



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA - UFBA
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CURSO DE GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

LUIZ GONZAGA CALDAS VÉRAS NETO

**O PROCESSO DE CAPITALIZAÇÃO DAS EMPRESAS DO SETOR
IMOBILIÁRIO BRASILEIRO VIA MERCADO DE CAPITAIS:
UMA ANÁLISE NO ESTADO DA BAHIA E NO MUNICÍPIO DE
SALVADOR**

SALVADOR
2008

LUIZ GONZAGA CALDAS VÉRAS NETO

**O PROCESSO DE CAPITALIZAÇÃO DAS EMPRESAS DO SETOR
IMOBILIÁRIO BRASILEIRO VIA MERCADO DE CAPITAIS:
UMA ANÁLISE NO ESTADO DA BAHIA E NO MUNICÍPIO DE
SALVADOR**

Versão preliminar do trabalho de conclusão de curso apresentado no curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal da Bahia como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Bouzid Izerrougene

Salvador
2008

Dedico este trabalho a
minha mãe, pelo
apoio, a meu pai, pela
confiança, e a minha
namorada, por estar
sempre ao meu lado.

AGRADECIMENTOS

Antes de tudo, agradeço a Deus por ter me dado saúde e paz para lutar pelos meus objetivos.

A minha Mãe, pela sua incansável dedicação, sem ela nada seria possível.

A meu Pai, pela sua alegria de viver, mesmo diante de imensos desafios.

A minha Irmã, por sempre me divertir.

A minha Namorada, pelo seu apoio, sem o seu incentivo tudo seria mais difícil.

A todos que convivem comigo (Minha Avó, Tia Moema, Renata, Tia Laia e Tio Edson), uma verdadeira família.

A Zé Carlos, pela sua sabedoria e bondade.

Aos os meus tios e primos. Especialmente tio Tião, tia Vânia, tio Henock e tia Selma.

Aos meus professores da Faculdade, por estarem sempre dispostos a disseminar o conhecimento.

Aos grandes e inesquecíveis amigos que conheci na Faculdade

Por fim, agradeço ao meu prezado orientador, Professor Doutor Bouzid Izerrougene, sua compreensão e seus conhecimentos foram de fundamental importância para a conclusão deste ciclo.

RESUMO

O presente trabalho faz uma análise da capitalização das empresas do setor imobiliário brasileiro através do mercado de capitais e suas conseqüências no mercado imobiliário baiano. Inicia-se com o estudo do processo de abertura de capital, suas vantagens e desvantagens e as conseqüências de uma empresa se tornar uma companhia aberta. Procede com um breve retrospecto do mercado imobiliário brasileiro, identificando os fatores determinantes da abertura de capital no setor e seus impactos na economia brasileira. Dentro desta temática, identifica-se os impactos da abertura de capital das grandes construtoras e/ou incorporadoras no mercado imobiliário no estado da Bahia, em geral, e no município de Salvador, em particular.

Palavras – Chave: Capitalização. Mercado de Capitais. Mercado Imobiliário.

Só existem dois dias
no ano que nada pode
ser feito. Um se
chama ontem e o outro
se chama amanhã,
portanto hoje é o dia
certo para amar,
acreditar, fazer e
principalmente viver.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	7
2	FONTES DE FINANCIAMENTO: A CAPITALIZAÇÃO DAS EMPRESAS VIA MERCADO DE CAPITAIS	9
2.1	A CAPITALIZAÇÃO DAS EMPRESAS VIA MERCADO DE CAPITAIS	10
2.2	AS VANTAGENS DA ABERTURA DE CAPITAL	12
2.3	AS DESVANTAGENS DA ABERTURA DE CAPITAL	14
2.4	A CONDIÇÃO DE COMPANHIA ABERTA	17
3	A ABERTURA DE CAPITAL NO SETOR IMOBILIÁRIO	19
3.1	A EVOLUÇÃO DO SETOR IMOBILIÁRIO BRASILEIRO	19
3.2	DETERMINANTES DA ABERTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS DO SETOR IMOBILIÁRIO	21
3.3	AS CONSEQÜÊNCIAS DA ABERTURA DE CAPITAL NO SETOR IMOBILIÁRIO BRASILEIRO	26
4	UMA ANÁLISE DOS IMPACTOS DA ABERTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS DO SETOR IMOBILIÁRIO NA BAHIA E NO MUNICÍPIO DE SALVADOR	30
4.1	EVOLUÇÃO DO SETOR IMOBILIÁRIO SOTEROPOLITANO	30
4.2	A ENTRADA DE CONSTRUTORAS E INCORPORADORAS DE OUTROS ESTADOS NO MERCADO IMOBILIÁRIO BAIANO	32

4.3	OS IMPACTOS DA CAPITALIZAÇÃO DAS EMPRESAS DO SETOR IMOBILIÁRIO, VIA MERCADO DE CAPITAIS, NO MERCADO IMOBILIÁRIO DA BAHIA E NO MUNICÍPIO DE SALVADOR	34
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	39
	REFERÊNCIAS	42

1 INTRODUÇÃO

No presente trabalho é estudado o processo de capitalização das empresas do setor imobiliário, via mercado de capitais, bem como os fatores que motivam essas empresas a abrirem o capital e suas conseqüências no mercado imobiliário brasileiro, mais especificamente o mercado baiano e o do município de Salvador.

O mercado brasileiro de imóveis está passando por intensas transformações no que tange sua estrutura e funcionamento. Fatores como o aperfeiçoamento do marco regulatório e a ampliação do volume de crédito são determinantes para o avanço e amadurecimento desse mercado imobiliário brasileiro. Diante desse contexto, a abertura de capital surge como uma fonte de financiamento alternativa para as construtoras e incorporadoras.

Neste sentido, o estudo do processo de capitalização das empresas do setor imobiliário via mercado de capitais tem como objetivo entender como e porque a abertura de capital se transformou em um importante instrumento fomentador do setor imobiliário brasileiro e qual é o seu verdadeiro impacto no estado da Bahia e no município de Salvador.

Inicialmente a pesquisa foi desenvolvida a partir de um levantamento bibliográfico realizado nas bibliotecas da UFBA, bem como nos órgãos responsáveis por desenvolverem e aplicarem a legislação referente ao desenvolvimento dos mercados de capitais brasileiro tais como a Comissão de Valores – CVM e a Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa.

Num segundo momento a pesquisa passou a ser desenvolvida em cima de estudos realizados por instituições ligadas ao setor imobiliário como, por exemplo, a Associação de Dirigentes de Empresas do Mercado Imobiliário da Bahia - ADEMI-BA e o Sindicato da Indústria da Construção do Estado da Bahia – Sinduscon-BA.

Este trabalho está dividido em 03 (três) capítulos, visto a necessidade de sistematizar todo o processo de abertura de capital das empresas do setor imobiliário, desde o estudo de viabilidade até as conseqüências do processo para a economia brasileira e baiana. O trabalho inicia-se com uma análise superficial das fontes de financiamento mais

utilizadas pelas empresas. Em seguida é apresentado o processo de capitalização das empresas através do mercado de capitais, bem como suas vantagens e desvantagens.

Segue-se com a análise da abertura de capital das empresas do setor imobiliário, onde é realizado um breve levantamento histórico do setor imobiliário brasileiro. São apontados os determinantes da abertura de capital no setor imobiliário nacional e suas reais conseqüências para a economia brasileira.

O último capítulo tem como objetivo a análise dos impactos da abertura de capital das grandes construtoras e/ou incorporadoras no mercado imobiliário da Bahia, mais especificamente no município de Salvador. Verifica-se a entrada de empresas de outros estados do Brasil no mercado imobiliário baiano, bem como seus impactos na economia da região.

Por fim, a ultima parte onde serão feitas as considerações conclusivas, é reservada para as reflexões do pesquisador, com o objetivo de enfatizar a importância do tema, bem como suscitar questionamentos relacionados ao tema. Nela são apresentadas possíveis tendências do mercado imobiliário baiano.

2 FONTES DE FINANCIAMENTO: A CAPITALIZAÇÃO DAS EMPRESAS VIA MERCADO DE CAPITAIS

Toda e qualquer administração de uma empresa tem como missão “remunerar” seus acionistas através do aumento de valor dos seus respectivos patrimônios. Para cumprir tal objetivo os administradores formulam planos de investimento e financiamento visando maximizar seus retornos a um menor custo possível, e assim buscam a melhor fonte de recursos para o financiamento empresarial.

As fontes de recursos são basicamente de origem interna e externa. Segundo Cavalcante; Misumi; Rudge (2005), as principais fontes internas são os lucros retidos, a rotatividade dos créditos ativos maiores do que a dos passivos e a proteção fiscal. Já as fontes externas são os recursos de terceiros (debêntures, *comercial paper*, empréstimos bancários, crédito subsidiado, capital estrangeiro e fornecedores) e os recursos próprios.

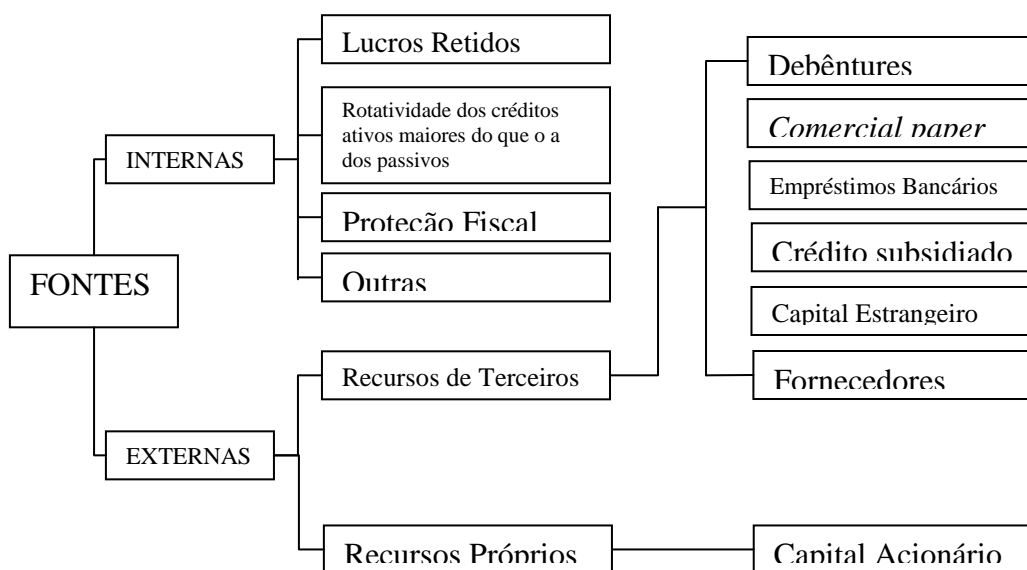


Figura 1 - Fontes de recursos para financiamento empresarial

Fonte: Cavalcante; Misumi; Rudge, 2005, p. 157.

Todas as empresas que desejam crescer e se consolidar no mercado traçam metas de longo prazo e, portanto, necessitam de desembolsos iniciais para a compra de máquinas, equipamentos e instalações. Como na maioria das vezes as empresas não possuem recursos em caixa para tais desembolsos, é preciso recorrer aos financiamentos de longo prazo. No caso do Brasil, as principais fontes de financiamento de longo prazo, de modo

geral, são: 1. Sistema BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; 2. BID – Banco Interamericano de Desenvolvimento; 3. Banco Mundial; 4. IFC – *International Finance Corporation*; 5. Eximbanks; e 6. Abertura de Capital.

O Sistema BNDES visa financiar empreendimentos de longo prazo que gerem emprego e tornem a economia brasileira mais competitiva no mercado internacional. O BID tem como foco o progresso econômico e social da América Latina. O Banco Mundial financia empresas por via de suas cinco unidades autônomas: AID (Associação Internacional de Desenvolvimento), IFC, MIGA (*Multilateral Investment Guarantee Agency*) e ICSID (*International Center for Settlement of Investment Disputes*). O IFC, segundo Cavalcante; Misumi; Rudge (2005), é a maior fonte unilateral de financiamento para projetos do setor privado no mundo.

Os Eximbanks são bancos que financiam as exportações dos países oferecendo linhas de crédito para os compradores. Por fim, tem-se a abertura de capital que, segundo a Bovespa (2006), consiste no financiamento por meio da emissão e negociação de valores mobiliários (ações, debêntures, partes beneficiárias e bônus de subscrição) nas Bolsas de Valores ou no Mercado de Balcão, tornando-se, portanto uma companhia aberta.

Segundo Casagrande Neto (1996), é considerada companhia aberta toda sociedade anônima que tenha registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) com conseqüente autorização para negociação de seus valores mobiliários em Bolsa ou Balcão. Já a Sociedade Anônima (S.A.) é aquela que possui personalidade jurídica com existência e patrimônio distintos e autônomos em relação aos sócios, responsabilidade dos sócios limitada apenas à sua contribuição ao capital e capital dividido em ações e sua livre transferência.

2.1 A CAPITALIZAÇÃO DAS EMPRESAS VIA MERCADO DE CAPITAIS

Diante do atual panorama da economia mundial, altamente competitivo e globalizado, as empresas não podem ficar reféns de recursos internos e nem a mercê das taxas e dos prazos de pagamento dos financiamentos bancários. Nesse sentido é cada vez mais comum que as empresas se capitalizem através do mercado de capitais, pois, segundo a

Bovespa (2006), a abertura de capital proporciona considerável redução do risco e os recursos disponibilizados pelos acionistas não têm prazos de amortização nem de resgate.

A abertura de capital é hoje uma das formas mais utilizadas pelas empresas em todo o mundo para ter acesso a capital mais barato para financiar crescimento e expansão, pagar dívidas e desenvolver produtos. Tal forma de capitalização teve início quando o mercado de capitais surgiu como uma alternativa para o desenvolvimento econômico, na medida em que ele passou a funcionar como fonte de capitalização para pessoas físicas e jurídicas.

De acordo com a visão de Pinheiro (2001), o mercado de capitais é o sistema onde são negociados títulos e valores mobiliários através de um conjunto de instituições, as quais têm como objetivo principal fazer fluir os recursos financeiros entre tomadores (companhias abertas) e aplicadores (investidores) destes recursos. Ou seja, o mercado de capitais é um conjunto de instituições que tem o propósito de possibilitar a capitalização das empresas e fornecer liquidez aos títulos emitidos por elas.

A decisão de abrir o capital não é das mais simples. Ao emitir ações, fracionar o controle de uma empresa e negociá-lo na bolsa de valores, a empresa estará, dentre outras coisas, deixando de ser controlada por sócios definidos em estatuto e estará, conseqüentemente, submetida a normas e leis na maioria das vezes mais rígidas e exigentes do que aquelas que regem as empresas de capital fechado, as chamadas limitadas (LTDA).

Cabe ao administrador financeiro tomar a decisão de abrir o capital da empresa levando em consideração dois aspectos, elencados por Casagrande Neto (1996). O primeiro é o aspecto técnico, o qual engloba cálculos de viabilidade de projetos, taxas de retorno, fontes de financiamentos, custos e disponibilidades de recursos. O segundo é o aspecto subjetivo, que são os assuntos ligados à personalidade do empresário e a sua intenção de assumir o risco de um projeto sozinho ou dividi-lo, prestar informações ao público ou restringir seus resultados e estratégias etc.

Portanto, antes de abrir o capital, ou seja, adquirir o direito de negociar seus valores mobiliários (ações, debêntures e notas promissórias) de forma pública, a empresa deve se atentar para as vantagens e desvantagens da abertura. É preciso fazer um detalhado estudo sobre as diversas possibilidades que a abertura de capital traz para determinada empresa sem esquecer o elevado custo do processo de abertura e da manutenção do status de companhia aberta.

2.2 AS VANTAGENS DA ABERTURA DE CAPITAL

De acordo com a Bovespa (2006), a principal vantagem adquirida por uma empresa ao abrir o seu capital é a ampliação da sua base de captação de recursos financeiros, que por sua vez proporciona uma maior capacidade de crescimento. As empresas de capital aberto se financiam, de modo geral, através da emissão de ações, ou seja, aumento de capital próprio através da entrada de novos sócios. O uso da abertura de capital e das posteriores emissões de ações é parte de um processo de captação de recursos com poucas limitações, pois enquanto a empresa apresentar resultados positivos e projetos viáveis, os sócios estarão dispostos a investir nela, portanto essa é uma fonte de recursos que não possui limitação.

Os recursos obtidos a partir de novos sócios possuem um menor risco para as empresas, uma vez que tais recursos não possuem prazos de amortização ou resgate e não exigem rendimento definido (o retorno depende do desempenho das empresas). A abertura de capital confere à companhia aberta equilíbrio à estrutura de capital balanceando o uso do crédito e do capital próprio, pois com um custo de capital menor, projetos que antes não eram atrativos passam a superar os custos de financiamento e assim surgem novas oportunidades de investimentos para as empresas.

É sabido que uma empresa ao abrir seu capital traz como uma das vantagens para seus novos sócios uma maior liquidez patrimonial (BOVESPA, 2006), pois tal processo possibilita aos acionistas transformarem, a qualquer momento, suas ações em dinheiro. Essa liquidez varia de empresa para empresa. Empresas mais sólidas, com tradição e que sempre apresentam resultados positivos e perspectivas lucrativas tendem a possuir um maior grau de liquidez. É o caso das empresas brasileiras como Petrobrás e Vale do Rio Doce (as quais têm suas ações classificadas como *Blue Chips*: ações de empresas de

grande porte, de alcance nacional e internacional e de comprovada lucratividade). Já as empresas que são novas no mercado e ainda não adquiriram credibilidade e confiança junto aos investidores tendem a possuir um grau de liquidez bem menor.

Além disso, o processo de abertura de capital contribui e facilita a realização de outros processos cada vez mais comuns no atual cenário da economia mundial (altamente interligado e competitivo): as fusões e aquisições (BOVESPA, 2006). Um exemplo disso são as grandes companhias de capital aberto que utilizam a menor parcela de seu capital, a ação, no processo de aquisição de concorrentes de menor valor. Empresas de maior porte visam principalmente ganho de escala, aumento do seu *market share* ou atuação em um novo ramo de mercado, adquirem concorrentes com menos recursos. Como nem sempre as empresas possuem caixa para cobrir essas aquisições, as companhias de capital aberto utilizam suas próprias ações como forma de pagamento.

A pulverização do capital além de possibilitar os processos de fusões e aquisições também viabiliza a resolução de problemas como partilhas de heranças, processos sucessórios e estratégias empresariais (BOVESPA, 2006). Na medida em que uma empresa está dividida em cotas de ações, fica mais fácil realizar processos como partilhas de bens, uma vez que o montante total já está subdividido, restando, portanto, estabelecer o quanto deve ser destinado a cada herdeiro.

Uma companhia de capital aberto é obrigada a divulgar constantemente seus dados financeiros e de controle, os quais são analisados pela comunidade financeira nacional e internacional e divulgados constantemente na mídia (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2005). Esse tipo de procedimento concede à empresa um referencial de avaliação do seu negócio, pois as cotações de suas ações no mercado acionário indicam o valor de mercado da empresa, explicitando as expectativas dos investidores quanto ao futuro da companhia.

A transparência e a confiabilidade são princípios básicos exigidos pelos órgãos normativos do mercado de capitais, princípios estes que facilitam os negócios, chamam a atenção do consumidor final e proporcionam maior presença e prestígio para as empresas perante o mercado. Portanto pode-se considerar que ao se adaptarem ao status

de companhia aberta as empresas melhoram sua imagem institucional através da maior exposição ao público.

A melhora da imagem institucional é também decorrente de uma outra vantagem adquirida ao se abrir o capital: a profissionalização da gestão da empresa (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2005). Essa vantagem é adquirida devido a atuações dos órgãos normativos e fiscalizadores do mercado de capitais, como, por exemplo, a criação do Novo Mercado pela Bovespa, que consiste em um segmento especial de listagem de ações de companhias que se comprometem voluntariamente a adotar boas práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. Em contrapartida, as ações das empresas listadas no Novo Mercado passam a ser consideradas como de maior segurança e qualidade, o que lhes agrega maior liquidez e valor.

A abertura de capital, de uma forma geral, melhora também o relacionamento entre as empresas e seus funcionários (BOVESPA, 2006). Ao se tornar uma companhia aberta, uma empresa pode realizar tal processo direcionando as ações para seus funcionários. Esse procedimento cria um vínculo maior entre os funcionários e a empresa na medida em que o funcionário passa a ser dono de uma parcela da empresa e, portanto, irá se empenhar cada vez mais para que a empresa apresente crescentes resultados positivos. Um exemplo disso são empresas de capital aberto que possuem plano de cargos e carreiras em que seus funcionários ao atingirem determinada posição dentro da empresa passam a ter direito a um percentual da empresa na forma de ações.

2.3 AS DESVANTAGENS DA ABERTURA DE CAPITAL

Segundo pesquisa realizada por Rocca e Carvalho (1999) *apud* BARROS *et al* 2000, em 43 empresas de capital aberto no setor imobiliário brasileiro, o custo de abertura é a principal desvantagem da abertura de capital para uma empresa. Tais custos podem ser divididos em dois grupos. O primeiro grupo refere-se aos custos decorrentes dos procedimentos de abertura de capital, os quais podem ou não ser simultâneos ao processo de emissão de ações. Já o segundo grupo engloba os custos originados na manutenção da condição de companhia aberta.

De acordo com a Bovespa, os custos de abertura de capital são decorrentes dos seguintes procedimentos:

1. Contratação de auditoria externa independente;
2. Contratação de um intermediário financeiro para coordenar o processo de abertura, o *underwriter*, o qual passa a ter as seguintes responsabilidades: a) modelagem e avaliação da viabilidade da operação; b) solicitação do registro de distribuição; c) formação do consórcio de distribuição; d) organização das informações da emissora que serão utilizadas no prospecto de emissão; e) coordenação dos procedimentos de registro na CVM; f) determinação do período adequado para oferta; g) processo de formação de preço; h) organização das apresentações ao mercado; e i) concepção do plano de distribuição da emissão.
3. Contratação de escritório de advocacia para adaptação de estatutos e outros documentos legais;
4. Convocação de Assembléia Geral Extraordinária (AGE), publicação da Ata da AGE e do Aviso ao Mercado;
5. Obtenção de registro de companhia aberta na CVM para negociação dos valores mobiliários de sua emissão em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado;
6. Obtenção de registro da companhia em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado;
7. Obtenção de registro de emissão pública de ações na CVM;
8. Elaboração do prospecto de emissão;
9. Apresentações aos potenciais investidores (*road show*);
10. Recebimento de pedidos de reserva de ações pelos investidores;
11. Publicação de anúncio de início de distribuição, que formaliza a efetiva colocação de ações junto aos investidores;
12. Colocação dos títulos junto aos investidores e posterior liquidação financeira; e
13. Publicação de anúncio de encerramento de distribuição.

Com base nos procedimentos supracitados, uma empresa de pequeno porte (faturamento anual de até R\$ 200 milhões) que deseje realizar a distribuição pública de ações no valor de R\$ 100 milhões terá um custo total de R\$ 4,3 milhões (BOVESPA 2000). A

tabela abaixo, elaborada pela Bovespa com o propósito de auxiliar na tomada de decisão das empresas brasileiras interessadas em abrir o capital, demonstra, de forma detalhada, os custos incorridos na abertura de capital de uma empresa de pequeno porte desde a preparação do processo até a efetivação da emissão de ações.

Tabela 1 - Custos incorridos na abertura de capital de uma empresa brasileira de pequeno porte (faturamento anual até R\$ 200 milhões)

PROCEDIMENTO	CUSTO (R\$ mil)
Custos incorridos na preparação do processo de abertura de capital mediante emissão de ações	
Serviços legais – ofertante	150
Serviços legais - líder	80
Auditoria inicial – padrão contábil brasileiro	150
Auditoria – <i>comfort letters</i>	30
Publicações da emissão	62
Taxa de registro - CVM	83
Apresentações ao mercado (road show)	20
Prospecto de emissão	30
Diversos	40
Sub - Total	645
Custos adicionais incorridos quando da efetiva distribuição de ações	
Publicação da emissão	6
Comissões de <i>underwriting</i>	3.500
Auditoria – padrão contábil internacional	180
Sub - Total	3.686
Total Geral	4.331
- Preparação do processo de emissão de ações	15%
- Adicionais quando da efetiva distribuição de ações	85%

Fonte: Bovespa, 2000, p. 7.

Os custos de manutenção da condição de companhia aberta são decorrentes, basicamente, de seis fatores (BOVESPA, 2000): 1. Auditoria independente (revisão anual e trimestral); 2. Publicação de atos societários; 3. Anuidades pagas à Bovespa (alíquota variando com o Capital Social); 4. Taxa de fiscalização da CVM; 5. Serviço de escrituração de ações; e 6. Relações com os investidores. Tais custos, segundo a Bovespa, variam entre R\$ 536.667,00 e R\$ 1.989.483,00, dependendo do porte da empresa.

Além dos altos custos, a companhia aberta tem como desvantagem a possibilidade de o mercado cotar suas ações a um preço inferior ao valor da companhia (BOVESPA, 2000). Esta possibilidade pode trazer perdas consideráveis para a empresa quando numa situação de venda, pois o comprador irá precificar a empresa de acordo com a cotação do mercado e não pelo preço que a empresa realmente vale.

Um outro ponto importante de se destacar é a obrigatoriedade de transparência. Tal ponto já apontado como gerador de vantagem para uma empresa de capital aberto, apesar de melhorar a imagem da empresa diante dos agentes financeiros, pode ocasionar perda de competitividade quando os concorrentes são empresas fechadas, na medida em que as informações divulgadas em alguns casos são estratégicas.

Além das desvantagens já citadas, Casagrande Neto (1996) destaca a distribuição de dividendos como fator desmotivante para os administradores financeiros abrirem o capital de suas empresas, assim como o fato de ações ficarem concentradas em mãos de poucos investidores que possam influenciar nas decisões da companhia.

2.4 A CONDIÇÃO DE COMPANHIA ABERTA

De acordo com Casagrande Neto (1996), a partir da análise das vantagens e desvantagens da abertura de capital, conclui-se que as desvantagens do processo são facilmente superadas pelas vantagens, uma vez que:

1. As informações a serem divulgadas são de caráter geral e não prejudicam o sigilo empresarial;
2. As exigências legais são facilmente atendidas;

3. O volume de recursos distribuídos a título de dividendos retorna à empresa através do aumento de capital; e
4. Os custos incrementais de um departamento de acionistas não é significativo em relação aos recursos arrecadados pela empresa.

Uma vez tomada a decisão de abrir o capital, a empresa realiza todos os procedimentos já citados como geradores de custos de abertura e passa a fazer parte de uma outra realidade, distinta daquela em que opera uma empresa de capital fechado. A empresa passa a se relacionar com diferentes agentes, o que exige a tomada de novas medidas de caráter obrigatório (como a criação de um Conselho de Administração, a eleição de um Diretor de Relações de Mercado etc) e não obrigatório (como atender, a qualquer momento, acionistas e/ou profissionais de mercado, publicar boletins trimestrais etc).

A figura abaixo demonstra os agentes envolvidos na nova realidade da empresa de capital aberto. Tais agentes compõem, de forma geral, o chamado mercado de valores mobiliários.

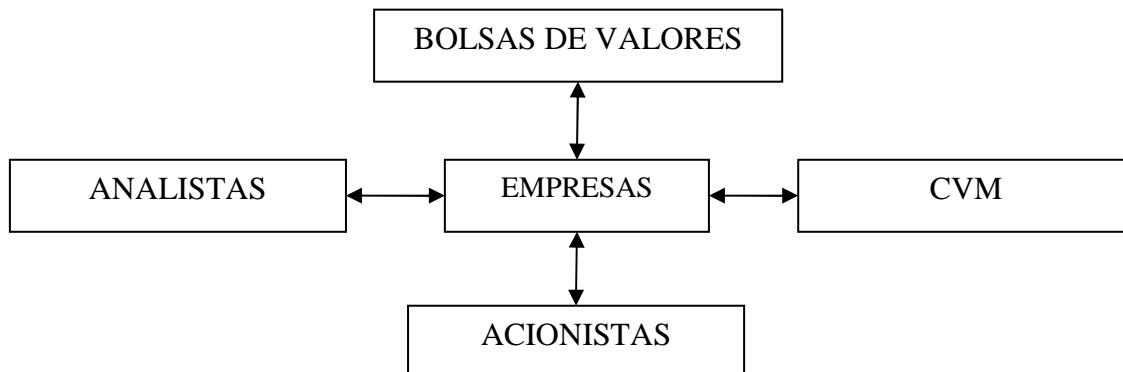


Figura 2 - Ambiente da empresa de capital aberto

Fonte: Casagrande Neto, 1996, p. 99.

3 A ABERTURA DE CAPITAL NO SETOR IMOBILIÁRIO

3.1 A EVOLUÇÃO DO SETOR IMOBILIÁRIO BRASILEIRO

O Setor Imobiliário só passou a ser normatizado no Brasil a partir da década de 60. Antes disso o setor não possuía um significativo nível de regulamentação, os agentes do mercado imobiliário sequer tinham garantia no processo de compra e venda de imóveis. Tal contexto de incertezas mudou a partir de 16 de dezembro de 1964, com a promulgação da Lei nº. 4.591, a qual dispõe sobre o condomínio em edificações e as incorporações imobiliárias.

A Lei 4.591 determina, dentre outras coisas, os direitos dos proprietários de imóveis. Uma das principais contribuições nesse intuito foi o chamado “Memorial de Incorporação”, o qual continha toda e qualquer informação relacionada ao futuro do empreendimento bem como as informações jurídicas e contábeis da empresa e de seus respectivos sócios. Tal instrumento transformou-se em uma importante ferramenta para fornecer estabilidade às relações de compra e venda no mercado imobiliário.

Com o mercado estável, o governo brasileiro passa a focar os mecanismos de produção e venda de imóveis. O governo criou a Lei nº. 4.380, a qual instituiu a correção monetária nos contratos imobiliários; o sistema financeiro para aquisição da casa própria, liderado pelo Banco Nacional da Habitação (BNH); as Sociedades de Crédito Imobiliário; as Letras Imobiliárias; o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo e deu outras providências.

O BNH tinha como principais características a gestão centralizada, sem a participação social ou de usuários, a desarticulação com as demais políticas setoriais, a preferência por grandes obras em defesa dos ganhos de escala e incorporação da lógica dos agentes promotores. Tais características foram responsáveis por uma considerável intervenção governamental nas cidades brasileiras.

O Brasil parecia caminhar para a consolidação do mercado imobiliário, até que na década de 80, a década perdida da economia brasileira, o cenário macroeconômico começou a mudar e o setor imobiliário entrou em completa desorganização. Na década de 80 o crescimento do PIB brasileiro passou a ser de 2% a.a., enquanto na década anterior era de 7% a.a.. O déficit público aumentou em decorrência do crescimento da dívida externa, ocasionado pela elevação das taxas de juros internacionais. A inflação chegou a mais de 80% ao mês. Todo esse processo teve como uma das conseqüências a extinção do BNH, em 1986.

Com o fim do BNH, os principais afetados foram as pessoas que haviam financiado seus imóveis, pois estas não conseguiam pagar suas dívidas, vez que os contratos da época possuíam cláusula de renegociação de dívida na ocorrência de resíduos ao final do período de amortização. Como a inflação era galopante e os contratos eram firmados no longo prazo, as parcelas pagas mensalmente em alguns casos não eram suficientes para cobrir as amortizações e em outros a amortização era negativa, ou seja, a parcela era paga e a dívida aumentava. Assim o setor imobiliário amargou um período de estagnação, onde nem o governo nem os bancos particulares disponibilizavam linhas de crédito para o financiamento de imóveis.

O cenário de estagnação do setor imobiliário brasileiro começou a mudar a partir de 1997, quando a alienação imobiliária (transferência da propriedade de um bem móvel ou imóvel do devedor ao credor para garantir o cumprimento de uma obrigação) foi estendida ao setor. A exemplo do que já ocorria nos financiamentos de automóveis, o imóvel pertence ao agente financeiro até o momento em que todas as prestações do contrato são quitadas. Tal instrumento facilitou a retomada do bem em caso de inadimplência.

Outra regulamentação de suma importância para o crescimento do mercado imobiliário brasileiro foi a Lei n.º 10.931, de 02 de agosto de 2004, a qual dispõe, entre outras coisas, sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias. A criação do patrimônio de afetação é muito importante na medida em que separa a contabilidade da obra das contas da incorporadora ou construtora. Com isso os compradores e os agentes financeiros passam a ter a certeza que os recursos destinados a determinado empreendimento somente poderão ser aplicados em tal empreendimento, evitando assim que os recursos sejam utilizados para outros fins e que a conclusão do empreendimento seja comprometida.

A evolução do marco regulatório supracitado, atrelada a um conjunto de fatores econômicos favoráveis (obrigatoriedade dos agentes financeiros de aplicarem no mínimo 65% dos recursos da caderneta de poupança no financiamento imobiliário, alongamento dos prazos de pagamento dos financiamentos, crescente interesse dos bancos privados no financiamento de imóveis e o bom momento da economia), trouxe ao mercado imobiliário brasileiro um grande volume de recursos e a esperança de que tal mercado conheça um extenso e estável período de crescimento.

3.2 DETERMINANTES DA ABERTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS DO SETOR IMOBILIÁRIO

O atual cenário do setor imobiliário brasileiro, onde se verifica o aumento da oferta e a desburocratização no sistema de aprovação do crédito imobiliário, vem demonstrando uma nova tendência. A abertura de capital por parte de construtoras e incorporadoras configura-se como uma oportunidade para captação de recursos e expansão dos negócios. Nunca se investiu tanto para o crescimento imobiliário no Brasil. A política econômica do governo Lula, percebida através dos recentes índices, demonstra um significativo aumento do volume de empréstimos realizados para financiar a construção civil no país desde 2000.

Diante desse contexto a captação de recursos via abertura de capital se constitui num grande instrumento de expansão e amadurecimento do setor imobiliário brasileiro, fato este confirmado pelo recente histórico de Ofertas Públicas Iniciais de Ações - IPO verificado no mercado de capitais brasileiro. Dois fatores são determinantes para a recente onda de abertura de capital das empresas brasileiras do setor imobiliário (das 25 empresas do setor imobiliário, 19 abriram o capital em 2007). O primeiro é o boom do mercado imobiliário brasileiro, intensificado principalmente a partir do ano de 2004, o que fez com que as empresas do setor buscassem fontes de capitalização alternativas aos tradicionais empréstimos bancários. E o segundo é o amadurecimento e a consolidação do mercado de capitais brasileiro decorrente, principalmente, da evolução do ambiente regulatório.

O mercado brasileiro de imóveis está passando por intensas transformações no que tange sua estrutura e funcionamento. Vários são os fatores determinantes para o avanço e amadurecimento do mercado imobiliário brasileiro, dos quais pode-se citar: a estabilidade na economia; o aperfeiçoamento do marco regulatório, que garante maior segurança nas incorporações e nos contratos; a ampliação do volume de crédito, o que estende os prazos dos empréstimos e melhoram as condições para obtê-lo; e a queda das taxas de juros, fator fundamental para o crescimento do mercado. Além disso, os preços dos imóveis no Brasil estão muito baixos em relação a outros países, e tornam-se ainda mais atrativos quando se considera a taxa de câmbio real vigente no país, o que viabiliza plenamente o investimento externo.

A ampliação do volume de crédito imobiliário é demonstrada no gráfico abaixo, onde se verifica que os recursos direcionados para as operações de crédito imobiliário mais que dobraram de 2002 até 2008, saltando de R\$ 24,1 bilhões para R\$ 48,4 bilhões.

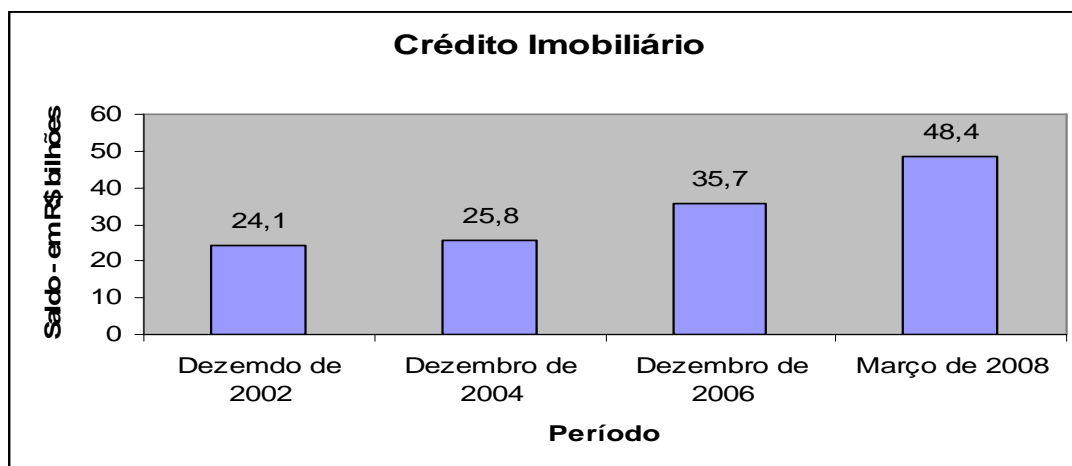


Figura 3 - Evolução do Crédito Imobiliário Brasileiro

Fonte: Banco Central

Dados da publicação Maiores e Melhores da Revista Exame, de Julho de 2008, demonstram o crescimento do setor da construção. A Indústria da Construção foi o setor da economia brasileira que apresentou o maior crescimento percentual do índice de vendas em 2007. Abaixo segue tabela que demonstra a evolução anual das vendas, já descontada a inflação.

Tabela 2 - Crescimento das Vendas (%) por Setor Econômico no Brasil

SETORES	2004	2005	2006	2007
Atacado	4,6	6,8	9,8	6,1
Auto-Indústria	21,2	10,0	1,0	11,1
Bens de Capital	17,3	8,1	5,7	10,1
Bens de Consumo	5,9	2,0	3,3	10,4
Eletroeletrônico	11,0	3,9	7,6	6,2
Energia	4,8	8,7	6,9	3,1
Farmacêutico	10,3	3,6	8,5	3,0
Indústria da Construção	0,6	0,9	16,3	13,0
Indústria Digital	2,3	4,0	7,6	7,3
Mineração	11,6	15,7	0,1	-5,6

Continua.

Conclusão.

SETORES	2004	2005	2006	2007
Papel e Celulose	3,6	-5,0	1,2	3,6
Química e Petroquímica	16,7	-5,2	-0,2	3,9
Serviços	7,3	11,0	12,1	8,0
Siderurgia e Metalurgia	32,7	-1,7	3,3	6,3
Telecomunicações	-0,3	2,5	2,2	11,1
Têxteis	9,0	-5,4	7,4	5,9
Transporte	6,5	6,4	11,8	10,1
Varejo	11,1	4,2	4,5	10,1
MEDIANA DOS SETORES	8,1	3,9	6,3	6,3

Fonte: Revista Exame, Melhores e Maiores, Junho de 2008.

Além de já apresentar significativos indícios de crescimento, o mercado imobiliário brasileiro, segundo Peixoto (Diretor do Grupo Edge), encontra-se em posição privilegiada em relação ao mercado mundial, com excelentes perspectivas de crescimento nos próximos anos em razão de vários fatores. Esses fatores são: 1. Demanda represada, 2. Preços baixos, 3. Economia estável, 4. Bancos brasileiros com muito dinheiro disponível para financiamentos imobiliários, 5. Alterações legislativas, 6. Decaída de alguns mercados mundiais, 7. Entrada no mercado de grandes investidores mundiais.(PEIXOTO, 2007)

A demanda represada é representada pelo déficit habitacional brasileiro que é de 7,9 milhões de moradias. O Brasil, segundo o IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) contava em 2000 com cerca de 44,6 milhões de residências (para 169.799.000 habitantes), sendo que parte delas era inadequada ao uso e há espaço para os preços aumentarem muito nos próximos anos. Os preços são as faixas médias cobradas pelo metro quadrado, atrelado a uma economia estável, inflação controlada há muitos anos, o que possibilita um planejamento e desenvolvimento de projetos coerente com tal realidade.

Os bancos públicos e privados brasileiros aumentaram a carteira de financiamento imobiliário em razão da estabilidade monetária e mudanças legislativas que promovem uma maior segurança aos investimentos no mercado imobiliário. Os bancos privados passaram a ver o crédito para financiamento imobiliário como forma de fidelização do cliente por um longo período, vez que existem modalidades de financiamento com

prazos de pagamento em até 300 meses. A evolução dos recursos destinados ao financiamento imobiliário brasileiro pelos bancos é vista nos gráficos abaixo.

Tabela 3 - Recursos destinados ao financiamento Imobiliário pelos bancos - R\$ bilhões

BANCO	2006	2007	2008*
Bradesco	2,14	4,19	5,30
Caixa	13,20	15,20	19,30
Real	1,30	2,70	3,50
Santander	1,50	2,00	3,00

Fonte: Valor Setorial - Mercado Imobiliário, Maio de 2008. * Números referentes ao mês de maio.

As alterações legislativas trouxeram maiores garantias e estabilidade aos agentes atuantes no setor imobiliário. Além disso, mudanças na legislação imobiliária demonstram a preocupação e o comprometimento do governo federal para com o desenvolvimento do setor imobiliário. A decaída de alguns mercados mundiais, como o do México que vinha crescendo desde 2001, faz com que grandes investidores internacionais se voltem para o mercado brasileiro.

Em relação à consolidação do mercado de capitais brasileiro, várias iniciativas institucionais foram tomadas nos últimos anos com o intuito de consolidar tal mercado como uma importante ferramenta para o desenvolvimento nacional. Tais iniciativas implementaram a regulamentação do mercado de capitais brasileiro proporcionando maior proteção ao investidor e a melhoria de práticas de governança corporativa¹ das empresas brasileiras. Dentre as mais importantes iniciativas, destaca-se a Lei nº. 10.303/01, que altera e acrescenta dispositivos na Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

A Comissão de Valores Imobiliários (CVM), autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, foi de extrema importância para o mercado de capitais brasileiro na medida em que passou a disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado. Outro ponto importante para a evolução do mercado de capitais brasileiro foi a

¹ Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para a sua perenidade (IGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa).

criação do Novo Mercado e dos Níveis de Governança Corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo em dezembro de 2000.

Segundo a Bovespa, o Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. A valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias. Essa é a premissa básica do Novo Mercado.

Para se ter uma idéia da importância do Novo Mercado para o setor imobiliário, 88% das empresas do setor que possuem seu capital negociado na Bolsa de Valores de São Paulo estão listadas no Novo Mercado, conforme tabela abaixo:

Tabela 4 - Empresas do setor imobiliário listadas na Bovespa e a inclusão ou não em segmentos de listagem

EMPRESA	SEGMENTO
Abyara	Novo Mercado
Agra	Novo Mercado
Brascan	Novo Mercado
Camargo Correa	Novo Mercado
Cimob	Não se enquadra
Company	Novo Mercado
Const. Adolpho Lindenberg	Não se enquadra
Tenda	Novo Mercado
CR2	Novo Mercado
Cyrela	Novo Mercado
Even	Novo Mercado
EZ TEC	Novo Mercado
Gafisa	Novo Mercado
Helbor	Novo Mercado
Inpar	Novo Mercado
JHSF	Novo Mercado
João Fortes	Não se enquadra
Klabin	Novo Mercado
MRV	Novo Mercado
PDG	Novo Mercado
Rodobens	Novo Mercado
Rossi	Novo Mercado
Sergen	Não se enquadra
Tecnisa	Novo Mercado
Trisul	Novo Mercado

Fonte: Bovespa

Portanto, de acordo com as informações supracitadas pode-se tirar a conclusão que o boom do mercado imobiliário impulsionou as empresas do setor a abrirem seu capital para se capitalizarem e realizarem investimentos com intuito de aproveitar o bom momento econômico do setor. Por outro lado, pode-se também concluir que a capitalização das empresas, via mercado de capitais, apresenta-se como fator adicional de fomento ao desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro.

3.3 AS CONSEQÜÊNCIAS DA ABERTURA DE CAPITAL NO SETOR IMOBILIÁRIO BRASILEIRO

A abertura de capital das empresas do setor imobiliário é um processo que vem se intensificando no Brasil e vem trazendo diversas conseqüências positivas para o setor. Em 2007, 19 incorporadoras e construtoras captaram um total de R\$ 11,2 bilhões na Bovespa e colocaram R\$ 26,5 bilhões em novos imóveis no mercado. A tabela abaixo demonstra o quanto que empresas do setor imobiliário vêm se capitalizando através do mercado de capitais desde 2005.

Tabela 5 - Recursos do mercado de capitais - Valor obtido com oferta de ações e IPO do setor imobiliário na Bovespa de 2005 a 2007.

	Nº. DE OPERAÇÕES	Nº. DE INVESTIDORES	EMISSÃO PRIMÁRIA (R\$ BILHÕES)	EMISSÃO SECUNDÁRIA (R\$ BILHÕES)	VOLUME TOTAL (R\$ BILHÕES)
IPO	19	179.951	9,6	1,5	11,2
Ofertas	5	14.381	3,2	1,3	4,5
Total	24	194.332	12,8	2,8	15,7

Fonte: Valor Setorial - Mercado Imobiliário, maio de 2008

Segundo o Professor Osvaldo Quelhas², “a capitalização gerada pelas aberturas de capital possibilita grande alavancagem para a realização de novos empreendimentos, que proporcionarão significativa geração de empregos, tanto diretos quanto indiretos”. Partindo dessa visão pode-se elencar as conseqüências da Abertura de Capital no Setor Imobiliário Brasileiro a partir das vantagens adquiridas pelas empresas do setor ao se adequarem às práticas de governança corporativa.

² Coordenador Geral do Laboratório de Tecnologia, Gestão de Negócios e Meio Ambiente (Latec) da Universidade Federal Fluminense (UFF). Artigo publicado no jornal Gazeta Mercantil – SP 15 de setembro de 2007.

A governança corporativa, segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), é um sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os acionistas e os cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. Tal sistema vem sendo incentivado pelas políticas da Bovespa, as quais consistem em incluir empresas com boas práticas de governança em novos mercados. Na medida em que o custo de capital de terceiros para uma empresa é inversamente proporcional à confiança dos seus investidores, práticas de governança, boa reputação e transparência, tornam as taxas dos empréstimos bem mais convidativas e assim as empresas se capitalizam cada vez mais a um menor custo.

As empresas altamente capitalizadas, via mercado de capitais, passam a investir mais e por consequência demandam um maior contingente de mão-de-obra. Em 2007, ano em que se verificou o recorde de empresas do setor imobiliário abrindo o capital (19 empresas, as quais captaram R\$ 11,2 bilhões), a indústria da construção brasileira gerou 206.633 novas vagas de trabalho, enquanto em 2006 foram geradas apenas 98.132 vagas. A tabela abaixo mostra a evolução do número de empregados na construção brasileira.

Tabela 6 - Evolução do n°. de empregados na construção civil brasileira

ANO	N°. DE EMPREGADOS	EMPREGOS GERADOS	TX. DE CRESCIMENTO
2004	1.420.529	-	-
2005	1.529.958	109.429	7,7 %
2006	1.628.090	98.132	6,4 %
2007	1.834.723	206.633	12,7 %
2008*	1.987.217	153.001	8,3 %

Fonte: Conjuntura da Construção 2008, FGV e Sinduscon. *Números referentes ao mês de maio.

Com a elevação do investimento através de recursos captados no mercado de capitais, constata-se que as empresas do setor imobiliário, além de contratarem mais, aumentam o número de lançamentos. Segundo pesquisa realizada pela Embraesp (Empresa Brasileira de Estudos de Patrimônio) na Grande São Paulo, dentre as 10 construtoras que mais lançaram empreendimentos imobiliários 9 possuem capital aberto negociado em bolsa. No ranking composto por Camargo Correia, Company, Cyrela, Even, Gafisa, Goldfarb, MRV, Tecnisa, Tenda e Trisul, apenas a Goldfarb não se capitalizou através do mercado de capitais.

Empresas capitalizadas produzem mais e com maior eficiência. Tal fato pode ser entendido através da tendência das empresas de capital aberto, em sua grande maioria grandes empresas, a se concentrarem na realização de economias de escala. Realizar economias de escala só é possível na medida em que as empresas estão altamente capitalizadas e assim adquirem maior poder de barganha para negociar com seus fornecedores, possibilitando o barateamento dos seus custos e a elevação da produção. Já as pequenas empresas, sem recursos abundantes, são obrigadas a se especializarem em determinados nichos de mercado para sobreviverem. Nesses casos é comum que pequenas construtoras se especializem em empreendimentos direcionados para um único e determinado segmento da sociedade, desenvolvendo produtos diferenciados.

Grandes empresas, como a Cyrela Brazil Realty, têm como uma das suas principais estratégias competitivas reduzir custos e maximizar eficiência de construção. Acreditam que a redução de custos de construção e de despesas gerais indiretas seja fundamental para manter suas margens competitivas e sua rentabilidade. Desta forma, no intuito de reduzir custos e aumentar a lucratividade, as empresas se valem do grande volume de projetos de construção lançados, para alcançar economias de escala significativas em suas compras de materiais e serviços.

A economia de escala adquirida pelas grandes empresas evidencia uma outra consequência da abertura de capital no setor imobiliário, as fusões e aquisições. Segundo informações do Valor Setorial - Mercado Imobiliário (2008), desde 2006 verifica-se um vigoroso processo de fusões e aquisições entre as empresas do mercado imobiliário de capital aberto. Tais empresas, em busca da expansão e diversificação geográfica, procuram parcerias em outros estados, mirando principalmente os segmentos de baixa renda, devido ao imenso déficit habitacional encontrado no Brasil.

Um exemplo recente aconteceu entre a Gafisa e a Tenda. Visando os segmentos de baixa renda, a Gafisa anunciou dia 1º de setembro de 2008 a compra da Tenda. Realizou-se a integração societária das atividades da Tenda e da Fit Residencial Empreendimentos Imobiliários, subsidiária da Gafisa, de forma a desenvolverem atividades voltadas para o setor imobiliário de baixa renda no Brasil. Após a operação, a Gafisa passou a ser dona de 60% do capital total e votante de Tenda, mantendo-se o percentual mínimo de ações de Tenda em circulação, necessário à permanência da companhia no Novo Mercado da Bovespa.

Destarte, pode-se concluir que a abertura de capital no setor imobiliário disponibilizou um maior volume de recursos para que as empresas do setor aumentassem seus investimentos. A elevação dos investimentos, por sua vez, aumentou o número de terrenos adquiridos pelas construtoras e incorporadoras, assim como o número de

empreendimentos imobiliários lançados. Possibilitou também que estas empresas passassem a se relacionar entre si com um padrão mínimo de amadurecimento corporativo, implementado o desenvolvimento do setor.

4 UMA ANÁLISE DOS IMPACTOS DA ABERTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS DO SETOR IMOBILIÁRIO NA BAHIA E NO MUNICÍPIO DE SALVADOR

4.1 A EVOLUÇÃO DO SETOR IMOBILIÁRIO SOTEROPOLITANO

A cidade de Salvador, assim como a maioria das cidades litorâneas brasileiras, a exemplo de Aracajú e Maceió, tem seu crescimento iniciado próximo ao mar. No caso específico de Salvador, sua ocupação se inicia nas proximidades da Baía de Todos os Santos. Em 1968 o Setor Imobiliário Soteropolitano deu um importante passo com a conhecida Lei da Reforma Urbana, a qual transferiu a maior parte do solo de Salvador para o capital privado, com exceção de grande parte das áreas invadidas por população de baixa renda.

O início da década de 1980 foi crucial para a evolução do setor imobiliário de Salvador. Enquanto o país enfrentava a crise da dívida externa, com o crescimento acumulado do PIB em 7,9% (1980 – 1984), a Bahia apresentava um crescimento acumulado do PIB, no mesmo período, de 15,9%, bem acima dos demais estados brasileiros. Tal crescimento foi decorrente da implantação do pólo petroquímico da Bahia, o qual elevou o estado ao posto de 2º maior mercado imobiliário do país, atrás apenas do estado de São Paulo. Nesse período, verifica-se o aumento considerável da população de Salvador, decorrente, em grande maioria, do processo migratório.

Em 1987 é institucionalizado o Transcon (Transferência do Direito de Construir), através do qual a Prefeitura passa a emitir certificados de equivalência de potencial de construção e recebe como contrapartida a desapropriação de áreas privadas, onde deverá realizar obras públicas ou regularizar a ocupação por população de baixa renda. Tais certificados, na medida em que alcançaram grandes áreas e foram negociados no mercado imobiliário, apresentaram-se como um importante instrumento para que as empresas do setor imobiliário elevassem o potencial construtivo de seus terrenos. A lei do Transcon, lei nº. 3.805/87, pode ser mais bem entendida a partir dos seus dois primeiros artigos:

Art. 1º - Fica instituído, no Município de Salvador, o instituto Jurídico de transferência do direito de construir, para fins de preservação de áreas de interesse do patrimônio histórico, artístico, paisagístico e ecológico, implantação de infra-estrutura urbana, equipamentos urbanos ou comunitários, ou utilização pelo próprio Município, regularização de situação fundiária e formação de estoque de terrenos pelo Município.

Art. 2º - O proprietário de imóvel considerado pelo Poder Público como de interesse para os fins especificados no art. 1º poderá, mediante autorização da Prefeitura Municipal, exercer, em outro local, o equivalente ao direito de construir previsto na legislação do ordenamento do uso do Solo do Município, desde que seja doado ao Município, mediante escritura pública, o imóvel cujo direito de construir deverá ser transferido. (SALVADOR, 1987).

Em 1985, Salvador conheceu o seu primeiro PDDU – Plano Diretor de Desenvolvimento Urbano (lei nº. 3.525/85). Segundo o Estatuto das Cidades, um Plano Diretor é o instrumento básico para orientar a política de desenvolvimento e de ordenamento da expansão urbana do município. O segundo PDDU de Salvador é foi publicado em 2004, através da lei nº. 6.586/04, plano este que após um conflituoso processo de discussão foi revisado, reeditado e publicado no final do ano de 2007, através da lei nº. 7.400/2008. Essa nova versão do PDDU foi muito comemorada pelo Mercado Imobiliário de Salvador.

O projeto de lei do governo do prefeito João Henrique traz várias mudanças para a capital baiana, dentre as principais está a liberação da altura dos prédios da Orla para até 18 andares. O projeto diminui, ainda, a distância exigida entre os prédios da faixa litorânea. Outro ponto importante do PDDU é que ele regulamenta os empreendimentos imobiliários na Avenida Paralela, exigindo um percentual de preservação da Mata Atlântica. Tanto a Orla quanto a Avenida Paralela são consideradas pelo mercado imobiliário como importantes vetores de crescimento da cidade de Salvador. Esses dois vetores carregam uma grande expectativa de crescimento, na medida em que essas duas regiões são muito cobiçadas pela classe alta de Salvador e por turistas em busca de segunda residência.

4.2 A ENTRADA DE CONSTRUTORAS E INCORPORADORAS DE OUTROS ESTADOS NO MERCADO IMOBILIÁRIO BAIANO

O crescimento do setor imobiliário e a abertura de capital das construtoras e/ou incorporadoras trouxeram uma nova tendência ao mercado imobiliário brasileiro. Visando expandir seus negócios, grandes empresas de capital aberto buscam a diversificação geográfica. Segundo Rossi (CRUZ, 2008), a diversificação geográfica apresenta-se como uma importante vantagem competitiva, na medida em que possibilita novas oportunidades de negócios em praças onde a concorrência não é muito forte. Ainda de acordo com Rossi (CRUZ, 2008), é possível determinar melhor os preços dos produtos, aliar-se a empresas nos mercados locais e assim ter um crescimento bastante significativo e sustentável ao longo dos anos.

Diante da tendência da diversificação geográfica, a Bahia, mais especificamente Salvador, apresenta-se como um dos principais pólos de investimentos para as grandes empresas do setor imobiliário. O estado mais rico e com maior exploração do turismo do Nordeste possui uma grande demanda reprimida, boa infra-estrutura e imenso potencial de crescimento como diferenciais. Tais diferenciais fazem com que apartamentos compactos, empreendimentos de alto luxo e imóveis de segunda residência sejam vendidos em velocidades não verificadas em nenhum outro estado do Nordeste.

Pesquisa realizada pela Urban Systems Brasil, empresa especializada em estudos de mercado, aponta Salvador como a capital nordestina de maior potencial na área imobiliária. O estudo teve como base o faturamento dos últimos dois anos e a projeção dos próximos anos. Todo esse potencial é constatado através da pesquisa imobiliária elaborada pela Associação de Dirigentes de Empresas do Mercado Imobiliário da Bahia - ADEMI-BA (2008), a qual demonstra que em 2007 o setor imobiliário do estado aumentou suas vendas em 63,3%, atingindo a marca de 7.116 unidades vendidas.

Além de boa infra-estrutura, Salvador possui também outros importantes atrativos. O grande déficit habitacional na região metropolitana de Salvador, mais de 600 mil residências, segundo a Fundação Getúlio Vargas (FGV), atrelado ao fato de cerca de 70% da população do estado possuir uma renda mensal de até cinco salários mínimos,

chama a atenção das grandes empresas de capital aberto para uma nova tendência do mercado imobiliário brasileiro, os empreendimentos para a baixa renda.

Visando explorar o mercado imobiliário soteropolitano, as grandes e capitalizadas empresas paulistas como a Rossi Residencial, juntamente com outras empresas não tão grandes como a goiana EBM e a sergipana Celi, buscam associar-se às empresas naturais da capital baiana. Muitas das grandes empresas realizam o chamado joint-venture (empreendimento conjunto), que pode ser entendido como uma associação entre empresas, definitiva ou temporária, para explorar determinado negócio sem que nenhuma delas perca sua personalidade jurídica.

As grandes construtoras e incorporadoras de outros estados vêm a Salvador buscando associar-se a empresas que já possuam prestígio no mercado local, terrenos potenciais ou um significativo canal de vendas. Geralmente as construtoras e incorporadoras que não são do estado da Bahia entram como a maior parte dos investimentos, enquanto as empresas locais ficam responsáveis pelos terrenos e pelas vendas.

Uma importante joint-venture realizada na capital baiana aconteceu dia 10 de Abril de 2007. A paulista Rossi Residencial, uma das maiores construtoras e incorporadoras do Brasil e a Costa Andrade, uma das maiores construtoras e incorporadoras da Bahia, sediada em Salvador, anunciaram uma joint-venture para operar no mercado imobiliário da região metropolitana de Salvador. Segundo o comunicado ao mercado emitido pela Rossi, “a participação da Rossi nos negócios será entre 50 e 80% do VGV (Valor Geral de Venda) de cada empreendimento, o acordo engloba terrenos já negociados e em negociação para lançamentos pela nova sociedade no valor aproximado de R\$ 500 milhões de VGV nos próximos meses”. Através de tal comunicado pode-se perceber que as grandes empresas de capital aberto, ao constituírem uma joint venture, entram com a maior parte dos recursos financeiros.

Outra joint-venture significativa firmada para atuar na região metropolitana de Salvador foi realizada entre a paulista Cyrela Realty Brazil e a baiana Andrade Mendonça, dando origem a Cyrela Andrade Mendonça. No ano passado, a empresa vendeu 1.100 das 7.116 unidades comercializadas na Região Metropolitana de Salvador. O resultado foi equivalente a 15,28% das vendas do setor. No decorrer de 2008 serão lançados 8

empreendimentos em Salvador, o que demonstra que a joint-venture possui boa perspectiva de crescimento.

Sendo assim, constata-se que o mercado imobiliário baiano vem atraindo diversas construtoras e incorporadas de outros estados, as quais enxergam na Bahia um imenso potencial imobiliário.

4.3 OS IMPACTOS DA CAPITALIZAÇÃO DAS EMPRESAS DO SETOR IMOBILIÁRIO, VIA MERCADO DE CAPITAIS, NO MERCADO IMOBILIÁRIO DA BAHIA E NO MUNICÍPIO DE SALVADOR

Segundo dados da Ademi-BA (2008), de janeiro a junho de 2008 o mercado imobiliário da Bahia apresentou um crescimento de 31,87% no número de unidades vendidas, se comparado aos números de todo o ano de 2007. Enquanto no ano de 2007 o mercado registrou 7.116 unidades vendidas, no primeiro semestre de 2008 já foram vendidas 9.384 unidades. Levando em consideração os lançamentos, os números são ainda mais expressivos, pois de janeiro a junho de 2008 o mercado imobiliário baiano lançou 15.887 novas unidades contra 9.068 lançamentos em todo o ano de 2007, um impressionante crescimento de 75,19%.

De acordo com José Azevedo Filho, diretor de habitação da ADEMI-BA (MERCADO..., 2008), o aumento da demanda por imóveis na Bahia é determinado por prazos mais longos e pela oferta de crédito. Ainda segundo Azevedo Filho, outra explicação para o crescimento do mercado imobiliário local é a chegada de empresas paulistas e mineiras em Salvador.

Essas incorporações investiram na bolsa e abriram seu capital, lucrando muito alto. Dentre as maiores o lucro foi de mais de 10 bilhões (de reais). Mas o mercado do sudeste é muito competitivo e essas firmas, então decidiram investir no Nordeste, sobretudo na Bahia, estado mais representativo da região. (MERCADO..., 2008)

O boom do mercado imobiliário baiano pode ser constatado através da tabela abaixo. Do ano 2000 até o ano de 2003 o mercado imobiliário passou por um forte período de

crescimento negativo. A partir de 2004 a situação começou a mudar com as vendas dos estoques de imóveis. Em 2005, com a estabilidade econômica da economia brasileira, o mercado começou a apresentar importantes indícios de crescimento. O número de lançamentos, que tinha caído 15,60% no ano anterior, subiu 1,83% e o número de vendas aumentou 37,90%. De 2006 até junho de 2008, período em que se constatou uma “invasão” das construtoras e incorporadoras, com capital negociado em bolsa, no mercado baiano, verificou-se o boom do mercado imobiliário baiano. O número de unidades lançadas aumentou 521,31%, enquanto o número de unidades vendidas atingiu um crescimento de 197,81%.

Tabela 7 – Acumulado de Lançamentos e Vendas no Período de 2000 a 2008

PERÍODOS	LANÇAMENTOS	Crescimento%	VENDAS	Crescimento%
2000	4.037	-	3.230	-
2001	4.111	1,83	3.376	4,52
2002	3.065	-25,44	3.201	-5,18
2003	2.975	-2,94	1.887	-41,05
2004	2.511	-15,60	2.285	21,09
2005	2.557	1,83	3.151	37,90
2006	5.098	99,37	4.357	38,27
2007	9.068	77,87	7.116	63,32
2008*	15.887	75,19	9.384	31,87
TOTAL	49.309	-	37.987	-

Fonte: Ademi-BA, 2008. *Números referentes ao mês de Junho.

A entrada de construtoras e incorporadoras do Sudeste, altamente capitalizadas via mercado de capitais, no mercado imobiliário de Salvador, torna o mercado local cada vez mais competitivo. Segundo Luciano Muricy, diretor técnico da ADEMI-BA, “estas empresas têm capacidades melhores para negociar com os fornecedores, por que compram em larga escala” (PREÇO..., 2008). Essa maior competitividade traz importantes conseqüências para o mercado. A primeira conseqüência é a já citada formação de joint venture, onde as empresas altamente capitalizadas buscam para parcerias empresas locais que conhecem o mercado, porém não possuem um significativo montante de recursos para realizar os investimentos. Uma outra conseqüência é a perda de competitividade e a conseqüente perda de mercado por parte

das pequenas e médias construtoras, que não possuem recursos para produzir em escala e baratear custos.

Para constatar a “invasão” das construtoras e/ou incorporadoras que se capitalizaram via mercado de capitais no mercado imobiliário local, pode-se pegar o total dessas empresas e analisar quantas já atuam na Bahia. Segundo a Bovespa, o número de empresas do setor imobiliária listadas na bolsa é de 25. Dessas 25 empresas nenhuma é de origem baiana, porém 32% delas atuam no mercado imobiliário de Salvador lançando e vendendo unidades imobiliárias.

No 3º Salão de Negócios Imobiliários da Bahia, evento produzido pela ADEMI-BA de 9 a 19 de outubro de 2008, verificou-se, mais uma vez, a força das empresas com capital negociado em bolsa. Das 46 empresas presentes no Salão, 8 possuem capital aberto. Dessas 46 empresas, 39 delas colocaram 94 empreendimentos à disposição do público, e desse total 28,72% foram construídos por empresas de capital aberto. Outro fato relevante é que de todas as empresas que expuseram seus empreendimentos apenas 3 delas possuíam 10 ou mais empreendimentos. Dessas 3 empresas 2 são de capital aberto, a Cyrela (11 empreendimentos) e a Agra (10 empreendimentos), apenas uma possui capital fechado, a Fator (10 empreendimentos).

Conforme já constatado, a chegada de grandes empresas de capital aberto ao mercado imobiliário baiano aumentou o número de empreendimentos imobiliários lançados. Com empresas lançando mais, o setor da construção passou a demandar mais mão-de-obra, contribuindo assim para a redução do desemprego no estado. A evolução do número de empregados formais na construção civil do estado da Bahia, em geral, e de Salvador, pode ser acompanhada através da tabela abaixo:

Tabela 8 – Fluxo de Emprego Formal na Construção Civil

ANO	SALVADOR			BAHIA		
	Fluxo	Variação %	Estoque	Fluxo	Variação %	Estoque
2000	-	-	31.830	3.198	5,51	61.269
2001	9	0,03	31.839	-944	-1,54	60.325
2002	-2.993	-9,40	28.846	-2.564	-4,25	57.761
2003	-2.678	-10,23	26.168	-1.025	-1,78	56.736
2004	2.674	9,27	28.842	4.438	7,82	61.174
2005	6.994	19,52	35.836	12.343	20,18	73.517
2006	1.912	5,34	37.748	3.953	5,38	77.470
2007	4.939	13,08	42.687	9.499	12,26	86.969
2008*	6.901	16,17	49.588	11.838	13,61	98.807

Fonte: SINDUSCON-BA. *Números referentes ao mês de Setembro.

Na medida em que o setor aumenta o seu nível de atividade, ele contribui para o desenvolvimento do PIB do Estado. Em 2002 a participação do PIB da construção civil no PIB total do estado da Bahia era de 7,20%, já em 2007 essa participação pulou para 8,70% do PIB. Abaixo segue a tabela com a evolução da participação do PIB da construção civil no PIB da Bahia.

Tabela 9 – Participação do PIB da Construção Civil da Bahia no PIB total da Bahia do período de 2002-2007

ANO	PIB da Construção Civil BA no PIB BA
2002	7,20%
2003	6,40%
2004	7,00%
2005	8,20%
2006	8,50%
2007	8,70%

Fonte: SINDUSCON

A “invasão” das grandes construtoras e incorporadoras de capital aberto do Sudeste, juntamente com a oferta de crédito de prazos e financiamento mais longos, levou o setor imobiliário baiano a obter importante crescimento. De 2005 até junho de 2008 foram

lançadas 32.610 novas unidades imobiliárias na Bahia, um crescimento de 1,83% em 2005, 99,37% em 2006, 77,87% em 2007 e 75,19% até junho de 2008. Em relação ao número de unidades vendidas registra-se, apenas no primeiro semestre de 2008, um crescimento de 31,87%, o que representa a venda de 9.384 moradias contra 7.116 vendidas em todo o ano de 2007 (ADEMI-BA, 2008).

Destarte percebe-se que a chegada das construtoras e incorporadoras vindas do sudeste altamente capitalizadas trouxe significantes impactos para o mercado imobiliário baiano e de Salvador. Por um lado, verifica-se um mercado mais amadurecido e profissionalizado, onde as grandes empresas realizam empreendimentos com maior eficiência, aumentando a oferta de imóveis, o número de empregos e o PIB local. Por outro é verificada a entrada de concorrentes muito fortes que acabam tomando o lugar de pequenas e médias empresas do mercado local.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O mercado imobiliário brasileiro apresentou um espetacular crescimento nos últimos anos. Inflação controlada, abundância de crédito, queda da taxa de juros e estabilidade econômica foram alguns dos fatores determinantes para o crescimento do mercado imobiliário nacional. Tal crescimento levou as empresas do mercado imobiliário a realizarem um processo não muito comum às empresas brasileiras até o início dos anos 2000: a capitalização via mercado de capitais. A busca por fontes de capitalização alternativas aos tradicionais empréstimos bancários, atrelada ao amadurecimento e a consolidação do mercado de capitais brasileiro, fez com que empresas do mercado imobiliário lançassem seus capitais na bolsa de valores.

Visando expandir seus negócios, as grandes construtoras e incorporadoras optaram pela expansão geográfica. Buscaram novas regiões onde a concorrência é baixa e adquiriram uma importante vantagem competitiva. Nesse contexto, a Bahia, principalmente Salvador, se apresentou como um importante centro para o investimento imobiliário, na medida em que possui boa infra-estrutura, imenso déficit habitacional e considerável potencial de crescimento. As grandes empresas do Sudeste buscaram se associar à empresas locais através de joint venture e se instalaram no mercado imobiliário baiano.

A entrada dessas empresas de capital aberto no mercado imobiliário baiano aumentou a competitividade no setor, obrigando empresas a buscarem um nível de profissionalização cada vez mais alto. Essas empresas também contribuíram para a elevação do número de empregados na capital baiana. Enquanto em 2005 eram 35.836 empregados formais na construção civil, em setembro de 2008 esse número já chegou a 49.588. A ação dessas empresas fez com que pequenas empresas locais perdessem espaços e voltassem seu foco para determinados nichos de mercado, atuando em bairros específicos (bairros nobres que possuem um seletos e fiel público consumidor), pois não conseguem atingir os níveis de economia de escala das grandes empresas altamente capitalizadas via mercado de capitais.

O mercado imobiliário brasileiro, mais especificamente o baiano, vem realizando um crescimento elevado e constante, nunca constatada na história do setor. Porém, a partir de outubro de 2008 o setor acendeu a luz de alerta devido aos receios dos impactos que

a crise financeira mundial pode trazer para o setor imobiliário. As empresas começaram a revisar seus projetos de lançamentos em decorrência da drástica mudança de cenário. A imprensa especializada está prevendo uma redução de 28% no número de lançamentos até o final de 2008, já em 2009 o ajuste previsto é de 34% (D'AMBROSIO, 2008).

Segundo D'Ambrosio (2008), oito empresas que possuem capital negociado em bolsa (Even, Rossi, Agra, CR2, Eztec, Trisul, Abyara e Inpar) já revisaram suas projeções de lançamentos. Enquanto antes da crise previam colocar no mercado brasileiro R\$ 16 bilhões em novos empreendimentos, agora depois da crise pretendem colocar R\$ 11,6 bilhões. Para 2009 as projeções caíram de R\$ 17,3 bilhões para R\$ 11,4 bilhões. As empresas ficaram mais cautelosas, buscando preservar seus caixas e obter receitas com vendas. Segundo a mesma reportagem,

A maioria [das construtoras] só lança empreendimento se o financiamento estiver garantido, só compram terrenos se considerarem uma oportunidade de ouro e caso o vendedor aceite permuta no pagamento, escolhem empreendimentos menores e, de preferência, em regiões menos concorridas. (D'AMBROSIO, 2008)

Em relação à crise mundial e ao mercado imobiliário baiano, pode-se constatar a cautela do mercado analisando os números da versão 2008 do Salão de Negócios Imobiliários da Bahia. Durante os 11 dias do evento foram gerados R\$ 91 milhões em vendas, contra R\$ 160 milhões do ano passado. O número de unidades comercializadas caiu de 623 para 442. A comercialização de produtos e serviços ligados à construção reduziu 37%, saindo dos R\$ 390 milhões de 2007 para R\$ 242 milhões. Tais dados já são encarados como indícios de que a crise financeira vai provocar forte desaquecimento do mercado imobiliário baiano.

A queda do faturamento e dos negócios no salão imobiliário tem relação direta com a crise financeira internacional. O comprador fica mais cauteloso quanto ao futuro e pensa duas vezes antes de entrar em um financiamento de longo prazo. Já as empresas ficam receosas quanto ao volume de crédito disponível, pois o crescimento do setor

imobiliário é fomentado pelo crédito, e em período de crises é normal que o crédito seja mais restrito e caro.

Todavia, os dirigentes das empresas do mercado imobiliário baiano apontam possibilidades otimistas e enxergam o mercado baiano como alternativa para investidores que buscam segurança para seus investimentos.

Se a pessoa estiver com dinheiro aplicado em banco, a opção pelo investimento em imóvel é natural pela solidez, pela segurança e pela renda que pode gerar com o aluguel. Acreditamos que a tendência é de que a população, de um modo geral, direcione mais recursos para a compra de imóveis... [o mercado imobiliário de Salvador] já é uma alternativa [para investidores estrangeiros que buscam segurança e estão fugindo da oscilação do mercado de capitais]. Temos vários investidores, principalmente de Portugal e Espanha. Nosso mercado é muito atrativo para os Europeus. Não só grupos empresariais como pessoas físicas. (BARRETO JÚNIOR, 2008)

Mesmo com todo o otimismo dos dirigentes das empresas do mercado imobiliário é importante perceber que enquanto as incorporadoras e construtoras trabalhavam num cenário estável e otimista, o número de lançamentos de unidades imobiliárias foi muito grande, pois a expectativa era que os compradores continuassem entrando em financiamentos de longo prazo. Agora, com a mudança repentina de cenário, o crédito ao comprador ficou mais caro e eles ficam cada vez mais receosos em adquirir dívidas frente a um cenário de grandes incertezas. Dessa forma, o número de unidades lançadas em comparação com o número de unidades vendidas na Bahia já pode ser visto com preocupação, uma vez que das 15.887 unidades lançadas até junho de 2008, apenas 59,06% foram vendidas enquanto em 2007 o percentual foi de 78,47% e em 2006 de 85,46%. Portanto, o mercado imobiliário baiano pode estar prestes a entrar em um novo período, com um grande estoque de unidades imobiliárias, poucos lançamentos e preços cada vez mais baixos.

REFERÊNCIAS

ADEMI-BA – Associação de Dirigentes de Empresas do Mercado Imobiliário da Bahia. Disponível em: <<http://www.ademi-ba.com.br>>. Acesso em: 10 out. 2008.

ADEMI-BA. **Pesquisa Imobiliária: Mercado.** Salvador, abr-jun., 2008.

BARRETO JÚNIOR, Walter. Impacto da Crise Financeira Mundial no Setor Imobiliário. **A Tarde**, Salvador, 9 out. 2008. Entrevista a Katja Polissini.

BOVESPA. **Como e por que tornar-se companhia aberta:** utilizando o mercado de capitais para crescer. São Paulo: 2006.

BOVESPA. **Custos de Abertura de Capital e de Manutenção da Condição de Companhia Aberta.** São Paulo: 2000.

BOVESPA. **Desafios e oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro.** São Paulo: 2000.

CASAGRANDE NETO, Humberto. **Abertura do Capital de Empresas no Brasil:** um enfoque prático. São Paulo: Atlas, 1996.

CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de Capitais:** o que é, como funciona. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Abertura de Capital de Empresas.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 5 nov. 2007.

CRUZ, Conrado Mazzoni. **Entrevista:** para Rossi, setor imobiliário deve focar nos segmentos de baixa renda. **InfoMoney.** Disponível em: <<http://web.infomoney.com.br/templates/news/view.asp?codigo=655928&path=/investimentos/noticias/entrevistas/>>. Acesso em: 7 ago. 2008.

D'AMBROSIO, Daniela. Companhias põem o pé no ferio e revisam número de lançamentos. **Valor Econômico**, São Paulo, 15 out. 2008. p. B1.

MELHORES E MAIORES. São Paulo, Revista Exame, Editora Abril, 2005 – Anual.

MELHORES E MAIORES. São Paulo, Revista Exame, Editora Abril, 2006 – Anual.

MELHORES E MAIORES. São Paulo: Revista Exame, Editora Abril, 2007 – Anual.

MELHORES E MAIORES. São Paulo: Revista Exame, Editora Abril, 2008 – Anual.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro:** produtos e serviços. 15. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2002.

FUNDAÇÃO JOÃO PINHEIRO. Centro de Estatística e Informações. **Déficit Habitacional no Brasil**: municípios selecionados e microrregiões geográficas. 2.ed. Belo Horizonte: , 2005.

BALANÇO ANUAL. São Paulo: Gazeta Mercantil, 2005 – Anual.

BALANÇO ANUAL. São Paulo: Gazeta Mercantil, 2006 – Anual.

BALANÇO ANUAL. São Paulo: Gazeta Mercantil, 2007 – Anual.

BALANÇO ANUAL. São Paulo: Gazeta Mercantil, 2008 – Anual.

IBMEC. **Soluções do Mercado de Capitais para o Crescimento Sustentado**. São Paulo: Ed. José Olympio, 2004.

MENDES, Victor Marcelo Oliveira . **A problemática do desenvolvimento em Salvador**: Análise dos planos e práticas da segunda metade do século XX (1950-2000). 2006. 274 f. Tese (Doutorado em Planejamento Urbano e Regional) - Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, Rio de Janeiro, 2006.

MERCADO Imobiliário Baiano cresce mais de 200%. Disponível em: <<http://www.imobiliariaribeiraopreto.com.br/noticias.php?id=223>>. Acesso em: 07 ago. 2008.

PEIXOTO, Gerde. Mercado imobiliário brasileiro: Disponível em <http://blog.edge.com.br> Acesso em 30 nov. 2007

PINHEIRO, Juliano Pinheiro. **Mercado de Capitais**: fundamentos e técnicas. São Paulo: Atlas, 2001.

PREÇO do ferro eleva custos da construção. Disponível em: <http://www.4x4engenharia.com.br/ver_noticia.php?ID=62>. Acesso em: 07 ago. 2008.

SALVADOR. Lei nº. 3.805/87, de 04 de novembro de 1987. Cria a transferência do direito de construir e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.seplam.pms.ba.gov.br/legisla/legurban/downloads/L3805-87.pdf>>. Acesso em: 20 out. 2008.

SINDUSCON-BA – Sindicato da Indústria da Construção do Estado da Bahia. Disponível em: <<http://www.sinduscon-ba.com.br>>. Acesso em: 10 out. 2008.

VALOR SETORIAL: MERCADO IMOBILIÁRIO. São Paulo: Valor Econômico, 2008 – Anual.

