evitando perder, desta forma, rendas, podendo assim otimizar os seus proveitos da propriedade.

Neste projeto de investimento é apresentado ao cliente também, a possibilidade de vender a sua propriedade após alguns anos, obtendo desta forma o seu retorno de investimento realizado. Na figura seguinte, verifica-se os valores apresentados ao cliente. Os proveitos do projeto são sempre apresentados antes de impostos, visto os clientes terem a possibilidade de serem tributados pelos seus rendimentos no seu país de residência.

Figura 4.3 – Valor de Venda Líquido

11	Sale	2.897.014,45
12	Real Estates commissions (5% of Sale)	144.850,72
13	Net Sale	2.752.163,73

Pode-se observar que o valor de venda bruto corresponde a 2.897.014,45€, ao qual é deduzida a comissão de mediação mobiliária de 144.850,72€ e se obtém o valor de venda líquido de 2.752.163,73€.

De acordo com Amaro Naves Laia (2003), o preço de venda deve ser o dobro do valor de investimento.

$$PV = 2 \times I$$

Logo, temos:

$$PV = 2 \times 1.448.507,22 = 2.897.014,45 \text{ €}$$

Noutras situações, mesmo que um investidor não pretenda a venda da sua propriedade ao fim de alguns anos, é sempre necessário considerar um valor residual do imóvel para poder avaliar a sua viabilidade, podendo este ser obtido através do apuramento do valor de continuidade, o qual pode ser calculado pelo modelo de Gordon com ou sem crescimento.

Vamos de seguida, apresentar a avaliação de retorno do investimento que foi elaborada durante o estágio, de forma a que, o investidor possa verificar se é um bom investimento ou não.

4.2.1 Avaliação do Investimento a 10 anos

Por hipótese, vamos supor que o investidor pretende rentabilizar a sua propriedade durante 10 anos e que a vende no final do 10º ano.

Primeiramente é necessário calcularmos a taxa de atualização. Recorrendo às Obrigações do Tesouro, verifica-se que a taxa de juro sem risco para 10 anos é de 4,8%.

Anteriormente, já tínhamos verificado que o beta a usar é de 0,467.

E por fim, de acordo com Fernandez, Aguirreamalloa e Corres (2012) o prémio de risco usado em Portugal para 2012 é de 7,2%.

Logo, utilizando a fórmula do CAPM, temos:

$$R_u = 4,8\% + 0,467 \times 7,2\% = 8,16\%$$

Esta taxa é uma taxa de atualização nominal, no entanto, como vamos assumir que os fluxos de caixa futuros correspondem a uma perpetuidade sem crescimento e ignorando o efeito fiscal e a inflação, é necessário transformarmos esta taxa numa taxa real.

Para esse efeito e dada a instabilidade do mercado português, foi estimada uma taxa média de inflação de 1,9%, tendo por base, a inflação verificada em 2012 de 2,8% e havendo uma previsão de redução da taxa de inflação para 2013.

Aplicando então a fórmula, obtemos uma taxa de juro real de 6,14%. Taxa esta, que não varia muito da *yield* total imobiliária de 6,51%, calculada anteriormente.

$$i_r = \frac{1 + 0,0816}{1 + 0,019} - 1 = 6,14\%$$

Podemos, agora então, fazer uso dos métodos de análise de investimentos anteriormente mencionados e obtemos:

$$VAL = 451.506,71 \text{ €}$$

Este resultado indica-nos que se deve investir no projeto, pois temos um excedente monetário elevado gerado pelo projeto, já depois de ter sido remunerado e reembolsado o capital investido.

Calculando a TIR, obtemos um valor de 9,4%, isto significa que esta é a taxa de atualização máxima a que o investidor pode remunerar os seus capitais investidos. Visto que, temos uma TIR muito superior à taxa do custo do capital, deve-se investir no projeto.

Analisando o IR, obtemos um valor de 1,31, isto significa que o valor total é 1,31 vezes o investimento realizado.

A título de curiosidade, verifica-se, também, que o Payback atualizado é de 9 anos e 9 meses.

Todos os cálculos de apoio encontram-se apresentados no Anexo 2.

Podemos, então, concluir que o investidor deverá investir neste projeto, pois irá recuperar o seu investimento e ainda ser recompensado largamente, conforme demonstram todos os indicadores apresentados.

4.2.2 Avaliação do Investimento a 5 anos

Agora vamos colocar a hipótese de o investidor pretender rentabilizar a sua propriedade durante 5 anos e vende-la no final do 5º ano.

Da mesma forma como se verificou anteriormente, temos de recorrer às Obrigações do Tesouro para verificar qual a taxa a ser utilizada para 5 anos. E neste caso, temos então, uma taxa de juro sem risco de 6,4%.

O beta e o prémio de risco a utilizar são os mesmos.

Temos então:

$$R_f = 6,4\%$$

$$\beta = 0,467$$

$$R_m - R_f = 7,2\%$$

Logo:

$$R_u = 6,4\% + 0,467 \times 7,2\% = 9,76\%$$

Repetindo o processo anterior e visto que estamos a trabalhar a preços constantes é necessário, também aqui transformar esta taxa nominal numa taxa real.

Com $t = 1,9\%$, temos então, $i_r = 7,71\%$.

$$i_r = \frac{1 + 0,0976}{1 + 0,019} - 1 = 7,71\%$$

Utilizando, então, as técnicas de análise de investimentos, anteriormente mencionadas, obtemos um VAL de 660.883,85 €, uma TIR de 17%, um IR de 1,46 e um Payback de 4 anos e 8 meses.

Todos os cálculos de apoio encontram-se apresentados no Anexo 2.

Também, neste caso, todos os métodos conduzem à mesma decisão, o investidor deverá aceitar o projeto.

Verifica-se pois, que o projeto a 5 anos apresenta uma remuneração gerada muito superior ao investimento a 10 anos. Verifica-se uma criação de 46% de valor face ao investimento realizado.

Pode-se concluir, com base nos resultados obtidos, que o investidor deve aceitar o projeto quer a 10 anos, quer a 5 anos e irá em qualquer dos casos ter uma elevada remuneração. No entanto, o projeto a 5 anos apresenta uma maior rentabilidade, podendo-se afirmar, que o investidor se encontra perante um ótimo negócio.

5. CONCLUSÃO

Após este longo processo de estágio, de pesquisa, de revisão da literatura da fase curricular do mestrado e de vários testes aplicados a essa mesma literatura e às teorias nela contida, cheguei ao fim deste relatório de estágio.

Neste relatório de estágio procedeu-se ao estudo de avaliação de projetos de investimento em imóveis de luxo contidos no portfólio da entidade de acolhimento.

Numa primeira instância, foi apresentada a empresa Oásis Invest, tendo sido descrito a história do seu surgimento, quais os seus objetivos e quais os serviços prestados pela mesma. Foram descritas as tarefas elaboradas durante o estágio e apresentados os conhecimentos adquiridos no mesmo em termos de processos que são necessários para a aquisição de um terreno ou imóvel e para a sua construção. Contextualizou-se também, a empresa de acolhimento no mercado e descreveu-se a sua forma de agir, assim como foi descrito de forma sucinta custos fiscais que possam ocorrer.

Seguidamente, foram apresentados todos os conceitos, teorias e fórmulas necessárias para uma boa compreensão da avaliação do projeto de investimento imobiliário que foi apresentado ao cliente durante o estágio.

Por último, foi apresentado o portfólio da empresa até à data de finalização do estágio e foi elaborada uma análise ao projeto escolhido pelo investidor, sendo apresentadas duas hipóteses, tendo em conta as preferências do mesmo. Esta parte do relatório revela a maior dificuldade durante o estágio, visto ter sido necessário a recolha de muitas informações e de muitos dados históricos de variadíssimas outras propriedades para se chegar aos resultados apresentados.

Na parte final deste relatório de estágio foi apresentada a avaliação do projeto de investimento imobiliário realizado durante o estágio. Nesta avaliação foram aplicados alguns conceitos dos conteúdos programáticos das unidades curriculares de Complementos de Finanças e Teoria das Finanças, nas quais se recorreu para os cálculos dos fluxos de caixa atualizados, aplicação

do modelo do CAPM no imobiliário e utilização das técnicas mais utilizadas em avaliação de projetos de investimento.

Em relação à metodologia utilizada, foi possível observar que o VAL, a TIR e o IR são ótimos indicadores de avaliação de investimentos imobiliários, conduzindo, em projetos convencionais, às mesmas decisões.

Pode-se concluir que foram atingidos todos os objetivos propostos para o estágio, na medida em que tive oportunidade de aplicar os conhecimentos adquiridos na fase curricular do Mestrado de Finanças Empresariais, podendo assim auxiliar a empresa de acolhimento no estudo, elaboração e implementação de um modelo de negócio inovador com implicações financeiras na área de investimentos imobiliários. Conclui-se também que este estágio representou uma experiência bastante remuneradora e enriquecedora devido à experiência profissional adquirida a nível de projetos de investimento imobiliários e à possibilidade de contribuir significativamente para o sucesso e desenvolvimento da empresa.

ANEXO 1

Amostras

Preço venda	Quartos	área útil
640.000,00 €	T4	140
815.000,00 €	T4	140
675.000,00 €	T4	140
790.000,00 €	T4	163
650.000,00 €	T3	163,99
748.000,00 €	T4	164
600.000,00 €	T4	165,6
500.000,00 €	T4	165,73
560.000,00 €	T4	167
650.000,00 €	T4	200
500.000,00 €	T3	200
500.000,00 €	T3+1	200
1.250.000,00 €	T4	200
525.000,00 €	T4	200
795.000,00 €	T4	200
1.100.000,00 €	T4	200
585.000,00 €	T3	201
575.000,00 €	T4	201,66
750.000,00 €	T4	201,73
572.000,00 €	>=T6	450
1.100.000,00 €	T3	387
788.000,00 €	T4	434,17
795.000,00 €	T3	335,35
1.250.000,00 €	T5+1	350
895.000,00 €	T4	411
850.000,00 €	T4+1	400
600.000,00 €	T3+1	316
1.150.000,00 €	>=T6	417
1.250.000,00 €	T3+1	371,4
1.325.000,00 €	T4	360
800.000,00 €	T4	360
700.000,00 €	T4+1	324,8
800.000,00 €	T4	360
800.000,00 €	T5	334,5
800.000,00 €	T4	308
559.200,00 €	T4	320
899.000,00 €	T4	340
800.000,00 €	T5	330
1.000.000,00 €	T5	334,06
600.000,00 €	T2	300
785.000,00 €	T4+1	187,66
980.000,00 €	T4+1	315
1.140.000,00 €	T4	310
1.350.000,00 €	T4	325

Quartos	Rendas	área útil
v2	1.200,00 €	170
v2	1.200,00 €	170
v2	1.300,00 €	276
v3	1.300,00 €	200
v3	1.355,00 €	220
v3	1.400,00 €	310
v3	1.400,00 €	300
v3	1.355,00 €	320
v3	1.355,00 €	305
v3	1.355,00 €	246
v3	1.353,00 €	305
v3	1.375,00 €	205
v3	1.750,00 €	370
v3	2.443,00 €	450
v3+1	1.353,00 €	320
v4	1.336,00 €	321
v3	1.353,00 €	310
v4	1.690,00 €	300
v4	1.690,00 €	378
v2	1.000,00 €	177
v3	1.150,00 €	234
v3	1.150,00 €	200
v3	1.200,00 €	220
v4	1.526,00 €	290
v4	1.240,00 €	230
v4	1.540,00 €	250
v4	1.540,00 €	261
v3	1.240,00 €	230
v3	1.240,00 €	290
v3	1.240,00 €	270
v3	1.140,00 €	242
v4	1.240,00 €	340
v4	1.225,00 €	313
v4	1.225,00 €	310
v4	3.000,00 €	532
v4	1.690,00 €	330
v4	1.840,00 €	311
v4	1.225,00 €	250
v3	1.355,00 €	260
v3	1.368,00 €	265
v4	1.840,00 €	415
v4	1.690,00 €	400
v5	1.890,00 €	437
v3	1.200,00 €	200

750.000,00 €	T4+1	400
1.000.000,00 €	T5	334,06
2.600.000,00 €	>=T6	752
1.350.000,00 €	T3+1	428,5
1.400.000,00 €	T3+1	428,5
1.250.000,00 €	T3+1	428,5
1.300.000,00 €	T3+1	428,5
1.300.000,00 €	T3+1	428,5
1.300.000,00 €	T3+1	428,5
1.300.000,00 €	T4	417
1.250.000,00 €	T4	433
1.350.000,00 €	T4	433
1.300.000,00 €	T4	417
1.300.000,00 €	T4	417
1.300.000,00 €	T4	417
1.350.000,00 €	T4	433
1.350.000,00 €	T4	417
1.250.000,00 €	T4	417
1.100.000,00 €	T4	200
1.250.000,00 €	T4	344
850.000,00 €	ST	391,41
1.350.000,00 €	T4	315
2.400.000,00 €	T5	361,6
2.400.000,00 €	T5	354,3
2.400.000,00 €	T5	357,7
2.400.000,00 €	T5	361,6
2.500.000,00 €	T5	354,3
2.600.000,00 €	T5	361,6
2.700.000,00 €	T5	361,6
2.700.000,00 €	T5	354,3
2.200.000,00 €	T5	361,6
2.200.000,00 €	T5	357,7
2.200.000,00 €	T5	357,1
2.200.000,00 €	T5	357,7
1.750.000,00 €	T5	400
1.450.000,00 €	T4	360
2.200.000,00 €	T4	340
2.200.000,00 €	T4	320
1.200.000,00 €	T4+1	374
500.000,00 €	T5	410
650.000,00 €	T4	323
1.200.000,00 €	T4	300
500.000,00 €	T5	410
650.000,00 €	T4+1	315,7
1.500.000,00 €	T5	360

v3	1.300,00 €	230
v4	1.325,00 €	200
v4	1.975,00 €	400
v3	1.200,00 €	182
v4	1.425,00 €	268
v4	1.450,00 €	389
v3	1.350,00 €	210
v4	1.000,00 €	294
v4	1.390,00 €	327
v4	1.300,00 €	248
v4	2.500,00 €	427
v3	1.100,00 €	200
v3	1.200,00 €	210
v4	1.400,00 €	208
v3	1.353,00 €	219
v3	1.370,00 €	230
v2	1.250,00 €	210
v4	1.840,00 €	260
v3+1	1.360,00 €	220
v4	1.425,00 €	248
v3	1.355,00 €	240
v5	1.800,00 €	450
v4	2.500,00 €	358
v3	1.375,00 €	273
v3	1.355,00 €	298
v3	1.400,00 €	335
v3	1.000,00 €	170
v3	1.300,00 €	300
v3	1.240,00 €	302
v3	1.528,00 €	277
v3	1.150,00 €	204
v3	2.443,00 €	305
v4	1.690,00 €	210
v4	1.690,00 €	249
v3	1.750,00 €	281
v4	1.526,00 €	252
v4	3.000,00 €	532
v4	1.690,00 €	300
v4	1.840,00 €	311
v4	1.225,00 €	220
v3	1.355,00 €	235
v3	1.368,00 €	235
v4	1.840,00 €	406
v4	1.690,00 €	410
v5	1.890,00 €	450

1.165.000,00 €	T4	204,6
1.115.000,00 €	T4	204,6
590.000,00 €	T3+1	385
925.000,00 €	T4	225
600.000,00 €	T4	365
2.795.000,00 €	T4	375
2.995.000,00 €	T4	375
680.000,00 €	T4	210
795.000,00 €	T3+1	363
699.000,00 €	T4	360
900.000,00 €	T4	311

v4	1.975,00 €	500
v4	1.425,00 €	250
v4	1.300,00 €	220
v4	2.500,00 €	380
v4	1.400,00 €	350
v3	1.353,00 €	219
v3	1.370,00 €	220
v2	1.250,00 €	220
v4	1.840,00 €	260
v5	1.800,00 €	450
v4	1.400,00 €	350

Preço de venda médio = 1.203.052,00€

Área útil média = 327,95m²

Valor médio de venda por m² = 3.668,39€

Preço de renda médio = 1.506,83€

Área útil média = 289,35m²

Valor médio semanal por m² = 5,00€

Renda anual = 78.355,00€

ANEXO 2

Demonstração de Cálculos

Avaliação do Investimento a 10 anos

ANO 0	1ºANO	2ºANO	3ºANO	4ºANO	5ºANO	6ºANO	7ºANO
-1.448.507,22	52.433,83	52.433,83	52.433,83	52.433,83	52.433,83	52.433,83	52.433,83

8ºANO	9ºANO	10ºANO
		52.433,83
52.433,83	52.433,83	2.804.597,56

VAL 10 ANOS	451.506,71 €
TIR	9,4%

	ANO 0	ANO 1	ANO 2	ANO 3
Fluxos de caixa operacional	- 1.448.507,22	52.433,83	52.433,83	52.433,83
Factor de atualização	1,00	0,94	0,89	0,84
Fluxos de caixa op. atualizados	- 1.448.507,22	49.400,63	46.542,90	43.850,48
VA		1.900.013,94		
Investimento	1.448.507,22			

ANO 4	ANO 5	ANO 6	ANO 7	ANO 8	ANO 9	ANO 10
52.433,83	52.433,83	52.433,83	52.433,83	52.433,83	52.433,83	2.804.597,56
0,79	0,74	0,70	0,66	0,62	0,58	0,55
41.313,81	38.923,89	36.672,21	34.550,79	32.552,09	30.669,02	1.545.538,11

IR	1,31
-----------	------

	ANO 0	ANO 1	ANO 2	ANO 3
Fluxos de cx.op.Atual.Acumulados	- 1.448.507,22	- 1.399.106,59	- 1.352.563,69	- 1.308.713,21
PRC ou PAYBACK atualizado				

ANO 4	ANO 5	ANO 6	ANO 7
- 1.267.399,40	- 1.228.475,51	- 1.191.803,30	- 1.157.252,51

ANO 8	ANO 9	ANO 10
- 1.124.700,41	- 1.094.031,40	451.506,71
	9 anos e 9 meses	

$$\text{Meses} = \frac{-(-1.094.031,40)}{1.545.538,11} \times 12 = 8,49 \text{ meses}$$

Avaliação do Investimento a 5 anos

ANO 0	1ºANO	2ºANO	3ºANO	4ºANO	5ºANO
					52.433,83
-1.448.507,22	52.433,83	52.433,83	52.433,83	52.433,83	2.804.597,56

VAL 5 ANOS	660.883,85 €
TIR	17%

	ANO 0	ANO 1	ANO 2	ANO 3
Fluxos de caixa operacional	- 1.448.507,22	52.433,83	52.433,83	52.433,83
Factor de atualização	1,00	0,93	0,86	0,80
Fluxos de caixa op. atualizados	- 1.448.507,22	48.680,56	45.195,95	41.960,78
VA		2.109.391,08		
Investimento	1.448.507,22			

ANO 4	ANO 5
52.433,83	2.804.597,56
0,74	0,69
38.957,18	1.934.596,61

IR	1,46
----	------

	ANO 0	ANO 1	ANO 2	ANO 3
Fluxos de cx.op.Atual.Acumulados	- 1.448.507,22	- 1.399.826,66	- 1.354.630,71	- 1.312.669,93
PRC ou PAYBACK atualizado				

ANO 4	ANO 5
- 1.273.712,75	660.883,85
4 anos e 8 meses	

$$\text{Meses} = \frac{-(-1.273.712,75)}{1.934.596,61} \times 12 = 7,90 \text{ meses}$$

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Barros, H. (1991) *Análise de Projectos de Investimento*, 2ª Edição, Lisboa, Edições Sílabo.
- Bodie, Z., A. Kane e A.J. Marcus (1999) *Investments*, 4th edition, New York, Irwin McGraw-Hill.
- Brealey, R.A., S.C. Myers e F. Allen (2007) *Princípios de Finanças Empresariais*, 8ª edição, Lisboa, McGraw-Hill.
- Clark, G. L. e R. Urwin (2007) *Best-Practice Investment Management: Lessons for Asset Owners from the Oxford-Watson Wyatt Project on Governance*, Version 10, London.
- Damodaran, A. (2001) *Corporate Finance – Theory and Practice*, 2nd edition, New York, John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2005) *Finance Analysis – Applied Corporate Finance – A User's Manual*, 2nd edition, New York, John Wiley & Sons, Inc.
- Dayananda, D., R. Irons, S. Harrison, J. Herbohn e P. Rowland (2002) *Capital Budgeting – Financial Appraisal of Investment Projects*, Cambridge, Cambridge University Press
- Esperança, J. P. e F. Matias (2005) *Finanças Empresariais*, 1ª edição, Lisboa, Dom Quixote.
- Fernandez, P., J. Aguirreamalloa e L. Corres (2012) *Market Risk Premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers*, Madrid, IESE Business School
- Gao, S., H. Wang, D. Xu e Y. Wang (2007) An intelligent agent-assisted decision support system for family financial planning, *Decision Support Systems, Science Direct*.
- Guerreiro, A. (2012) *Determinantes no Preço de um Imóvel: Uma Análise Hedónica no Contexto Algarvio*, Dissertação de Mestrado não publicada, Universidade do Algarve.
- Gunnarson, J.e R. Wahlund (1996) *Household financial strategies in Sweden: Na exploratory study*, Stockholm, Journal of Economic Psychology.
- Laia, A. N. (2003) *Promoção Imobiliária de Habitação – Análise da Rendibilidade e Preços, Ecociência – Avaliação de Imóveis, Empresas e Negócios*.
- Laia, A. N. (2007) *Cap Rates, Yields e Avaliação de Imóveis pelo Método do Rendimento, Confidencial Imobiliário*.
- Menéndez, U. e P. Carvalho (2012) *Guia de Investimento Imobiliário em Portugal*, Cushman & Wakefield.

Neves, J. C., J. Montezuma e A. Laia (2010) *Análise de Investimentos Imobiliários*, 2ª edição, Lisboa, Texto Editora.

Neves, J. C. e P. Pimentel (2011) Empirical Analysis of the Hsia Option-Pricing Based Model Cost of Capital, *Centro de Estudos de Economia Aplicada do Atlântico*.

Peterson, P. e F. Fabozzi (2002) *Capital Budgeting: Theory and Practice*, New York, John Wiley & Sons, Inc.

Peumans, H. (1990) *Teoria e Prática dos Cálculos de Investimento*, Porto, Rés Editora.

Sousa, A. R. (2005) *Análise Económica e Financeira de Projectos*, Lisboa, Universidade Técnica de Lisboa, Instituto Superior de Ciências Sociais e Políticas.

Recursos On-line e Websites consultados:

Agência de Gestão de Tesouraria e da Dívida Pública Portugal. [citado em 23 de Junho de 2012]. Disponível em URL: www.igcp.pt

Confidencial Imobiliário. Habitação no Algarve: fogos usados entram no mercado a preços baixos. Setembro de 2011. [consultado em 20 de Novembro de 2012]. Disponível em URL: www.confidencialimobiliario.com

Deco proteste. [consultado em 7 de Dezembro de 2012]. Disponível em URL: <http://www.deco.proteste.pt/casa>

Instituto Nacional de Estatística [citado em 10 de Outubro de 2012]. Disponível em URL: www.ine.pt

Kanzlei Dr. Rathenau und Kollegen. [citado em 26 de Novembro de 2012]. Disponível em URL: <http://www.immobilienrecht-portugal.de>

Ministério do Equipamento, do Planeamento e da Administração do Território. Decreto-Lei n.º 77/99 de 16 de Março. [citado em 19 de Outubro de 2012]. Disponível em URL: www.igf.min-financas.pt/inflegal/bd_igf/bd_legis_geral/leg_geral_docs/DL_077_99.htm

PricewaterhouseCoopers. IMT: Imposto municipal sobre as transmissões onerosas de imóveis. Janeiro de 2012. [citado em 11 de Novembro de 2012]. Disponível em URL: <http://www.pwc.pt/pt/guia-fiscal-2012/imt.jhtml>