

## **RISCOS EM IMÓVEIS PARA ALUGAR: uma análise em nível de investidor**

**ANDERSON DIAS BRITO**

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA (UFPB)

**MARCELO SANTOS AMARAL**

UNIVERSIDADE ESTADUAL DO SUDOESTE DA BAHIA (UESB)

## **RISCOS EM IMÓVEIS PARA ALUGAR: uma análise em nível de investidor**

### **1 INTRODUÇÃO**

O mercado imobiliário brasileiro consiste em um conjunto de atividades relacionadas a várias transações imobiliárias que ocorrem antes, durante e depois da construção dos imóveis (Souza et al., 2017). Tal mercado pode ser considerado uma peça-chave para o desenvolvimento do país, pois impacta diretamente na economia, na qualidade de vida dos habitantes e impulsiona o crescimento das cidades. Além disso, esse mercado é crucial para o funcionamento da economia moderna e também foi capaz de gerar crises econômicas e financeiras em muitos países (Olszewski et al., 2019).

Diante do cenário de crescimento do mercado imobiliário, esse segmento está sendo escolhido por muitos investidores, principalmente em momentos de pessimismo em relação à economia. Tal escolha se dá pelas características dos investimentos imobiliários como, por exemplo, segurança, proteção da inflação, potencial de valorização, dentre outros (Pitta, 2000). Além disso, investir em imóveis oferece uma oportunidade de diversificação da carteira de investimentos, considerando a possibilidade de diminuir riscos e buscar retornos maiores à longo prazo. Logo o presente estudo possui relevância prática, uma vez que estabelece uma conexão com o mercado imobiliário e surge como alternativa de investimento para os agentes econômicos.

As características dos investimentos em imóveis como, a infraestrutura do imóvel, o preço, a valorização, a localização e as facilidades no entorno, como supermercados, hospitais, farmácias, dentre outros, podem ser uma consideração importante para os investidores que estão pensando em investir em imóveis (Ayodele et al., 2021). Além disso, essas variáveis ou a ausência delas, isoladamente ou em sinergia, podem elevar ou diminuir a percepção do risco e do retorno envolvidos em uma análise desses investimentos.

Dada a crescente demanda por imóveis, pode-se esperar que os investidores comecem a avaliar as oportunidades de aplicar recursos nesse segmento. No entanto, existem poucas informações a respeito, uma vez que a literatura relacionada à percepção de risco dos investimentos em imóveis para aluguel em nível de investidor é escassa. A maioria dos estudos analisa a variável de risco a partir dos investimentos em fundos imobiliários e de maneira agregada (Valim, 2013; Moraes & Serra, 2017). O ineditismo deste estudo se dá pela produção de dados empíricos sobre a percepção de riscos com investidores individuais que compram ou constroem imóveis para fins de locação.

Há no senso comum a percepção de que os investimentos imobiliários apresentam retornos médios positivos – e relativamente elevados – e o risco deste tipo de investimento é significativamente menor que os investimentos em ativos financeiros (Pitta, 2000). No entanto, atuar neste segmento com imóveis para fins de locação vai além de comprar ou construir um imóvel para depois o alugar. Existem riscos e custos que podem não ser considerados no processo decisório como, por exemplo, riscos com inadimplência, com vacância, com sinistro, por fatores ambientais, de custos com contrato, com manutenção predial, com taxas de transações imobiliárias, com contas com fornecedoras de serviços públicos, como água e luz, com contas de condomínio, com gastos com administradora de imóveis, dentre outros.

Diante do que foi exposto, mostra-se válido e relevante analisar o nível de percepção que os investidores possuem sobre as próprias aplicações em imóveis para alugar, pois a compreensão deste processo pode contribuir para maior entendimento tanto dos investimentos deste mercado, quanto da forma como os agentes econômicos tomam decisões de investimentos. Dessa forma, o objetivo deste estudo é analisar a percepção de risco dos investidores que atuam com locação de imóveis na cidade de Vitória da Conquista – BA.

## **2 REVISÃO DA LITERATURA**

### **2.1 Investimentos em imóveis**

Embora em muitas situações as propriedades sejam identificadas para moradia própria, elas também podem estar sujeitas ao investimento de capital e à fonte de obtenção de receitas (Walacik, 2018). Do ponto de vista econômico-financeiro, a comercialização de imóveis costuma demandar tempo e dinheiro para ser realizada. Os imóveis comercializados no curto prazo, ou seja, comprados e revendidos em pouco tempo, tendem a apresentar retornos pouco satisfatórios ou até mesmo prejuízos. Apesar dos imóveis sofrerem alterações de preços constantemente, as flutuações desses preços em um curto intervalo de tempo podem ser menos satisfatórias ou até mesmo negativas.

Além da função social e de consumo, o setor habitacional é impulsionador do crescimento econômico e a avaliação dos consumidores sobre a habitação influencia significativamente suas decisões financeiras. Nesse sentido, há investidores que adquirem um terreno e o fracionam, de modo a construir imóveis para residências e para geração de renda, através dos aluguéis dos demais imóveis construídos. Essa divisão busca melhorar o retorno do investimento, ou seja, ao mesmo tempo em que os proprietários moram, o investimento também gera receita através do aluguel a terceiros.

Comprar um imóvel para fins de investimento está se tornando uma forma cada vez mais popular de investir o capital, uma vez que a renda do aluguel é mais lucrativa do que depósitos e contas de poupança em bancos (Walacik, 2018). Esses investimentos requerem um prêmio de risco relativamente alto e apresentam fortes expectativas de rendimento em relação às outras alternativas de investimento como ações (Ziering & Hughes, 2004).

De acordo com Rojo e Bertolini (2015), as aplicações em imóveis podem ser uma forma de garantir segurança financeira e emocional para o pequeno investidor, mesmo com a existência de riscos inerentes ao mercado imobiliário. Nesse sentido, investir em imóveis é uma forma comprovada de multiplicação de receita (Walacik, 2018). Por outro lado, a escolha dos imóveis que irão compor a carteira de investimento é fundamental para o seu desempenho, uma vez que o mercado imobiliário não é homogêneo e apresenta diferentes padrões de investimentos, retornos e riscos dentre os diferentes tipos de imóveis à disposição (Scolese et al., 2015).

Pasternak e Bogus (2014) também relacionam variáveis relevantes para a seleção de um imóvel, pois quando se escolhe um imóvel, também está se decidindo sobre uma série de variáveis como local, acessibilidade, serviços, uso de capital, investimento financeiro, dentre outras. Do mesmo modo, Silva et al., (2013) destacam que os atributos de tamanho e distribuição são prioritários para compra de imóveis, enquanto aspectos externos do imóvel, como infraestrutura e localização, são colocados em segundo plano, passíveis de negociação diante de outros atributos.

O aumento da inovação e da globalização impactará os investimentos imobiliários à medida que há mudanças nas preferências dos investidores e consumidores do espaço (Ayodele et al., 2021). Além disso, nem todos os investimentos atenderão às expectativas dos locatários e dos locadores em relação às projeções de oferta e demanda (Brown, 2017). Portanto, a existência ou não de atributos internos e externos aos investimentos imobiliários impactam no valor do imóvel e na perspectiva de risco dos investidores, a qual será discutida na próxima sessão.

### **2.2. Riscos dos investimentos em imóveis**

Diante de um contexto histórico nacional repleto por crises econômicas, o comportamento da população se tornou mais avesso ao risco, levando os investidores à busca

pela estabilidade dos retornos. De acordo com Pitta (2000), desde pequeno e por toda a vida, sempre se ouviu dizer que a melhor aplicação para os recursos excedentes são os imóveis, sendo considerada por muitos como a forma mais segura de patrimônio. Para o autor, a intuição que os investimentos imobiliários apresentam retornos médios positivos, faz imaginar que o risco deste tipo de investimento é menor que o de investimentos em outros ativos financeiros. No entanto, existe uma carência de análises e testes a respeito deste pressuposto.

Cada pessoa é caracterizada por uma propensão ao risco financeiro, que representa o nível de tolerância individual à possibilidade dos valores oscilarem ao longo do tempo (Prizzon & Cullino, 2018). De acordo com Halpern (2003), os investimentos diretos em imóveis envolvem diversas formas de riscos e que devem ser levados em consideração para a tomada de decisão como, por exemplo, risco de crédito relacionado à possibilidade de não recuperar o valor investido; riscos ligados a rentabilidade devido a uma possível oscilação dos retornos líquidos ao longo do período e, por fim, riscos relacionados à liquidez, uma vez que não há certeza de resgate ou venda do investimento.

Os riscos são inerentes aos investimentos e ao processo decisório, sendo esse fato comum e relevante no cotidiano dos gestores, em que precisam administrar riscos para obter melhores resultados nas operações. Uma das premissas básicas da administração financeira é que quanto maior o risco, maior deve ser o retorno de uma opção de investimento assim como, quanto maior o retorno observado em uma opção de investimento, maior deve ser o risco envolvido. Steiner Neto (1998) defende que os riscos, de tanto estarem atrelados às atividades cotidianas, fazem parte da rotina dos gerentes ao ponto de passarem despercebidos por estes. Porém, em uma tomada de decisão, os riscos e os retornos devem sempre ser levados em consideração em algum momento, ainda que superficialmente.

Em relação aos investimentos em imóveis para aluguel, os riscos associados à inadimplência dos inquilinos surgem em virtude da possível dificuldade do inquilino em honrar os compromissos financeiros e assim se tornar inadimplente no pagamento (Pitta, 2000). Há também os riscos relacionados aos valores dos aluguéis e fluxo de rendas, em que as mudanças nas receitas previstas podem ocorrer por vários motivos, incluindo altas na taxa de inflação não cobertas contratualmente, atrasos, inadimplência, formas de reajustar aluguéis defasados, multas, pagamento de despesas de moradia como água, luz, dentre outros (Linneman, 2004).

A pesquisa de (Prizzon & Cullino, 2018) evidenciou que 18,2% dos inquilinos foram despejados devido à inadimplência do aluguel do locador e 12,9% reclamam de atrasos e prazos irregulares de pagamento. Apesar disso, o risco de inadimplência e o atraso não prevê a possibilidade de perda total do capital inicial investido (Piantanida; Rebaudengo, 2017).

Do mesmo modo, o risco de renovação do contrato faz com que seja necessário ter um planejamento para o que será realizado ao fim de cada contrato, de maneira a decidir se haverá renovação e se o inquilino está de acordo (Pitta, 2000). A literatura aponta que investir em imóveis para aluguel possui riscos, principalmente aqueles que afetam os custos e consequentemente diminuem os retornos. Ainda assim, é possível que esses riscos afetem a percepção de risco em investir em imóveis para aluguel. Logo, diante dos argumentos de Pitta (2000), enunciam-se as seguintes hipóteses:

H1: A probabilidade de atraso do aluguel influencia positivamente na percepção geral do locador sobre o risco de investir em imóveis para alugar.

H2: A probabilidade de o inquilino sair do imóvel sem pagar o aluguel influencia positivamente na percepção geral do locador sobre o risco de investir em imóveis para alugar.

H3: A probabilidade do inquilino sair do imóvel sem pagar pelo menos uma das contas influencia positivamente na percepção geral do locador sobre o risco de investir em imóveis para alugar.

H4: A probabilidade do inquilino entregar o imóvel repentinamente influencia positivamente na percepção geral do locador sobre o risco de investir em imóveis para alugar.

Linneman (2004) destaca outros riscos como de sinistro, obsolescência e despesas futuras. Para o risco de sinistro e obsolescência, é possível haver a necessidade da realização de manutenção do imóvel em virtude da ocupação de um inquilino anterior que causou danos ao imóvel. Nas despesas futuras, além de despesas provenientes de manutenção ou reparos mais dispendiosos do que aqueles previstos (acontecimento fortuito ou erro de estimativa e projeto), existe o risco de reformas ou adaptações em função do surgimento de novas tecnologias e exigências de mercado. Ainda assim, as fontes de recursos para essas manutenções podem vir do endividamento, o que ameaça a estabilidade financeira do investimento (Olszewski et al., 2019)

A obsolescência por mudanças de mercado surge devido aos gostos e da área de influência do imóvel. Essa obsolescência levaria a uma necessidade de investimento adicional futuro. Ainda assim, o ritmo cada vez mais rápido das inovações tecnológicas e mudanças sociais está fazendo com que a obsolescência do imóvel também seja acelerada, sendo necessário realizar alterações constantes para atender a demanda do mercado. Diante dessas afirmações, enunciam-se também as Hipóteses 5 e 6:

H5: A probabilidade de gastar com a manutenção da casa por conta das exigências do inquilino para alugar influencia positivamente na percepção geral do locador sobre o risco de investir em imóveis para alugar.

H6: A probabilidade de gastar com a manutenção da casa após a saída do inquilino influencia positivamente na percepção geral do locador sobre o risco de investir em imóveis para alugar.

Os dois fatores que influenciam na demanda são o risco geral da economia ou da região em que o imóvel se insere e os riscos dos ciclos de oferta imobiliária (Pitta, 2000). Em outras palavras, o risco da demanda é a probabilidade de que menos indivíduos procurem por imóveis para locar, enquanto o risco da oferta está associado à quantidade de imóveis disponíveis para locação. Tanto os riscos da demanda quanto os riscos da oferta fazem parte dos riscos de mercados, o que impactam diretamente no tempo de vacância do imóvel.

Nesse sentido, surgem os riscos alusivos à vacância e os riscos de desapropriação em que o imóvel pode ter uma procura menor do que a esperada, sendo que, na grande maioria dos casos, um espaço requer certo tempo após desocupado para ser alugado novamente. Além disso, existem os riscos relativos às questões ambientais e urbanísticas que podem levar à desapropriação. Nesse sentido, em lugares que os setores públicos desejam realizar obras de grande porte, é possível que haja desvalorização dos empreendimentos imobiliários próximos por fatores externos, como alterações na dinâmica urbana (Pitta, 2000; Linneman, 2004). Posto isto, indicam-se as hipóteses 7 e 8:

H7: A probabilidade do imóvel desocupado demorar mais do que o esperado influencia positivamente na percepção geral do locador sobre o risco de investir em imóveis para alugar.

H8: A probabilidade de desapropriação do imóvel por parte do governo influencia positivamente na percepção geral do locador sobre o risco de investir em imóveis para alugar.

O desafio dos investimentos em imóveis tem a ver com os custos operacionais que impactam no retorno sobre o investimento (ROI) e é preciso tomar decisões estratégicas para poder lucrar com esses investimentos (Ayodele et al., 2021). Por outro lado, para os retornos, além dos valores provenientes dos aluguéis recebidos e a valorização do imóvel, os investimentos diretos em imóveis proporcionam mais que um retorno financeiro. Segundo Scolese et al., (2015), os investimentos imobiliários possuem aspectos de consumo, de investimentos e de segurança, podendo ser vistos como moradia e como uma parcela importante do investimento das famílias.

Diante do que foi exposto, apesar dos imóveis demorarem para serem comercializados, possuírem riscos e custos ao longo do tempo, o valor residual ainda é elevado, tendo em vista que esse tipo de investimento demanda um alto valor de capital inicial e possui a possibilidade de ser valorizado. Os investidores podem buscar estabilidade emocional e econômica ao aplicar recursos em aquisição de imóveis para alugar.

### 3 METODOLOGIA

A amostra deste estudo foi composta por 85 investidores que atuam com locação de imóveis para aluguel na cidade de Vitória da Conquista – BA. Essa amostra foi estabelecida de maneira aleatória não probabilística, levando em consideração a acessibilidade dos pesquisados e o interesse em contribuir.

O instrumento de coleta de dados foi a aplicação presencial de um questionário aos investidores entre o período de outubro e dezembro de 2019. O instrumento continha questões em escala Likert com parâmetros de 1 a 10. Além disso, após a aplicação do questionário, o pesquisador realizou uma entrevista estruturada com os respondentes, a fim de captar as justificativas de escolha dentre os níveis de risco, como, por exemplo: “por que você acha que investir em imóveis tem um risco de nível...?”, “por que você acha que a probabilidade de gastar com a manutenção da casa após a saída do inquilino é de nível...?”. As principais informações foram registradas no próprio formulário e assim foi possível maior compreensão das respostas que complementam o preenchimento do questionário. O Quadro 1 sintetiza as variáveis analisadas, bem como a pergunta realizada.

Quadro 1

#### Relação de questionamentos para mensuração das variáveis em escala Likert

| Variável   | Sigla | Questionamento   |
|--|-------|--|
| Risco de investir em imóveis para aluguel de maneira geral   | RISC  | Qual o nível de risco que você associa aos investimentos em imóveis para alugar?   |
| Risco de atraso do aluguel   | ATR   | Qual a probabilidade do inquilino atrasar o aluguel?   |
| Risco de inadimplência do aluguel  | IN_AL | Qual a probabilidade do inquilino sair do imóvel sem pagar o aluguel?  |
| Risco de o inquilino entregar o imóvel de maneira repentina  | ENTR  | Qual a probabilidade do inquilino entregar o imóvel repentinamente?  |
| Risco de o inquilino ficar inadimplente com as despesas de água, luz, gás ou IPTU, quando cabíveis | IN_DS | Qual a probabilidade do inquilino sair do imóvel sem pagar pelo menos uma das contas como água, luz, gás, IPTU, quando cabíveis? |
| Risco de manutenção do imóvel após a saída do inquilino  | MN_P  | Qual a probabilidade de gastar com a manutenção da casa após a saída do inquilino?   |

|  |      |   |
|--|------|---|
| Risco de manutenção do imóvel antes da entrada do inquilino, por conta da exigência do mesmo | MN_A | Qual a probabilidade de gastar com a manutenção da casa antes da entrada do próximo inquilino, por conta da exigência de adaptação feita por ele? |
| Risco do imóvel ficar em vacância por mais tempo do que se imaginava                         | VAC  | Qual a probabilidade do imóvel desocupado demorar mais do que o esperado por você para ser alugado?   |
| Risco de desapropriação do imóvel por parte do Poder Público                                 | DES  | Qual a probabilidade de desapropriação do imóvel por parte do governo?  |

Fonte: elaboração própria.

Considerando que não foram encontradas escalas validadas na literatura sobre o tema de percepção de risco dos investidores em aluguéis, utilizou-se a opinião de quatro pesquisadores da área de finanças, a fim de ratificar a pertinência dos constructos utilizados, conforme descrito por Costa (2011). Além disso, foi realizado um teste preliminar do instrumento com 20 respondentes com o intuito de verificar se o formulário não apresentava ruídos que poderiam distorcer a interpretação destes.

Para verificar a confiabilidade de todas as variáveis, foi utilizado o teste alpha de Cronbach. Esse teste mede a correlação média das respostas e, na presente pesquisa, apontou um coeficiente de 0,784, sendo maior que 0,6 e mostrando que o instrumento utilizado é confiável. Além disso, foi avaliada a normalidade dos dados, através do teste de Kolmogorov-Smirnov e todas as variáveis apontaram  $p > 0,05$ , o que representa normalidade dos dados e justifica a utilização de testes paramétricos para a análise de dados.

A análise de dados foi realizada em duas etapas, considerando uma distribuição normal, uma vez que houve a categorização dos níveis, sendo, 1 e 2 para nível de risco muito baixo, 3 e 4 – baixo, 5 e 6 médio, 7 e 8 altos e 9 e 10 – muito alto. A primeira etapa realizou uma análise descritiva das percepções dos investidores, a correlação de Pearson e o teste T. Na segunda etapa, foi utilizado o método de mínimos quadrados ordinários.

Ainda assim, foram realizados testes com os resíduos para analisar a qualidade do modelo de regressão, sendo o teste de Breusch-Pagan e o teste de Durbin Watson utilizados para verificar se há independência e homocedasticidade, respectivamente. Caso os testes atendam esses pressupostos, o modelo é adequado. A análise de dados foi realizada por meio do software R-studio.

### 3.1 Modelos e estimadores

Os oito modelos de regressão foram estimados pelo método de mínimos quadrados ordinários. Vale ressaltar que  $\beta_0$ ,  $\beta_1$ ,  $\beta_2$ ,  $\beta_3$  são os parâmetros da regressão e o  $\varepsilon$  é o termo do erro do modelo. Os oito modelos estão diretamente relacionados às oito hipóteses a serem testadas, conforme relacionado no Quadro 2:

Quadro 2

#### Modelos de regressão

| Modelo   | Relação analisada   |
|--|---|
| 1) $RISC = \beta_0 + \beta_1 ATR + \varepsilon$    | Risco em investir em imóveis e risco de <b>atraso do aluguel</b>  |
| 2) $RISC = \beta_0 + \beta_1 IN\_AL + \varepsilon$ | Risco em investir em imóveis e risco de <b>inadimplência do aluguel</b>   |
| 3) $RISC = \beta_0 + \beta_1 ENTR + \varepsilon$   | Risco em investir em imóveis e risco de <b>o inquilino entregar o imóvel de maneira repentina</b>                                       |
| 4) $RISC = \beta_0 + \beta_1 IN\_DS + \varepsilon$ | Risco em investir em imóveis e risco de <b>o inquilino ficar inadimplente com as despesas de água, luz, gás ou IPTU</b>                 |
| 5) $RISC = \beta_0 + \beta_1 MN\_P + \varepsilon$  | Risco em investir em imóveis e risco de <b>gastos com manutenção do imóvel após a saída do inquilino</b>                                |
| 6) $RISC = \beta_0 + \beta_1 MN\_A + \varepsilon$  | Risco em investir em imóveis e risco de <b>manutenção do imóvel antes da entrada de novo inquilino, por conta da exigência do mesmo</b> |

|   |  |
|---|--|
| 7) $RISC = \beta_0 + \beta_1 VAC + \varepsilon$ | Risco em investir em imóveis e risco <b>do imóvel ficar em vacância por mais tempo do que se imaginava</b>             |
| 8) $RISC = \beta_0 + \beta_1 DES + \varepsilon$ | Risco em investir em imóveis e risco <b>do imóvel ficar em vacância por mais tempo do que o planejado pelo locador</b> |

Fonte: elaboração própria.

## 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

### 4.1 Análise preliminar e descritiva das percepções dos investidores

Os investidores que atuam com locação de imóveis na cidade de Vitória da Conquista-BA percebem que há riscos em que estão sujeitos. Na Tabela 1, são apresentados os níveis de risco (RISC) apontados pelos investidores sobre eventos que podem acontecer antes, durante e após a locação do imóvel, sendo eles: o atraso do aluguel (ATR), a possibilidade do inquilino desocupar o imóvel sem pagar o aluguel (IN\_AL), a possibilidade do inquilino entregar o imóvel repentinamente (ENTR), a possibilidade do inquilino sair sem pagar pelo menos uma das contas de água, luz, gás ou IPTU, quando cabíveis (IN\_DS), a possibilidade do locador gastar com o imóvel após a saída do inquilino (MN\_P), a possibilidade do locador gastar com o imóvel por conta da exigência dos interessados em alugar (MN\_A), a possibilidade do tempo de vacância ser maior do que a expectativa (VAC) e a possibilidade do imóvel ser desapropriado pelo Poder Público (DES).

Tabela 1

#### Percepção do nível de risco dos investidores em imóveis para alugar

| Variáveis    | Muito Baixo   | Baixo         | Médio         | Alto   | Muito alto    |
|--------------|---------------|---------------|---------------|--------|---------------|
| <b>RISC</b>  | 7,06%         | 24,71%        | <b>49,41%</b> | 12,94% | 5,88%         |
| <b>ATR</b>   | 7,06%         | 25,88%        | <b>32,94%</b> | 17,65% | 16,47%        |
| <b>IN_AL</b> | 11,76%        | <b>35,29%</b> | 23,53%        | 11,76% | 17,65%        |
| <b>ENTR</b>  | 12,94%        | <b>28,24%</b> | 23,53%        | 16,47% | 18,82%        |
| <b>IN_DS</b> | 7,06%         | 14,12%        | 23,53%        | 18,82% | <b>36,47%</b> |
| <b>MN_P</b>  | 9,41%         | 11,76%        | 28,24%        | 15,29% | <b>35,29%</b> |
| <b>MN_A</b>  | 18,82%        | 27,06%        | <b>32,94%</b> | 11,76% | 9,41%         |
| <b>VAC</b>   | 8,24%         | 20,00%        | <b>36,47%</b> | 16,47% | 18,82%        |
| <b>DES</b>   | <b>69,41%</b> | 9,41%         | 8,24%         | 7,06%  | 5,88%         |

Fonte: dados da pesquisa (2019).

Os dados sugerem que a maior parte dos investidores considera os riscos gerais em investir em imóveis para fins de locação (RISC) como em nível médio. Os investidores alegaram que alugar imóveis proporciona retornos estáveis e quando há custos, são de baixo valor se comparado ao valor de propriedade do imóvel.

Em relação à percepção do investidor sobre o nível de risco de o inquilino atrasar o aluguel (ATR), também foi constatado maior frequência do nível médio. Os respondentes tiveram, em algum momento durante os investimentos em imóveis, problemas com atraso no recebimento de aluguel ou até mesmo receberam informações de ocorrência desse tipo de atraso na cidade, o que afetou, assim, a percepção sobre o risco de atraso nos retornos.

Em relação ao risco de o inquilino desocupar o imóvel sem pagar o aluguel (IN\_AL), o nível foi considerado baixo. Isso pode ser explicado pelo fato de que a maioria dos locadores cobra o valor do aluguel com, pelo menos, um mês de antecedência e, quando se aproxima o

momento do inquilino desocupar o imóvel, se esses compromissos foram honrados de maneira antecipada, os inquilinos não sairão devendo o valor da locação.

Para o nível de risco de o inquilino entregar o imóvel repentinamente (ETR), a maioria dos respondentes afirmou que o risco é baixo. Os locadores alegam que esses inquilinos costumam comunicar a devolução da casa antes do fim do contrato, geralmente por motivos de mudança de município, problemas de saúde, problemas financeiros, entre outros. Vale ressaltar que muitas vezes, as cláusulas que tangem o encerramento do contrato não são cumpridas a priori nessas situações, pois há acordos entre locatário e locador.

A percepção do investidor em relação ao nível de risco de o inquilino sair sem pagar pelo menos uma das contas de água, luz, gás ou IPTU, quando cabíveis (IN\_DS), é de nível muito alto. Os investidores apontam que, por se tratarem de despesas pagas de modo postecipado, isto é, depois de geradas as despesas é que elas devem ser pagas, quando as contas chegam ao imóvel, o inquilino mudou antes, sendo que muitas vezes o locador tem dificuldade de contactar o ex-inquilino. Na falta de sucesso em contactar o ex-inquilino, o investidor tem que assumir essas despesas, reduzindo assim seus retornos.

Em relação à percepção de risco de gastar com o imóvel após a saída do inquilino, a maioria dos investidores (MN\_P) considera o nível de risco como muito alto. Estes investidores entregam ao inquilino um imóvel em boas condições de moradia, mas, quando há devolução, os locatários podem entregar o imóvel em situações nas quais é preciso realizar novos ajustes e adaptações para aumentar a probabilidade de conseguir alugar. Os respondentes acreditam que uma estrutura que atenda a necessidade dos inquilinos e que garanta o mínimo de conforto é essencial para alugar os imóveis e evitar que passem por um período de vacância maior do que o esperado.

No que tange a percepção do investidor em gastar com o imóvel por conta exigência dos interessados em alugar (MN\_A), o nível de risco foi dado como médio. Os locadores não costumam atender as exigências dos interessados em alugar, mas a fazem quando possuem dificuldades para conseguir um inquilino. Outro motivo para não atender as exigências é que os locadores gastaram com a reforma do imóvel após a saída do inquilino anterior e não estão dispostos a desembolsar mais dinheiro para adaptar o imóvel para um possível novo inquilino.

Em relação ao tempo de vacância ser maior do que a expectativa do investidor (VAC), o nível de risco foi dado como médio. Para os respondentes, o mercado imobiliário da cidade de Vitória da Conquista não está em melhor momento e apresenta-se muito competitivo. Do mesmo modo, os investidores afirmam que os imóveis com melhores condições de uso, em relação a tamanho, ao preço e a localização, possuem demanda mais elevada por parte da população.

O nível de risco do imóvel ser desapropriado pelo Poder Público (DES), foi considerado muito baixo para a maioria dos respondentes. Os índices alto e muito alto não pontuaram. Os respondentes justificam a percepção deste risco pela regularidade do imóvel em aspectos administrativos, jurídicos e financeiros junto ao Poder Público Municipal. Do mesmo modo, os investidores alegaram que a desapropriação de imóveis pela prefeitura não é uma prática comum na cidade de Vitória da Conquista-BA.

## **4.2 Testes paramétricos iniciais**

Buscando maior compreensão sobre as possíveis associações entre as variáveis que teoricamente estão relacionadas com a percepção de risco do investidor em imóveis para aluguel, optou-se pela utilização da correlação de Pearson. As associações significantes e com grau ao menos moderado foram: quanto maior risco de o inquilino atrasar o aluguel, maior é a probabilidade de sair do imóvel sem pagar o aluguel, não pagar pelo menos uma das despesas de água, luz, IPTU quando cabíveis e realizar manutenção após a saída do inquilino. Essa relação se mantém quando a probabilidade de o inquilino sair sem pagar o aluguel está

associada à probabilidade de o inquilino entregar o imóvel repentinamente, também não pagar pelo menos uma das despesas e realizar manutenção antes da entrada e depois da saída do inquilino.

Quanto maior a probabilidade de realizar manutenção após a saída dos inquilinos, maior será a probabilidade de se gastar com a manutenção por conta da exigência do novo inquilino, o inquilino entregar o imóvel repentinamente e sair sem pagar pelo menos uma das despesas de moradia. Outro ponto relevante é de que quanto maior a probabilidade do inquilino entregar o imóvel repentinamente, maior será a probabilidade dele ficar inadimplente com as despesas de moradia. Outras associações podem ser visualizadas na Tabela 2.

Tabela 2

**Correlações de Pearson para as percepções dos investidores em imóveis para aluguel**

| Variáveis | RISC           | ATR            | IN_AL          | MN_P           | MN_A           | ENTR           | IN_DS | VAC   | DES |
|-----------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------|-------|-----|
| RISC      | 1              |                |                |                |                |                |       |       |     |
| ATR       | <b>,396***</b> | 1              |                |                |                |                |       |       |     |
| IN_AL     | <b>,327***</b> | <b>,606***</b> | 1              |                |                |                |       |       |     |
| MN_P      | ,041           | <b>,452***</b> | <b>,664***</b> | 1              |                |                |       |       |     |
| MN_A      | ,093           | <b>,371***</b> | <b>,471***</b> | <b>,428***</b> | 1              |                |       |       |     |
| ENTR      | ,098           | <b>,279***</b> | <b>,464***</b> | <b>,434***</b> | <b>,243**</b>  | 1              |       |       |     |
| IN_DS     | ,102           | <b>,527***</b> | <b>,502***</b> | <b>,634***</b> | <b>,373***</b> | <b>,501***</b> | 1     |       |     |
| VAC       | <b>,287***</b> | <b>,332***</b> | ,130           | -,053          | <b>,272**</b>  | -,016          | ,190  | 1     |     |
| DES       | ,037           | ,059           | ,139           | <b>,223**</b>  | ,071           | -,061          | -,113 | -,045 | 1   |

Nota: \*\*\* significante em nível de 1%; \*\* significante em nível de 5%; \* significante em nível de 10%.

Fonte: elaborada pelos autores.

As análises das percepções de riscos inerentes aos investimentos em imóveis para alugar deixam lacunas ainda não explicadas. A percepção de risco de investir em imóveis para fins de locação é de nível médio. Por outro lado, quando questionados a respeito de outras variáveis, as percepções dos próprios investidores por muitas vezes eram diferentes como, por exemplo, a possibilidade de o inquilino sair do imóvel sem pagar pelo menos uma das contas foi considerada como um risco muito alto. Logo, não foi constatado alinhamento entre as respostas e os dados indicam a necessidade de uma ponderação. Para verificar essas possíveis diferenças, foi utilizado o Teste T para comparação das médias das variáveis. Os resultados estão disponíveis na Tabela 3.

Tabela 3

**Comparações entre Médias pelo Teste T**

| Variável | Teste – T       |              |
|----------|-----------------|--------------|
|          | Média           | p-valor      |
| RISC     | 2,847           | 1,000        |
| ATR      | <b>3,200**</b>  | <b>0,025</b> |
| IN_AL    | 2,880           | 0,837        |
| MN_P     | <b>3,553***</b> | <b>0,000</b> |
| MN_A     | 2,659           | 0,250        |
| ENTR     | 3,000           | 0,382        |

|       |          |       |
|-------|----------|-------|
| IN_DS | 3,635*** | 0,000 |
| VAC   | 3,353*** | 0,001 |
| DES   | 1,282*** | 0,000 |

Nota: \*\*\* significante em nível de 1%; \*\* significante em nível de 5%; \* significante em nível de 10%

Fonte: elaborada pelos autores.

Os dados indicam que as variáveis relacionadas ao risco de atraso do aluguel, manutenção após a saída do inquilino, inquilino entregar o imóvel de maneira repentina, vacância e desapropriação apresentaram diferenças na média ao serem comparadas com o risco de investir em imóveis para alugar. Assim, não há alinhamento entre as próprias percepções dos investidores em imóveis para aluguel e que precisam ser melhor exploradas.

Para tentar descrever e compreender as diferenças nas próprias percepções dos investidores, pressupõe-se que exista uma ponderação do investidor em relação à percepção de risco, ou seja, algumas variáveis influenciam mais do que outras em relação à percepção de risco de se investir em imóveis para alugar. Esse pressuposto foi testado através dos modelos regressão linear, conforme os testes de hipóteses a seguir.

#### 4.3 Testes de hipóteses

Para analisar as hipóteses formuladas, foi utilizado a técnica regressão linear. Considerou-se como variável dependente a percepção de risco em investir em imóveis para aluguel de uma maneira geral (RISC) e as variáveis independentes estão ligadas à percepção de risco com: o atraso de aluguel (ATR); a saída do inquilino do imóvel sem pagar o aluguel (IN\_AL); a saída do inquilino sem pagar pelo menos uma das despesas de água, luz, gás, IPTU, etc (IN\_DS); a possibilidade de gastar com o imóvel após a saída do inquilino (MN\_P); a possibilidade de gastar com o imóvel antes da entrada de um novo inquilino por conta da exigência (MN\_A); a possibilidade de saída repentina do inquilino (ENTR); a possibilidade de demorar mais do que se imaginava para alugar (VAC); e, por fim, risco de desapropriação do imóvel por parte do governo (DES).

Conforme resultados dispostos na Tabela 4, apenas as probabilidades de atraso do aluguel ( $\beta = 0,330$ ;  $p < 0,001$ ), probabilidade de inadimplência do aluguel ( $\beta = 0,233$ ;  $p < 0,001$ ) e probabilidade do imóvel demorar maior do que se esperava para ser alugado ( $\beta = 0,237$ ;  $p < 0,001$ ) têm influência significativa na percepção do risco de investir em imóveis para alugar. As demais variáveis, apesar de apresentarem sinal esperado, não foram estatisticamente significativas, nem ao menos em nível de 10%. Logo, os dados sugerem que elas não afetam a percepção de risco do investidor que atua com locação de imóveis com a mesma intensidade que as três variáveis relacionadas aqui.

Tabela 4

#### Percepções de risco em investir em imóveis de maneira geral x riscos de eventos em investir em imóveis

| Variáveis (Y) | Coefficiente | T-Student | R <sup>2</sup> Ajust. | Teste F   |
|---------------|--------------|-----------|-----------------------|-----------|
| ATR           | 0,330***     | 3,924     | 0,146                 | 15,463*** |
| IN_AL         | 0,233***     | 3,153     | 0,096                 | 9,942***  |
| ENTR          | 0,068        | 0,899     | 0,002                 | 0,808     |
| IN_DS         | 0,072        | 0,937     | 0,001                 | 0,877     |
| MN_P          | 0,028        | 0,371     | 0,001                 | 0,137     |
| MN_A          | 0,071        | 0,852     | 0,003                 | 0,726     |
| VAC           | 0,237***     | 2,279     | 0,071                 | 7,446***  |
| DES           | 0,057        | 0,334     | 0,004                 | 0,111     |

Nota<sup>1</sup>: \*\*\* significante em nível de 1%.

Nota<sup>2</sup>: houve correção para heterocedasticidade e autocorrelação.

Fonte: elaborada pelos autores.

Apesar das três variáveis independentes que alcançaram significância estatística preverem a variável dependente, o nível da Correlação de Pearson para essas três variáveis com a variável dependente é pouco representativo, sendo 0,396, 0,327 e 0,287, respectivamente (Tabela 2). Isso reflete no valor de R<sup>2</sup> ajustado, o qual representa a porcentagem da variação do item dependente que é explicada pelas variáveis independentes. Dessa forma, a percepção de risco de atraso do aluguel explica 14,60% da percepção de risco do investimento em imóveis para alugar; a percepção de risco do inquilino sair do imóvel sem pagar o aluguel explica 9,61% e a percepção de risco do imóvel demorar mais do que se imaginava para alugar explica 7,12%.

Em relação aos pressupostos da regressão, ao utilizar o teste de Shapiro-Wilk, foi possível identificar distribuição normal dos resíduos ( $p > 0,05$ ). Com a utilização do teste de Breusch-Pagan, o pressuposto da homocedasticidade não foi atendido, assim como identificou-se a presença de autocorrelação, por meio do teste de Durbin Watson. Assim, foi utilizado o estimador de Newey-West para corrigir a heterocedasticidade e autocorrelação dos modelos.

## 5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Enquanto a percepção pelos investidores dos riscos envolvidos na decisão de manter imóveis para aluguel aponta para um risco geral médio, alguns fatores neste processo têm maior peso negativo nesta avaliação do que outros. Algumas perdas são mais esperadas ou percebidas pelos locadores, como o pagamento de contas de consumo deixadas pelos locatários e as despesas de manutenção do imóvel após a saída dos inquilinos. Outros gastos são menos prováveis para os locadores, como perdas com inadimplência de aluguel, e outros ainda são quase improváveis para os investidores em Vitória da Conquista, como a desapropriação do imóvel.

Os resultados mostram que os investimentos em imóveis possuem riscos e retornos voláteis. Nesse sentido, os achados vão em direção contrária às afirmações de Pitta (2000), em que, no senso comum, esses investimentos apresentam retornos positivos e elevados. Por outro lado, os investidores afirmam que essa aplicação é uma forma de garantir segurança financeira, mesmo com a presença de riscos, o que segue na mesma direção das afirmações de Scolese et al., (2015) e Rojo e Bertolini (2015), em que as aplicações em imóveis podem ser uma forma de garantir segurança financeira e emocional para o pequeno investidor.

Os investidores têm consciência dos riscos de investirem em imóveis para alugar. O resultado encontrado vai em direção oposta às afirmações de Steiner Neto (1998), em que, de tanto estarem atrelados às atividades cotidianas, os riscos passam despercebidos por estes. Ainda assim, esses riscos são apontados pelos investidores como responsáveis pela volatilidade dos retornos. Logo, corrobora o pressuposto de Halpern (2003), em que os riscos podem afetar a rentabilidade, devido a uma possível oscilação dos retornos líquidos ao longo do período.

A forma como estas diferentes percepções se soma na avaliação dos locadores pode ser melhor entendida nos resultados das correlações e da comparação de médias entre a avaliação geral e cada variável analisada. Assim, há três principais variáveis correlacionadas à avaliação de risco médio em se investir em imóveis para aluguel: os atrasos no recebimento dos aluguéis (ATR), a possibilidade de inadimplência destes aluguéis após a saída dos inquilinos (IN\_AL) e o tempo não previsto com perda de receita por vacância do imóvel entre uma locação e outra (VAC). Como os investidores entendem haver risco médio de ocorrência para estas situações, a avaliação geral tende para um risco médio.

Percebe-se a falta de alinhamento nas respostas dos próprios respondentes, como no caso

do risco em investir em imóveis para alugar que foi considerado um risco de nível médio, porém, a percepção de risco em ter que gastar com o imóvel após a saída do inquilino, foi considerado como muito alto. Nesse sentido, é possível que exista uma ponderação entre as variáveis que mais interferem na percepção de investir em imóveis para alugar.

O teste de hipóteses também confirma que, dentre as oito relações estudadas, há maior força nas relações entre as três variáveis acima descritas e a avaliação geral do investidor sobre os riscos do imóvel para aluguel, não rejeitando  $H_1$ ,  $H_2$  e  $H_7$ . Assim como, cinco hipóteses foram negadas ( $H_3$ ,  $H_4$ ,  $H_5$ ,  $H_6$ , e  $H_8$ ), correspondentes a cinco componentes da percepção do risco do locador. Isso não significa que os investidores desconheçam este risco, como foi demonstrado nos dados sobre as percepções dos oito tipos de riscos analisados. Porém, algumas variáveis têm menor importância na avaliação dos investidores, seja por sua baixa probabilidade de ocorrência, como é o caso do risco de desapropriação do imóvel, seja pelo baixo peso na apuração dos ganhos e perdas com o investimento, como é o caso da probabilidade de se pagar contas do ex-inquilino.

A não rejeição de  $H_1$ ,  $H_2$  e  $H_7$  corrobora as afirmações de Pitta (2000) e Linneman (2004), em que afirmam que o atraso no recebimento e a inadimplência do aluguel, bem como a vacância são fatores que influenciam na percepção de risco do investidor. Por outro lado, as rejeições das  $H_3$ ,  $H_4$ ,  $H_5$ ,  $H_6$ , e  $H_8$  não estão alinhadas com Pitta (2000) e Linneman, 2004, pois esperava-se que a inadimplência em relação ao pagamento das despesas, a devolução repentina do imóvel, a manutenção do imóvel por conta de exigência e de danos causados pelo causados pelo inquilino anterior, bem como a probabilidade de desapropriação por parte do Governo influenciassem a percepção de risco do investidor que atua com locações de imóveis para aluguel. A seguir, realiza-se as considerações finais do estudo sintetizando esses aspectos, bem como limitações do presente estudo e propostas para pesquisas futuras

## **6 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

O objetivo do presente estudo foi analisar a percepção de risco dos investidores que atuam com locação de imóveis na cidade de Vitória da Conquista– BA. Esses investidores possuem consciência dos riscos que estão relacionados à diferentes percepções de diferentes eventos que podem ocorrer durante o desempenho desses investimentos. Em paralelo, existe uma ponderação na avaliação dos investidores, em que algumas variáveis (ATR, IN\_AL, VAC) são mais importantes na percepção de risco do que outras (ENTR, IN\_DS, MN\_P, MN\_A e DES).

O presente estudo contribui para a literatura ao passo que incentiva as discussões de finanças no âmbito da análise de investimentos e riscos. Este estudo também contribui para o mercado imobiliário, ao oferecer informações adicionais sobre riscos em investimentos em imóveis para alugar e que podem servir para a tomada de decisão dos atuais investidores, bem como aqueles que pensam em investir. Além disso, a presente pesquisa pode contribuir para os formuladores de políticas públicas, ao mostrar os riscos que os investidores estão suscetíveis, a fim de debaterem a necessidade de leis que assegurem maior proteção a esses investidores.

As limitações da presente pesquisa estão relacionadas ao tamanho e seleção da amostra, em que não permitem generalizações dos resultados. A ausência de pesquisas anteriores dificulta o debate teórico e a comparação dos resultados. Outra limitação do estudo é que foi explorada uma relação linear entre as variáveis, o que pode ter levado a rejeição de algumas hipóteses, indo em direção contrária à literatura (Steiner Neto, 1998; Pitta, 2000; Linneman, 2004). Os resultados são passíveis de críticas, uma vez que a robustez das informações poderia ser alcançada com a captação de mais respostas dos investidores e a utilização de outras modelagens.

Ainda assim, as variáveis analisadas no presente estudo não são suficientes para explicar com precisão a formação da percepção de risco desses investidores. Pode ser que existam outras variáveis ligadas a essas aplicações ou aspectos cognitivos que, não analisados no presente estudo, podem explicar de maneira mais concisa a formação da percepção desses investidores. Ou ainda, fatores exógenos, como o risco inerente a todo investimento feito no Brasil, interfira na formação da percepção de risco de todos os agentes econômicos que atuam no país, o que inclui também estes investidores.

Nesse sentido, sugere-se a elaboração de mais estudos com amostras mais estratificadas e heterogêneas e com um quantitativo maior de respondentes, de modo a permitir a comparação de variáveis sociodemográficas e a percepção desses investidores. Outra sugestão, seria o estudo das percepções de retornos dos investidores em imóveis para aluguel. Assim como, recomendamos a necessidade de aperfeiçoamento nas escalas e constructos utilizados, considerando que não foram encontrados estudos anteriores que validassem a abordagem quantitativa utilizada.

## REFERÊNCIAS

- Ayodele, T., Kajimo-Shakantu, K., Gbadegesin, J., Babatunde, T., & Ajayi, C. (2021). Exploring investment paradigm in urban office space management: perspectives from coworking space investors in nigeria. *Journal Of Facilities Management*, (1)1, p. 1-13.
- Brown, J. (2017). Curating the ‘third place’? Coworking and the mediation of creativity. *Geoforum*, 82(1), 112-126.
- Costa, F. J. da. (2011). *Mensuração e desenvolvimento de escalas: aplicações em administração* (1 ed.). Rio de Janeiro: Ciência Moderna.
- HALPERN, M. (2003). *Gestão de Investimentos* (1 ed.). São Paulo: Editora Saint Paul Institute of Finance.
- Linneman, P. (2004). *Real Estate Finance & Investments: Risks and Opportunities* (2 ed.). Philadelphia: Linneman Associates.
- Moraes, A. V., Serra, R. G. (2017). Diversificação dos fundos de investimento imobiliário brasileiros. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, 14(1), 63-73.
- Olszewski, K., Gałaszewska, K., Jakubowski, A., Leszczyński, R., & Żywiecka, H. (2019). Monitoring and analysis of the risk of the commercial real estate sector in Poland: data sources, methodology and empirical results. *Bank i Kredyt*, 50(6), 571-604.
- Pasternak, S., & Bogus, L. M. M. (2014). Habitação de aluguel no Brasil e em São Paulo. *Caderno CRH*, 27(71), 235-254.
- Piantanida, P., Rebaudengo, M. (2017). The construction sector crisis in Italy: any strategy for small and medium-sized builders? In: *SGEM 2017 Conference Proceedings*, 5(2), 759–766.
- Pitta, C. E. (2000). *Risco e retorno do investimento imobiliário: um estudo do mercado de imóveis comerciais de São Paulo*. Dissertação (Mestrado em administração), Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.
- Prizzon, F., & Cullino, A. (2018). Investment Property in Rental: profitability and risk analysis. *New Metropolitan Perspectives*, 1(1), 499-506.

- Rojó, C. & Bertolini, G. R. F. (2015). Decisão de investimento para geração de renda: locação de imóveis versus fundos de investimentos imobiliários – FIIS. *Revista Inteligência Competitiva*, 5(4), 94-111.
- Scolese, D., Bergmann, D. R., Silva, F. L., & Savoia, J. R. F. (2015). Análise de estilo de fundos imobiliários no Brasil. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 9(23), 24-35.
- Silva, B. T. L., Silva, R. C. M., & Araujo, F. F. (2013). Comportamento do Consumidor no mercado imobiliário: Atributos relevantes na compra de imóveis no Rio de Janeiro. *Revista Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 8(2).
- Souza, P. V. S., Costa, J. R. B., & Silva, E. J. (2017). Relação dos Fatores Economico-Financeiros das Empresas do Setor de Construção Civil com os Preços no Mercado Imobiliário. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 22(3), 3-17.
- Steiner Neto, P. J. (1998). *A Percepção dos Resultados Esperados pelos Beneficiários como Fator de Influência no Processo Decisório*. Tese (Doutorado em Administração), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo.
- Valim, V. Z. (2013). Riscos e Cuidados com Investimentos no Mercado Imobiliário. *Revista Especialize On-line IPOG*, 1(6).
- Walacik, M. (2018). Investigation of property flipping scenarios as an investment method on property markets. *International Multidisciplinary Scientific Geoconference*, 18(1).
- Ziering, B., & Hughes, W. (2004). Real Estate Pricing—It's All Relative. *The Journal of Real Estate Portfolio Management*, 10(3), 259-265.