



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337
Blumenau, v. 8, n. 2, p. 146-164, abr./jun., 2012

doi:10.4270/ruc.2012218
Disponível em www.furb.br/universocontabil



ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO NO MERCADO IMOBILIÁRIO: UMA REVISÃO DA LITERATURA¹

INFORMATION ASYMMETRY IN REAL ESTATE: A LITERATURE REVIEW

ASIMETRÍA DE INFORMACIÓN EN EL MERCADO INMOBILIARIO: UNA REVISIÓN DE LA LITERATURA

Fernando António de Oliveira Tavares

Doutor em Gestão Industrial pela Universidade de Aveiro, Portugal
Professor Auxiliar Convidado na Universidade Portucalense Infante D. Henrique
Endereço: Rua Dr. António Bernardino de Almeida, 541-619
CEP: 4200-072 – Porto – Portugal
E-mail: ftavares@uport.pt
Telefone: +351 22 557 2268

António Carrizo Moreira

Doutor em Gestão pela Universidade de Manchester, Inglaterra
Professor Auxiliar da Universidade de Aveiro
Endereço: Campus Universitário de Santiago da Universidade de Aveiro
CEP: 3810-193 – Aveiro – Portugal
E-mail: amoreira@ua.pt
Telefone: +351 23 437 0361

Elisabeth Teixeira Pereira

Doutora em Gestão Industrial pela Universidade de Aveiro, Portugal
Professora Auxiliar da Universidade de Aveiro
Endereço: Campus Universitário de Santiago da Universidade de Aveiro
CEP: 3810-193 – Aveiro – Portugal
E-mail: melisa@ua.pt
Telefone: +351 23 437 0361

RESUMO

O presente artigo tem como objetivo apresentar uma revisão da literatura sobre a assimetria de informação no mercado imobiliário. A revisão da literatura assenta-se em quatro pontos

¹ Artigo recebido em 26.10.2011. Revisado por pares em 18.03.2012. Reformulado em 10.04.2012. Recomendado para publicação em 12.04.2012 por Ilse Maria Beuren (Editora). Publicado em 30.04.2012. Organização responsável pelo periódico: FURB.

distintos: as distorções nos preços do mercado imobiliário, provocadas pela falta de informação e pela iliquidez do mercado; a seleção adversa; a previsibilidade dos retornos no mercado imobiliário; e a depreciação imobiliária, relacionando os tempos de venda com a idade da habitação. Para efetuar a revisão da literatura foram consultadas as principais revistas internacionais das áreas da economia, finanças, imobiliário, contabilidade e geografia, sendo sempre utilizada na pesquisa a palavra-chave “assimetria de informação”. O artigo alerta para as preocupações de informação que deve ter quem vai entrar no mercado imobiliário e os desvios que podem ocorrer relativamente ao justo valor, associados aos quatro pontos supracitados. É também possível concluir que existe uma clara sub-representação de estudos na área da contabilidade e fiscalidade abordando a assimetria da informação.

Palavras-chave: Assimetria de informação. Distorções no mercado imobiliário. Depreciação imobiliária. Justo valor.

ABSTRACT

This goal of this article is to present a review of the literature on information asymmetry in real estate. The literature review is based on four different points: property price distortions caused by the lack of information and illiquidity of the market; adverse selection; the predictability of returns in real estate; and real estate depreciation, relating the selling time with the property age. In order to perform the literature review, the main international journals on economics, finance, real estate, accounting, and geography were consulted, using “information asymmetry” as keyword. The article calls the attention to the concerns of information all those who enter the property market should have and the deviations that may occur regarding fair value, related to the four points above mentioned. It is also possible to conclude that there is a clear underrepresentation of studies in the accounting and fiscal areas addressing information asymmetry.

Keywords: Information asymmetry. Distortions in the real estate market. Real estate depreciation. Fair value.

RESUMEN

O presente artículo tiene como objetivo presentar una revisión de la literatura sobre la asimetría de la información en el mercado inmobiliario. La revisión de la literatura se basa en cuatro puntos distintos: las distorsiones en el precio del mercado inmobiliario, provocadas por la falta de información y por la iliquidez del mercado; la selección adversa; la previsibilidad de los retornos en el mercado inmobiliario; y la depreciación inmobiliaria, relacionando los tiempos de venta con la edad de la habitación. Para efectuar la revisión de la literatura fueron consultadas las principales revistas internacionales de las áreas de la economía, finanzas, inmobiliario, contabilidad y geografía, siendo siempre utilizada en la investigación la palabra-clave “asimetría de información”. El artículo alerta para las preocupaciones de la información que debe tener quien entra en el mercado inmobiliario y las desviaciones que pueden ocurrir relativamente al justo valor, asociados a los cuatro puntos mencionados. Es también posible concluir que existe una clara sub-representación de estudios en las áreas de la contabilidad y fiscalidad abordando la asimetría da información.

Palabras clave: Asimetría de información. Distorsiones en el mercado inmobiliario. Depreciación inmobiliaria. Justo valor.

1 INTRODUÇÃO

Muitos problemas do mercado imobiliário resultam da informação imperfeita que o afeta e a obtenção de informação traduz-se num custo, que por vezes pode ser elevado e afasta a transação do imóvel do seu justo valor. Os problemas de assimetria de informação no mercado imobiliário e o desvio que provoca no justo valor da propriedade têm sido invocados como um dos causadores da crise do *Subprime*, pois o valor de mercado pode desviar-se da utilização de expectativas otimistas e critérios subjetivos que os vieram a inflacionar, tendo-se observado nos últimos anos uma correção para valores inferiores.

É reconhecido que a assimetria de informação tem grande impacto no setor imobiliário, sobretudo porque sendo volátil pode ser interpretada diferentemente pelos mais diversos partícipes no mercado, o que pode levar a uma avaliação distante da avaliação que o imóvel teria com informação fidedigna para todas as partes. Existe pois a necessidade de compreender a assimetria de informação no mercado imobiliário e os cuidados a ter aquando da realização de um negócio imobiliário. O aspeto da iliquidez do mercado imobiliário e o tempo de espera durante a venda apresentam custos irreparáveis, que são aspetos pertinentes específicos deste mercado (TAVARES, 2011).

Embora seja do conhecimento comum a necessidade de minorar a informação assimétrica, para que as transações sejam efetuadas a um justo valor – que é a quantia pela qual um imóvel poderia ser trocado, entre um comprador conhecedor e interessado e um vendedor na mesma situação, numa transação ao alcance de todos (LIAO, 2010) –, a realidade é que a assimetria de informação é uma realidade vigente num mercado desregulado como é o mercado imobiliário. Tendo em consideração a problemática da assimetria de informação, este artigo objetiva apresentar uma revisão da literatura de forma a lidar com os problemas típicos da assimetria de informação (o problema da seleção adversa) e ponderar o equilíbrio necessário no preço, a reputação dos *players* no mercado e a qualidade, para que os riscos de seleção adversa sejam diminuídos e a transação aconteça mais próxima do justo valor.

Neste artigo é confrontada a previsibilidade e imprevisibilidade do retorno de um ativo imobiliário em função da informação ineficiente sobre o ativo, tendo em consideração a heterogeneidade do investidor e examinando o padrão de retorno esperado em função do volume de negócios efetuados. Referem-se também estudos sobre a relação entre corretores de imóveis informados e com menores conhecimentos sobre o mercado e sobre o ativo (LEVITT; SYVERSON, 2002).

A assimetria de informação em função da depreciação imobiliária leva a que o comprador tenha necessidade de investir na procura de informação pois apresenta-se numa situação de desvantagem nítida (DU; HANZ, 2006). O mercado imobiliário depende de fatores subjetivos do avaliador, vendedor e comprador, devendo-se levar ainda em conta uma razoável quantidade de variáveis a ponderar para a obtenção do preço final do imóvel.

Tratando-se de um artigo sobre assimetria de informação, procurou-se fazer uma revisão da literatura das principais revistas internacionais da área da economia, imobiliário, finanças, contabilidade e geografia, por serem estas áreas as mais influenciadas (a priori). De notar que não foram avaliados nesta revisão da literatura tópicos relacionados com externalidades, positivas ou negativas, nem os métodos de avaliação imobiliária, como o método do rendimento ou comparativo, que certamente teriam um elevado valor acrescentado, mas que estão fora do escopo do presente artigo, que apenas aborda a assimetria de informação. A palavra-chave usada aquando da pesquisa foi assimetria de informação.

2 DISTORÇÕES NOS PREÇOS DO MERCADO IMOBILIÁRIO

Vários estudos contribuíram para a evolução do conhecimento recente do estado da arte da assimetria de informação no mercado imobiliário. As distorções de mercado são

principalmente o resultado de o agente imobiliário ter uma melhor informação dos valores das propriedades e da situação do mercado imobiliário do que os investidores, ou quando existe iliquidez no mercado.

2.1 Distorções de Mercado por Melhor Informação

O mercado imobiliário tem características muito específicas. Em virtude dessa especialização, a grande maioria dos compradores depende do conselho de especialistas para tomar decisões adequadas.

Levitt e Syverson (2005) analisaram a relação entre um agente imobiliário e um vendedor particular. Para os autores, o agente imobiliário provavelmente é o elemento melhor informado sobre o valor da habitação e da situação do mercado imobiliário. Numa versão anterior, Levitt e Syverson (2002) referiam que se o agente estiver melhor informado a sua estratégia ideal seria a de aconselhar a aceitar a melhor oferta para o imóvel, o que está de acordo com o interesse do agente.

É racional para o vendedor do imóvel, em determinadas circunstâncias, seguir este conselho, apesar de por vezes poder ser induzido em erro, pois os interesses do vendedor e dos agentes podem ser divergentes. Levitt e Syverson (2005) partiram das seguintes previsões:

- a) aquando da colocação de duas casas idênticas no mercado, uma vendida por agentes imobiliários e outra pelo próprio proprietário, esta última deverá permanecer mais tempo no mercado e ser vendida por um preço mais elevado;
- b) é de crer que será maior a vantagem de informação do agente imobiliário. A extensão e os efeitos provocados pelo desalinhamento dos interesses, induzida pelos incentivos do vendedor, podem ser consideráveis.

Os agentes imobiliários suportam muitas vezes uma parte substancial dos custos envolvidos com o marketing de venda (na publicidade, no acompanhamento dos potenciais compradores na visita aos imóveis, em despesas de abertura das casas e negociação de ofertas). Normalmente, nos EUA, o agente recebe cerca de 1,5% de comissão sobre o valor de venda. A comissão total de 6% do preço de venda é eventualmente dividida entre os agentes do comprador e do vendedor, sendo que cada um deles dá metade às suas empresas, ficando cada um deles com 1,5%.

Levitt e Syverson (2005) concluíram que os especialistas têm informações valiosas. Esta informação é útil para aqueles que os contratam, mas também pode ser uma fonte para a redução das distorções. Os dados empíricos do estudo dos autores sugerem que as distorções não são triviais: os agentes imobiliários vendem as suas próprias casas 3,7% mais caras do que as dos seus clientes e deixam ficar as suas casas no mercado em média mais 10 dias (10%) do que as dos seus clientes. Para os autores, este padrão de resultados é coerente com outras explicações, tais como diferenças nas taxas de desconto ou na aversão ao risco entre os agentes e seus clientes.

Para Levitt e Syverson (2005), o melhor preço de venda conseguido pelos agentes imobiliários é obtido à custa das vantagens de informação e da permanência de mais tempo no mercado por parte das suas casas. Eles interpretam estes resultados como consequência da combinação da vantagem de informação e da forma de recebimento de comissões, que pode criar distorções quando só agentes são envolvidos.

No entender de Wit e Klaauw (2010), as habitações que ficam no mercado demasiado tempo, ficam estigmatizadas pela informação assimétrica. Além disso, existe a constatação de que os preços mais elevados aumentam a probabilidade e risco de existência de assimetria de informação.

Há imóveis que são induzidos pelos seus agentes a uma venda demasiado rápida e a um preço mais baixo. Levitt e Syverson (2005) não encontraram provas de que o agente mais

político consiga vender a um preço mais elevado e num menor tempo, mas verificaram que estes agentes mais políticos conseguem vender as suas casas com um prémio de 4% comparativamente as dos seus clientes, e que os vendedores com menores vendas obtêm um prémio de 2,2%. No entender dos autores, parece que a maioria dos agentes experientes tem capacidade para alcançar retornos mais elevados – como atesta com a venda das suas próprias casas –, mas não é capaz de cumprir esse valor extra para os seus clientes.

Liao (2010) entende que a contabilidade ao justo valor tem um papel preponderante na diminuição da opacidade da assimetria de informação, fornecendo informação de maior relevância aos investidores.

Para Levitt e Syverson (2005) coloca-se um enigma quanto à forma como os vendedores podiam vender os seus próprios imóveis. No entender dos autores poderia ser criado um *stock* de imóveis dos agentes imobiliários. No entanto, eles entendem que ao ser criado esse *stock* de imóveis ele teria uma valorização superior, além de que as empresas ganhavam uma comissão maior com este negócio. Tinha como desvantagem o facto de, os vendedores, a partir do momento que soubessem que iam vender o seu imóvel para um *stock* valorizado tentariam fazer negócios particulares, e assim distorcer ainda mais o mercado.

Para Tavares, Moreira e Pereira (2010), há impactos importantes no preço de venda, quando sobre as propriedades pairam as nuvens das externalidades negativas. Os autores apresentaram estudos que comprovam que os agentes imobiliários conseguem melhores valores de venda, muitas vezes por omissão ou contorno de informação privilegiada que possuem e que não transferem para o mercado, ou seja ocorre informação assimétrica.

2.2 Distorções por Ilíquidez no Mercado

Segundo Krainer, Spiegel e Yamori (2005), a literatura teórica sobre a liquidez no mercado imobiliário tem seguido dois caminhos distintos. O primeiro, que postula que os mercados ilíquidos são aqueles onde os períodos de venda são mais longos. Como tal, esta linha de investigação segue a procura de literatura para os modelos reais das transações imobiliárias. Estes modelos foram usados para explorar, entre outros aspetos, os determinantes ideais da *vacancy rate* e a intensidade ótima de procura (WHEATON, 1990), bem como a intensidade ótima dos retornos das propriedades em ativos ilíquidos (KRAINER; LEROY, 2002). Por isso a liquidez, no entender de Krainer (2001), pode variar ao longo do ciclo económico.

O modelo de Stein (1995) analisa a possibilidade de fazerem pequenos pagamentos do imóvel a fim de financiar a sua compra. Pequenas quedas nos preços podem ter efeitos colaterais, que podem ter grandes impactos sobre o volume de transações, pois diminuindo o valor das prestações maior número de transações poderão acontecer. Genesove e Mayer (1997) verificaram empiricamente muitas das características do modelo de Stein e concluíram que os vendedores com baixo capital próprio (ou negativo) jogam com preços mais elevados e detêm as propriedades durante mais tempo.

Para Krainer, Spiegel e Yamori (2005), o mercado residencial é menos líquido em tempos de descida de preços, tem uma maior persistência de preços e os declínios de preços fazem aumentar as discrepâncias dos serviços da dívida. Esta discrepância é maior no setor dos imóveis residenciais que no dos comerciais.

Segundo Anglin e Wiebe (2004), a sequência de acontecimentos necessários para vender uma casa faz com que o vendedor não possa baixar o preço de venda de uma forma direta e que o tempo de espera para o vendedor represente um custo irreparável durante a fase negocial. Yavas e Yang (1995) e Arnold (1999) demonstraram que poucas mudanças acontecem quando há uma relação estratégica mais complexa entre o comprador, o vendedor e o agente imobiliário. Anglin e Wibe (2004) também concluíram que os agentes imobiliários conseguem vender as suas casas com um prémio de 1%, o que comprova que os agentes não

se comportam corretamente.

No entender de Anglin e Wibe (2004), o vendedor tem de analisar as vantagens de poder vender a um preço mais elevado e a desvantagem de permanecer sem vender durante um tempo mais longo. Estes aspetos podem ser economicamente significativos. Anglin (2004) refere que 30 a 50 por cento das negociações terminaram sem transações. Anglin, Rutherford e Springer (2003) notaram que 40% dos imóveis postos à venda foram retirados sem serem transacionados.

2.3 Eficiência nos Mercados Mobiliários e Imobiliários

Os mercados mobiliários dizem-se eficientes quando os valores mobiliários se ajustam instantaneamente à informação e eliminam qualquer hipótese de arbitragem (FAMA, 1991). O mesmo, porém, não é observado nos mercados imobiliários, dado que várias características do mercado imobiliário evitam o rápido ajustamento dos preços.

O mercado imobiliário tem características muito particulares, diferentes dos mercados mobiliários, a saber:

- a) a ausência de vendas no curto prazo;
- b) o tempo significativo de pesquisa de notícias e os custos necessários às transações de curto prazo tornam difícil aos investidores atuarem no curto prazo;
- c) a recolha de informação atempada nos mercados imobiliários é cara devido à natureza descentralizada das operações;
- d) as transações são tipicamente difíceis e as atividades comerciais estão estrangidas pela liquidez;
- e) os proprietários de imóveis geralmente tomam a decisão de negociar conjuntamente com a sua decisão de mudança;
- f) as mudanças nos preços das habitações afetam os seus proprietários, a sua equidade e a necessidade dos pagamentos futuros em nova habitação quando se trata de mudanças.

O preço no mercado imobiliário residencial pode ter ajustamentos limitados devido a ser aprisionado por investimentos futuros (STEIN, 1995; FU, 1996; GENESOVE; MAYER, 1997). A obtenção de financiamento e o processo de negociação levam mais tempo no mercado não residencial do que no mercado residencial. Se adicionarmos o facto de os contratos de arrendamento também serem mais longos nos mercados não residenciais, é compreensível que os preços não sejam tão voláteis como no mercado residencial

O mesmo se pode concluir relativamente ao mercado mobiliário. Existem estudos empíricos sobre a eficiência do mercado imobiliário e, no geral, centram-se na previsibilidade de excesso de retorno desfasados de retornos reconhecidos (CASE; SHILLER, 1989; HOSIOS; PESANDO, 1991), desfasados dos retornos da bolsa de valores (GYOURKO; KEIM, 1992) e desfasados das variáveis macroeconómicas (CASE; SHILLER, 1990).

Antes de Fu e Ng (2000) nenhum autor tinha examinado como a ineficiência pode distorcer o retorno no mercado imobiliário, a volatilidade e a correlação existente com o mercado acionista.

Corgel e Ross (1999) resumem a relação de risco e retorno encontrada nos mercados imobiliários privados que são desconfortáveis para os investigadores na área do imobiliário. A explicação da literatura é que os retornos nos mercados imobiliários privados baseiam-se na apreciação e avaliação com preconceitos contra uma oportuna e adequada atualização da avaliação imobiliária em resposta à nova avaliação (GELTNER, 1989). Os efeitos destes enviesamentos são chamados de apreciação de nivelamento. Esta explicação é constatada por Lai e Wong (1998), que afirmam que a raiz das causas para compreender a volatilidade é a ineficiência do mercado imobiliário.

Quan e Titman (1999) constataam que é positiva e estatisticamente significativa a

relação entre o retorno do mercado acionista e o retorno do imobiliário comercial. Fu e Ng (2000) analisaram como a ineficiência de mercado afeta a volatilidade dos retornos do mercado imobiliário e a sua correlação com o retorno do mercado acionista. A sua análise permitiu extrair informações adicionais sobre o mercado imobiliário tendo desenvolvido uma ferramenta para alisamento dos retornos do imobiliário.

Fu e Ng (2000) provaram que a velocidade de ajustamento dos preços às notícias afeta a volatilidade e a correlação estatística do excesso de retorno. Entenderam que os valores trimestrais do imobiliário captam apenas pouco mais de metade do efeito das notícias, mas os preços trimestrais das ações captam o pleno efeito das notícias. O lento ajustamento dos preços não só induz a uma autocorrelação altamente positiva com o excessivo retorno imobiliário, mas também reduz a sua volatilidade e correlação com o mercado acionista.

Maier e Herath (2009) analisaram se o mercado imobiliário é eficiente. Esta questão é também de grande importância para todas as políticas que tentam influenciar as áreas da estrutura espacial ou o *design* de edifícios. A eficiência do mercado imobiliário é necessária para a economia dar uma resposta adequada a tais medidas e políticas. Depois de discutir a Hipótese do Mercado Eficiente (HME), os autores analisaram as evidências empíricas sobre a eficiência dos mercados financeiros, normalmente considerado o mercado mais eficiente.

De notar que Maier e Herath (2009) analisaram três aspetos: a disponibilidade de informações, os ciclos de volatilidade e bolhas e a dispersão de preços. As evidências que encontraram na literatura são mistas: enquanto algumas implicações da HME são suportadas pela evidência empírica, outras não.

A eficiência no mercado imobiliário é importante no contexto de desenvolvimento. Para Maier e Herath (2009), num mercado imobiliário eficiente, os custos energéticos dos edifícios devem ser antecipados pelo mercado e incorporados nos preços das rendas, isto é, custos energéticos elevados corresponderão a rendas baixas. Neste caso, os aumentos de energia e as políticas de incentivo financeiro deveriam estimular os investimentos, de forma a tornar os edifícios mais eficientes e, conseqüentemente, poupar energia e reduzir as emissões.

O termo mercado imobiliário pode ter diferentes significados para diferentes pessoas. Quando nos referimos à eficiência no mercado imobiliário, temos de ser precisos e definir a qual mercado imobiliário nos estamos a referir. Os diferentes tipos de imóveis existentes colocam desafios e questões específicas para investidores e analistas. Os diferentes tipos de imóveis são: edifícios de habitação, escritórios, *shopping centers*, estruturas industriais e infraestruturas. Um tipo de imóvel especial, que é completamente diferente de todos os outros, é o terreno não urbanizado. Cada uma destas categorias é heterogênea em si mesma.

Os resultados relativos ao mercado imobiliário são inconclusivos: embora haja fortes evidências decorrentes de informações imperfeitas, custos de transação, volatilidade dos preços e fatores conjunturais, há também estudos que afirmam que o mercado imobiliário é geralmente eficaz.

3 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E SELEÇÃO ADVERSA

Stiglitz e Bruce (1990) entendem que muitos dos problemas dos mercados e das instituições, resultam do custo na obtenção de informação e que muitas das suas ações são respostas a estes custos.

Cooper e Ross (1984) entendem que a relação preço/qualidade não reflete uma situação de equilíbrio, afastando-se assim do justo valor. Uma vez que no equilíbrio competitivo existem muitos produtores que oferecem o bem, onde um oferente qualquer pode reduzir a qualidade do produto que oferece sem que isso afete significativamente a qualidade média do que é oferecido pelo mercado, e conseqüentemente, sem que isso tenha impacto no preço a pagar pelos consumidores, a redução da qualidade pode propiciar à empresa um aumento do lucro, pelo menos no curto prazo.

Esta estratégia será lucrativa até ao ponto em que o consumidor passa a identificar essa queda de qualidade que ocorrerá num nível considerado mínimo. Esta escolha da empresa em oferecer deliberadamente um produto de qualidade inferior à esperada pelo consumidor, a fim de obter um maior lucro, reflete a situação em que um segmento do mercado não consegue observar as ações tomadas pelo outro segmento do mercado. Verifica-se, deste modo, um efeito pernicioso sobre o justo valor da propriedade imobiliária.

Para Schettino (2006), uma situação adversa surge quando há produtores que oferecem produtos de boa qualidade e outros que oferecem artigos de má qualidade, sem que o comprador consiga identificá-los. Neste caso, o comprador só consegue observar a qualidade média existente no mercado, o que corresponde à qualidade esperada e, portanto, a um preço médio. Acontece, porém, que esse preço médio pode não ser atraente para os produtores de alta qualidade, os quais operam com custos mais elevados, motivando a saída de parte destes do mercado. Com o aumento dos produtores de má qualidade no mercado, o consumidor perceberá a redução da qualidade média existente, motivando a queda do seu preço médio, o que induzirá, por sua vez, a uma nova saída dos produtores de alta qualidade. No limite este círculo vicioso pode perdurar até que sobrem apenas produtores de má qualidade no mercado, o que provocará o colapso deste (SCHETTINO, 2006).

Shapiro (1983) retrata uma situação em que o consumidor consegue obter informações sobre a qualidade do produto ao longo do tempo, ainda que de modo imperfeito, permitindo evitar que o mercado colapse. A este modelo chamamos de informação imperfeita.

Stiglitz e Bruce (1990) entendem que para incorporar a existência de diferentes níveis de qualidade no mercado, há necessidade de abandonar a hipótese de que todos os consumidores são iguais. Verifica-se que os valores de qualidade mais elevados caracterizam os consumidores que atribuem maior utilidade à qualidade. Assim, a qualidade esperada pelo comprador, bem como o seu preço médio, são determinados pela reputação do produtor, representando um processo de expectativas adaptativas.

Para Stiglitz e Bruce (1990), o preço pretendido pelo vendedor depende da reputação de que dispõe junto dos consumidores. Macanhan (2002) refere que cada empresa escolhe uma sequência de níveis de qualidade ao longo do tempo, de modo a maximizar o valor presente do seu lucro. A existência de vários tipos de consumidores, no entender de Shapiro (1983), implicará a oferta de vários níveis distintos de qualidade, mesmo em equilíbrio, sendo que a distribuição de consumidores no espaço de preferência varia da qualidade mínima aceitável a um nível de qualidade superior, determinando o número de produtores que oferecem cada nível de qualidade.

Segundo Shapiro (1983), a condição de livre entrada de novos competidores no mercado exige que as empresas operem tendo lucro zero. Devemos aqui ressaltar que uma determinada qualidade só é oferecida se existirem consumidores dispostos a pagar um preço que será superior ao custo médio mínimo de produção para esse nível de qualidade.

Para Shapiro (1983), pode-se considerar o prémio de reputação como o grau de imperfeição do mercado, sendo que este aumenta quanto:

- a) maior for o desfasamento entre a venda do produto e a revelação parcial da qualidade;
- b) menor probabilidade do consumidor observar a qualidade do produto após a sua aquisição;
- c) maior conservadorismo do consumidor;
- d) menos frequente for a venda do produto;
- e) maior a taxa de juros de mercado;
- f) menor o nível de qualidade mínima;
- g) maior o nível de qualidade de equilíbrio.

O prémio de reputação pode ser produzido de duas formas:

- a) melhorando o nível de informação sobre a qualidade do produto, que pode fazer-se através da provisão de um programa de informação que esclareça o mercado;
- b) aumentando o nível de qualidade mínima, através da implementação de mecanismos de regulação, através de legislação própria.

Devemos contudo considerar que, enquanto uma política de redução do custo de informação beneficia todos os consumidores, uma política de aumento de qualidade beneficia apenas aqueles que procuram produtos de qualidade mais elevada, já que para estes ocorre uma redução do prémio de reputação. Por outro lado, como os produtos de qualidade inferior deixam de ser oferecidos, todos os consumidores com prioridades definidas nesta zona de mercado serão prejudicados. A razão disso é o facto de terem de procurar produtos de qualidade superior pagando mais caro que o ganho de utilidade gerado pela maior qualidade, ou então por terem de abandonar o mercado.

Do exposto, pode-se inferir que da informação assimétrica podem resultar perigos/riscos morais e seleção adversa (STIGLITZ, 1975). O perigo/risco moral sugere que a parte detentora de mais informação, o vendedor, tirará vantagem da assimetria de informação e pedirá um preço superior ao do equilíbrio do mercado. A seleção adversa refere-se a um mercado no qual o equilíbrio real não é nunca atingido e um bem de qualidade inferior atinge um preço superior ao de maior qualidade.

Para Tavares (2011), o mercado imobiliário também é caracterizado pela iliquidez e as propriedades imobiliárias; sendo idiossincráticas, são difíceis de avaliar por *outsiders*. Este autor verificou também que os agentes imobiliários têm um papel basilar na transmissão, ou não, das informações e que a diferença entre os preços de oferta e de venda é influenciada pela assimetria de informação.

4 A ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E PREVISIBILIDADE DOS RETORNOS NO MERCADO IMOBILIÁRIO

A previsibilidade e imprevisibilidade do retorno de um ativo imobiliário têm sido objeto de estudo e investigação no mundo académico, sendo atribuído este aparente fenómeno à informação ineficiente, irracionalidade do investidor, prémio de risco e outros efeitos específicos do mercado.

Mei e Gao (1995) examinaram se no curto prazo a previsibilidade dos bens imóveis é economicamente explorável. Concluíram que o mercado imobiliário do crédito hipotecário é eficiente no que diz respeito aos lucros comerciais e os mercados não são acessíveis a arbitragistas competentes. O seu estudo retrata a condição geral de eficiência nos mercados imobiliários sem considerar as condições específicas do mercado que podem alterar os preços de uma forma ativa. Em contraste, outros estudos sugerem que as condições do mercado podem influenciar as condições de eficiência e, conseqüentemente, os preços, (DAMODARAN; LIU, 1993).

Cooper, Downs e Patterson (2000) estudaram a previsão do retorno imobiliário para evidências de informações de base negocial num mercado especulativo de ativos imobiliários. Os autores realizaram a investigação com base num trabalho realizado anteriormente por Wang (1994) e assumem a existência de informação assimétrica heterogénea pelos diferentes negociantes. Os investidores informados possuem níveis heterogéneos: a) de informação privada sobre os fluxos de caixa futuros do ativo subjacente; b) de oportunidades de investimento privado.

No mercado imobiliário, os investidores não informados extraem informações dos preços e outros sinais públicos para estimar os retornos esperados. Por conseguinte, as duas classes de investidores comerciais têm bases competitivas:

- a) nos motivos da não informação ou ignorância;
- b) nas motivações dos investidores informados, isto é, na negociação com base em

informações particulares;

- c) na não informação - motivo dos informados (ou seja, no propósito de reequilíbrio das carteiras para acomodar as oportunidades de investimento privado).

Cooper, Downs e Patterson (2000) encontraram fortes evidências da não linearidade na previsibilidade de retorno de imóveis quando introduzem o volume de transações nas regras do negócio. Especificamente a dinâmica do preço-volume difere entre os altos e baixos volumes do período, onde os altos volumes do período refletem a troca de ativos imobiliários motivados por informação privilegiada. Os autores, depois de testarem estas hipóteses, concluíram que os negócios dos investidores não informados dominam estritamente a atividade e isso é motivado pela informação privilegiada dos investidores informados.

O estudo de Cooper, Downs e Patterson (2000) sugere que a previsibilidade do retorno no imobiliário é mais função de efeito de reequilíbrio associado à oportunidade de preço-volume do que as correções de mercado geradas pela informação assimétrica (isto é, informação privada) de oportunidades. É importante salientar que o trabalho dos autores sugere ainda que o risco de negociação com um investidor melhor informado é maior durante os períodos de atividade comercial onde as taxas de ocupação (procura) são mais elevadas.

Garmaise e Moskowitz (1999) também argumentam que *quase compradores* e compradores que são corretores têm vantagens relativas de informação. A relevância das informações tem sido difícil de documentar. O estudo dos autores prova a importância da seleção adversa no mercado imobiliário comercial. No entanto, os resultados sobre a importância do financiamento são mais fracos que os apresentados pelos estudos anteriores.

Os principais resultados de Garmaise e Moskowitz (1999) podem-se resumir da seguinte forma:

- a) a mediana da distância entre compradores e propriedades é de 47 km. Este grau de localização é incomparável com outros mercados. A extrema proximidade dos participantes no mercado dá suporte à previsão de que os agentes menos informados têm uma participação mais limitada no mercado. Assim, pode-se afirmar que a participação limitada é utilizada no mercado imobiliário como forma de abordar a informação;
- b) existe uma relação negativa entre o comprador e longas distâncias;
- c) os corretores tendem a fazer este tipo de negócios com outros corretores. Na verdade, quase 80% das compras efetuadas por corretores eram provenientes da venda de propriedades por outros corretores;
- d) os resultados sugerem mesmo que os agentes de segmentos melhor informados são procurados a fim de atenuar a assimetria de informação, sobretudo quando a qualidade (da propriedade) é baixa. Os compradores estão mais distantes (que não corretores) e, na verdade, mais propensos a usar um corretor.

Em geral, os resultados documentam e demonstram graves assimetrias de informação no mercado imobiliário. Se o local enviesa o mercado e limita a participação dos investidores distantes, sugere que as questões da informação são importantes. Além disso, a forte segmentação dos agentes particularmente bem informados prova que a informação é pertinente no setor imobiliário. Os autores entendem que os agentes tentam resolver o problema da informação através da limitada participação e na segmentação de mercado, mas a evidência de que eles dependem de intermediários bem informados não é tão forte assim.

Garmaise e Moskowitz (1999) examinaram a influência de algumas variáveis de informação sobre a frequência e magnitude das diversas formas de financiamento. Os autores encontraram fracas e mitigadas evidências de que a estrutura financeira é usada para amenizar a informação. Isto sugere que se deverá ser cauteloso no olhar da estrutura financeira como forma de uso para minimizar as assimetrias de informação no mercado, tal como nos grandes mercados acionistas, para o qual a evidência da participação limitada e segmentação do

mercado é mais fraca do que nos imóveis comerciais.

Segundo Agarwal e Hauswald (2006), os recentes trabalhos empíricos sugerem que os bancos têm aumentado significativamente o seu alcance geográfico e que, neste processo, eles adquirem cada vez mais informação. Contudo, o facto de estar mais próximo e dada a diversidade dos modelos de avaliação, não torna claro que o papel económico da proximidade tenha influência na decisão de conceder ou recusar crédito. Investigaram os determinantes da concessão e condições de crédito, com base numa grande amostra de pedidos de empréstimos para pequenas empresas nos Estados Unidos, numa grande instituição financeira. Os autores referem que os resultados fornecem evidências para a discriminação no preço com base na distância entre as empresas e o banco.

Agarwal e Hauswald (2006) concluíram que existe proximidade entre a distância física entre os candidatos e os empréstimos bancários relativamente aos dos concorrentes e esse aspeto é uma vantagem de informação importante.

5 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO E DEPRECIAÇÃO IMOBILIÁRIA

De acordo com Du e Hansz (2006), no mercado imobiliário, os vendedores têm tendência para fazer uso da informação interna tirando partido e inflacionando os preços. Por seu lado, os compradores sabendo que partem numa situação de desvantagem no que concerne à informação, tentam minimizar as consequências fazendo pesquisa antes de chegarem ao processo negocial.

Outro fenómeno diz respeito à seleção adversa, pois se os compradores não conseguem obter informação suficiente que lhes permita negociar o preço com o vendedor, ou o seu agente, tal significará que o preço da transação não refletirá o valor real da propriedade e imóveis de qualidade inferior podem estar inflacionados. Neste caso, o mercado chegará a um falso equilíbrio, no qual o comprador sairá sempre a perder. Pode, no entanto, este problema de informação assimétrica ser amenizado se o comprador investir mais tempo na procura de informação.

Para Du e Hansz (2006), a uma maior quantidade de tempo despendido pelo comprador na procura de mais informação corresponderá uma maior espera do vendedor até que o negócio se realize, o que acarretará para este numa falta de liquidez adicional, custos de oportunidade e, eventualmente, custos financeiros. Por outro lado, como acima mencionado, o vendedor tem tendência para fazer uso da informação de que dispõe e inflacionar o preço do imóvel. O longo tempo de espera pode ter origem em preços excessivos. O comprador poderá fazer melhor negócio se investir na pesquisa de mercado e para tal é necessário tempo e dinheiro. Contudo, estes custos podem pelo menos parcialmente ser amortecidos pelo vendedor, aceitando ofertas de preço inferior ao originalmente pretendido.

Atendendo ao equilíbrio competitivo existente entre compradores e vendedores, devido à relação entre o tempo de espera para os vendedores e os custos de informação para os compradores, é razoável assumir que o preço da transação é o ótimo para ambas as partes. Quanto maior a diferença entre o preço pedido e o preço a que a transação se efetua, maior será a assimetria de informação existente, o que não significa que a transação não seja efetuada ao justo valor. Um bom preço para o vendedor será aquele que minimiza a diferença entre preço pretendido e o preço final, sendo para o comprador o que maximiza esta diferença, isto é, para os primeiros será o que maximiza a vantagem que advém da assimetria de informação, sendo para os segundos precisamente o contrário.

5.1 Os Custos da Procura de Informação

Na literatura sobre o mercado imobiliário, os estudos teóricos e empíricos sobre a informação assimétrica são raros, devido à dificuldade de medição e observação das

informações assimétricas. No entanto, várias teorias sobre informação assimétrica têm sido publicadas. Milgrom e Stockey (1982) apresentaram a sua teoria “não comercial” e demonstraram que os agentes racionais mas pouco informados não faziam negócios com outros agentes informados por terem receio da seleção adversa. Eles concluíram que se há assimetria de informação no mercado local então os compradores de fora da cidade estão em desvantagem relativamente aos da cidade, devido aos custos de pesquisa mais elevados.

Do mesmo modo, Lambson, McQueen e Slade (2004) encontram significância estatística e económica de que os compradores de fora da cidade (*out-of-town*), em média, pagam mais 5% pelas propriedades do que os compradores locais.

Garmaise e Moskowitz (2000) levaram em consideração implicações de utilização de modelos de seleção adversa e encontraram provas de que os vários participantes no mercado usam formas de financiamento alternativas para mitigar problemas de informação no mercado imobiliário. Eles argumentam que o financiamento de vendedor-a-comprador é mais prevaiente quando existe elevada assimetria de informação, enquanto em ambientes mais tradicionais o financiamento bancário é relativamente menos prevaiente do que em ambientes de alta informação assimétrica.

Garmaise e Moskowitz (2000) concluíram que os investidores compensam eventuais assimetrias de informação através da compra de propriedades em mercados familiares com rendimentos transparentes e sem histórico. Inversamente, os investidores evitam assim transações com agentes mal informados. No entanto, eles só encontraram evidências de que a escolha de financiamento pode ser utilizada para mitigar assimetrias de informação.

Os estudos existentes até Du e Hansz (2006), sobre assimetria de informação, na sua maioria, referiam que poderia haver segmentação de mercado fruto da assimetria de informação entre o mercado dos que estão dentro e dos que estão fora da cidade e que têm elevados custos de pesquisa. Além disso para os compradores informacionalmente desfavorecidos a escolha do financiamento e o tempo de pesquisa no mercado pode ser usado para mitigar a informação.

Com Du e Hansz (2006) foi investigado um potencial foco de assimetria de informação, que é o problema no mercado imobiliário residencial para a diferença entre a cotação de preços e os preços de venda. A diferença entre a lista de preços de cotação e o preço de venda pode ser resultado de uma informação assimétrica no mercado imobiliário residencial especificamente devido a preços da depreciação estrutural, particularmente na meia-idade das estruturas.

5.2 A Assimetria de Informação Medida pelos Tempos de Venda e Idade da Habitação

Para Du e Hansz (2006), a assimetria de informação pode ser verificada investigando a eficiência do mercado imobiliário na perspectiva da informação assimétrica, que é medida pela diferença de preços entre os preços de tabela e os preços de venda. Du e Hansz (2006) consideraram também o problema da assimetria de informação referido à idade das habitações. O valor da estrutura deprecia-se a uma taxa constante, logo, no seu entender, o valor da propriedade mudará a uma taxa constante ao longo do tempo.

Num mercado eficiente, o vendedor e o comprador dispõem de toda a informação disponível sobre o real valor da propriedade. Assim, deverá existir uma margem de negociação e o preço da transação final será muito próximo do inicialmente pedido pelo vendedor. Se existir assimetria de informação tal poderá ser percebido através da depreciação do valor da propriedade. Mas a existência de assimetria de informação pode impedir o comprador de descobrir o valor atual da depreciação da propriedade podendo o vendedor tirar disso partido aumentando o preço e não refletindo neste a depreciação atual.

Para Du e Hansz (2006), numa habitação recente, o valor da estrutura representa a

maior parte do valor da propriedade existindo uma depreciação quase nula. Em resultado disso, há uma pequena depreciação a ser considerada e negociada. Quer o vendedor, quer o comprador estão relativamente bem informados acerca da qualidade e condições das novas habitações e, por isso, a existência de potenciais problemas de assimetria de informação é praticamente inexistente no mercado das habitações novas.

No entender de Du e Hansz (2006), seguindo esta linha de raciocínio, as propriedades residenciais mais antigas sofrem de uma depreciação considerável, e a parcela maior do seu valor corresponde ao valor do terreno. Atendendo a que a estrutura se aproxima da sua depreciação total ou valor zero, a margem para negociação é também muito pequena ou nula (o comprador presumirá que a maior parte da habitação necessitará de obras e descontará o valor destas no preço de oferta).

A depreciação influi menos as habitações novas, porque não existe, bem como nas habitações velhas, já que o valor que assume maior importância no preço final é o valor do terreno e não o valor da estrutura. É nas habitações de meia-idade onde se verifica maior influência da depreciação. As habitações de meia-idade terão um intervalo de negociação mais alargado do que as habitações novas ou velhas devido ao peso que a assimetria de informação acarreta para o valor da depreciação atual. Verifica-se, assim, que o intervalo de negociação é maior para as habitações de meia-idade do que para as novas ou velhas propriedades.

Du e Hansz (2006) concluíram que a literatura existente sobre o mercado imobiliário, mostra que este mercado é mais heterogéneo e menos eficiente do que a maioria dos mercados financeiros. Uma característica do mercado imobiliário é a assimetria de informação, o que significa que a informação não está igualmente distribuída por todos os intervenientes.

Geralmente os vendedores possuem vantagens que lhes advêm do melhor conhecimento, nomeadamente no que se refere às estruturas propriamente ditas, enquanto os compradores se encontram numa posição de desvantagem por falta dessa informação, por vezes não disponibilizada.

A distorção existente entre os valores dos preços de tabela e dos preços de venda pode resultar da assimetria de informação existente no mercado imobiliário residencial. A diferença entre os preços de tabela e os preços de venda é influenciada, sem dúvida, pela assimetria de informação que ocorre do processo de depreciação (DU; HANSZ, 2006). O real valor da depreciação sofrida pelo imóvel pode não ser completamente descontado no valor de venda. Não obstante, o vendedor deve ter especial cuidado e ponderar o equilíbrio entre um valor demasiado agressivo pedido pelo imóvel e o tempo que isso o fará permanecer no mercado. Um preço de tabela demasiado elevado levará a um aumento do tempo em que o imóvel se encontra no mercado e, portanto, a um custo de oportunidade para o vendedor. Um preço de tabela exageradamente alto normalmente implica um maior desconto no preço final da venda.

A evidência empírica sugere a existência de assimetria de informação no mercado imobiliário residencial. O estudo de Du e Hansz (2006) indica que é no segmento habitacional que compreende habitações com idades entre os cinco e dez anos que tal se verifica com maior expressão, pois as estruturas novas e as muito velhas não sofrem depreciações significativas em relação ao valor total da propriedade.

6 CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo apresentar uma revisão da literatura sobre a assimetria de informação no mercado imobiliário. Assim, em jeito de recapitulação, faz-se uma revisão sobre quatro vertentes da assimetria de informação que se apresentam de seguida:

a) Distorções nos Preços do Mercado Imobiliário

Os agentes imobiliários são os mais bem informados sobre os valores de transação e

da situação do mercado, conseguindo vender as suas habitações 3,7% mais caras do que as dos seus clientes e estão em média mais 10 dias no mercado (LEVITT; SYVERSON, 2005). Estes últimos, por sua vez, induzem a uma venda demasiado rápida e a um preço mais baixo (LEVITT; SYVERSON, 2005);

Por outro lado, em tempos de descida de preços o mercado residencial é menos líquido, mas apresenta uma maior persistência de preços (KRAINER; SPIEGEL; YAMORI, 2005) devido ao fato do preço no mercado imobiliário residencial poder ter ajustamentos limitados por, muitas vezes, estar aprisionado a investimentos futuros (STEIN, 1995; FU, 1996; GENESOVE; MAYER, 1997). As habitações que ficam no mercado demasiado tempo ficam estigmatizadas pela informação assimétrica (WIT; KLAAW, 2010).

É positiva e estatisticamente significativa a relação entre o retorno do mercado acionista e o retorno do imobiliário comercial (QUAN; TITMAN, 1999), sendo que no mercado imobiliário eficiente os custos energéticos dos edifícios devem ser antecipados pelo mercado e incorporados nos valores das rendas (MAIER; HERATH, 2009), havendo impactos importantes no preço de venda, quando sobre as propriedades pairam as nuvens das externalidades negativas (TAVARES; MOREIRA; PEREIRA, 2010).

b) Assimetria de Informação e Seleção Adversa

A relação preço/qualidade não reflete uma situação de equilíbrio, pois um oferente pode reduzir a qualidade sem que isso afete significativamente a qualidade média do mercado e sem que isso tenha impacto no preço (COOPER; ROSS, 1984). Da informação assimétrica podem resultar perigos/riscos morais e seleção adversa (STIGLITZ, 1975). Esta ocorre quando há produtores que oferecem produtos de boa qualidade e outros de má qualidade sem que o comprador consiga identificá-los (SCHETTINO, 2006), sendo que como existem vários tipos de consumidores há necessidade de oferta de vários níveis de qualidade mínima aceitável (SHAPIRO, 1983).

O prémio de reputação pode ser entendido como o grau de imperfeição do mercado (SHAPIRO, 1983). O mercado imobiliário também pode ser caracterizado pela iliquidez, consequentemente, sendo as propriedades imobiliárias idiossincráticas, são difíceis de avaliar por *outsiders*, o que reforça a seleção adversa (TAVARES, 2011).

c) Assimetria de Informação e Previsibilidade dos Retornos no Mercado Imobiliário

O risco de negociação com um investidor melhor informado é maior durante os períodos de atividade comercial onde a taxa de procura é mais elevada. Nos mercados imobiliários privados os negócios resultantes dos não informados dominam a atividade, sendo isto o resultado da informação privilegiada dos investidores informados (COOPER; DOWNS; PATTERSON, 2000).

A elevada proximidade dos participantes no mercado dá apoio à proposição de que os agentes menos informados têm uma participação mais limitada no mercado imobiliário e de que existe uma correlação negativa entre o comprador e longas distâncias (baixa proximidade). No mercado imobiliário, os agentes de segmentos melhor informados são procurados a fim de atenuar a assimetria de informação (GARMAISE; MOSKOWITZ, 1999).

No mercado imobiliário, o crédito hipotecário é eficiente no que diz respeito aos lucros comerciais e os mercados não são acessíveis a arbitragistas (MEI; GAO, 1995).

d) Assimetria de Informação e Depreciação Imobiliária

No mercado imobiliário os vendedores têm tendência para tirar partido da informação interna e inflacionar os preços. Mais, quanto maior é o resultado da diferença entre o preço pedido e o preço a que a transação se efetua maior é a assimetria de informação. Como o valor de estrutura se deprecia a uma taxa constante, o valor da propriedade mudará a uma taxa

constante. Assim, numa habitação recente o valor de estrutura representa a maior parte do valor da propriedade e nas habitações mais velhas o valor do terreno é o que assume maior importância. A assimetria de informação no mercado habitacional é maior nas habitações com idades entre os cinco e dez anos (DU; HANZ, 2006).

Os agentes racionais mas pouco informados não fazem negócios com outros agentes informados por terem receio da seleção adversa (MILGROM; STOCKEY, 1982) e os compradores de imóveis de baixa proximidade (fora da cidade) pagam, em média, 5% mais pelas suas propriedades do que os compradores locais (LAMBSON; MCQUEEN; SLADE, 2004).

Finalmente, os participantes no mercado usam formas de financiamento alternativas para mitigar problemas de informação no mercado imobiliário (GARMAISE; MOSKOWITZ, 2000). Tendo em consideração estas quatro vertentes, pode-se concluir que a assimetria de informação tem no mercado imobiliário uma importância elevada, pois os estudos documentam e demonstram graves assimetrias de informação, que acarretam problemas à contabilidade pelo justo valor.

Muitos dos problemas do mercado resultam da obtenção de informação e da seleção adversa: o vendedor normalmente sabe o que está a vender e o comprador nem sempre sabe o que está a comprar. De sublinhar que o problema de assimetria de informação tem impacto no justo valor, pois está associado ao “valor de mercado” ou ao “valor atual de mercado”. Em Portugal, a Diretriz Contabilística Nº 13 (Conceito de justo valor) prevê, ainda, designações como “valor corrente de mercado”, “quantia recuperável” e “preço corrente de mercado”.

Uma das formas que o comprador tem para diminuir a assimetria é procurando informação, a qual neste mercado apresenta custos elevados, ou procurando um produto *standard* e equilibrado em termos de qualidade e preço e empresas com reputação, apesar de a reputação atribuída a uma empresa no presente ser correspondente à qualidade efetivamente oferecida no período anterior. A parte detentora da informação (o vendedor), na generalidade das circunstâncias, tirará vantagem da assimetria de informação e pede um preço superior ao de equilíbrio de mercado.

A seleção adversa reflete-se no facto de um bem de qualidade inferior atingir um preço superior ao de um bem de maior qualidade, não correspondendo às características percecionadas pelo mercado.

O mercado imobiliário é um mercado que padece de liquidez e o mecanismo de preços demora a informar os participantes no mercado. As propriedades imobiliárias são todas diferentes e difíceis de avaliar por quem não reside próximo da propriedade que pretende adquirir. Os vendedores melhor informados têm um comportamento estratégico pouco ético quando pretendem vender imóveis, especialmente quando as assimetrias de informação são importantes, o que leva à segmentação de mercados.

O grau de proximidade no mercado imobiliário é relevante, os agentes menos informados têm participação limitada, pois existe uma relação negativa entre o comprador e longas distâncias ao imóvel de interesse. Normalmente os corretores imobiliários, quando escolhem a sua própria propriedade, tendem a fazê-lo com outros corretores, sugerindo que os corretores tendem a negociar com outros corretores que estão em ambientes com assimetria de informação mais elevada.

Os compradores não locais pagam mais pelas propriedades que os compradores locais e os compradores com um menor nível de informação usam a pesquisa do mercado e o financiamento para amenizar a informação. A assimetria de informação medida pela idade da habitação é um aspeto a levar em consideração. As propriedades residenciais antigas sofrem uma depreciação considerável, mas é entre os 5 e 10 anos que apresentam maior assimetria de informação. Nas propriedades residenciais mais antigas a maior parcela do seu valor corresponde ao valor do terreno.

A diferença que existe entre os preços de tabela e os preços de venda são influenciados pela assimetria de informação. O problema da assimetria de informação poderia diminuir, através da criação de bases de dados, com valores exatos dos negócios anteriormente efetuados, para assim haver maior facilidade de acesso à informação e se sentir o pulsar do mercado das diferentes zonas. O vendedor deverá ponderar o preço de equilíbrio, pois um preço elevado levará a um aumento de tempo no mercado por parte do imóvel e a um maior desconto no preço final de venda.

Os indivíduos dependem cada vez mais de especialistas para tomarem decisões no imobiliário, pois os especialistas têm informações valiosas que podem reduzir as distorções. Os agentes imobiliários vendem as suas próprias casas mais caras do que as dos seus clientes, havendo em contrapartida algumas habitações induzidas pelos seus agentes a uma venda excessivamente rápida e a um preço mais baixo.

No mercado imobiliário a persistência do preço por parte do vendedor resulta muitas vezes do peso da dívida que tem que ser liquidada (anterior), ou da diminuição de liquidez monetária que traria constrangimentos a novas compras. Assim, o preço no mercado imobiliário residencial está aprisionado a pagamentos ou investimentos futuros. A questão da assimetria de informação no mercado imobiliário não está só no seu impacto no justo valor, mas também em ser ético profissionalmente, reconhecendo que o mesmo só poderá derivar da aplicação de metodologias científicas e não em atitudes de conveniência dos *players* do mercado.

Uma conclusão da revisão da literatura é a de que existe uma clara predominância das contribuições das revistas das áreas económicas e do mercado urbano, havendo uma lacuna ampla nas revistas da área da contabilidade. Esta situação pode ser explicada pelo facto de grande parte dos estudos estarem concentrados numa abordagem económica, nomeadamente no impacto económico da assimetria no preço de venda da propriedade, na estratégia de preços no mercado imobiliário, na eficiência do mercado imobiliário, na relação entre mercado imobiliário e financeiro, entre outras, tendo ignorado o método do rendimento, método comparativo, a abordagem das externalidades, que podem seguir uma abordagem mais orientada para a valorização do imóvel, nomeadamente para o conceito do justo valor, e, como consequência, de maior contribuição para a ciência contabilística.

Uma outra conclusão é que os estudos sobre fiscalidade, que relacionam a avaliação imobiliária das autoridades financeiras e as suas repercussões e relações nas avaliações do mercado imobiliário, são surpreendentemente inexistentes. De referir que o facto de se ter utilizado a assimetria de informação como elemento de pesquisa poderá ter deixado de fora algumas contribuições importantes na área da valoração/avaliação económica e das externalidades, com ampla utilização dos métodos hedónicos, que são mais aprofundadamente divulgadas nas revistas de gestão, finanças e contabilidade.

Tendo em consideração os factos acima referidos, a perspetiva futura para investigação deve incluir metodologias contábeis que relacionam, por um lado, o valor do imóvel com o valor justo do mercado e ver quão distante estes são, de forma a avaliar se tal resultado pode ser explicado por seleção adversa, por depreciação imobiliária ou por falha de previsibilidade dos retornos no mercado imobiliário. Por outro lado, quão distante a política fiscal aplicada aos imóveis está do valor real do mercado, sobretudo em épocas de crise e de externalidades negativas associadas ao imóvel, o que traria um contributo elevado para a contabilidade, alicerçado no justo valor.

Um comentário final à subrepresentatividade da área da contabilidade e da fiscalidade nas referências bibliográficas é obrigatório. É notória a sobre representatividade das revistas da área de imobiliário e da economia na bibliografia. Uma explicação plausível para a dicotomia encontrada entre a economia e a contabilidade está no facto de grande parte dos estudos relacionados com a assimetria de informação serem/provirem de revistas clássicas,

mais representativas da economia, onde as revistas de contabilidade na altura eram praticamente inexistentes. Uma outra explicação pode estar no facto de as abordagens utilizadas para analisar a assimetria de informação serem econométricas, e menos baseadas no justo valor, o que lhes dá um maior foro económico e que representa um desafio amplo para a contabilidade na sua abordagem à assimetria da informação e à avaliação do justo valor.

REFERÊNCIAS

AGARWAL, S.; HAUSWALD, R. Distance and information asymmetries in lending decisions. **Working Paper**, Federal Reserve Bank of Chicago, 2006.

ANGLIN, P. The selling process: If, at first, you don't succeed, try, try, try again. **Working Paper**. University of Windsor, 2004.

ANGLIN, P.; RUTHERFORD, R.; SPRINGER, T. The trade-off between the selling price of residential properties and time-on-the-market: The impact of price setting. **Journal of Real Estate Finance and Economics**. v. 26, n. 1, p. 95-111, 2003. <http://dx.doi.org/10.1023/A:1021526332732>

ANGLIN, P.; WIEBE, R. Pricing in an illiquid real estate market. **Working Paper**. Department of Economics, University of Windsor, 2004.

ARNOLD, M. Search, bargaining and optimal asking prices. **Real Estate Economics**, v. 27, n. 3, p. 453-482, 1999. <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6229.00780>

CASE, K. E.; SHILLER, R. J. The efficiency of the market for single family homes, **American Economic Review**, v. 79, n. 1, p. 125-137, 1989.

CASE, K. E.; SHILLER, R. J. Forecasting prices and excess returns in the housing market. **Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association**, v. 18, n. 2, p. 253-273, 1990. <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6229.00521>

COMISSÃO DE NORMALIZAÇÃO CONTABILÍSTICA (CNC). **Directriz Contabilística n.º 13 – Conceito de justo valor**. Normas Contabilísticas Aplicáveis em Portugal. 1994.

COOPER, M.; DOWNS, D.; PATTERSON, G. Asymmetric information and the predictability of real estate returns. **Journal of Real Estate Finance and Economics**, v. 20, n. 2, p. 225-244, 2000. <http://dx.doi.org/10.1023/A:1007833506453>

COOPER, R.; ROSS, T. Prices, product qualities and asymmetric information: the competitive case. **Review of Economic Studies**. v. 51, p. 197-207, 1984. <http://dx.doi.org/10.2307/2297687>

CORGEL, J.; ROOS, J. Recovery of real estate returns for portfolio allocation. **The Journal of Real Estate Finance and Economics**, v. 18, n. 3, p. 279-296, 1999. <http://dx.doi.org/10.1023/A:1007728900308>

DAMODARAN, A.; LIU, C. Insider trading as a signal of private information. **The Review of Financial Studies**, v. 6, p. 79-119, 1993. <http://dx.doi.org/10.1093/rfs/6.1.79>

DU, Y.; HANSZ, J. Information asymmetry, market liquidity and the depreciation of residential property. **Working Paper**, The University of Texas at Arlington, 2006.

ELAYAN, F.; JINGYU, L.; MEYER, T. Accounting irregularities, management compensation structure and information asymmetry. **Accounting and Finance**, v. 48, p. 741-760, 2008. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-629X.2008.00266.x>

FAMA, E. Efficient Capital Markets II. **Journal of Finance**. v. 46, p. 59-76, 1991.

FU, Y. **A theory of housing price change and transaction volume**. In: AMERICAN REAL ESTATE AND URBAN ECONOMICS ASSOCIATION, San Francisco, 1996.

FU, Y.; NG, L. Market efficiency and return statistics: evidence from real estate and stock markets using a present-value approach. **Working Paper**. University of Wisconsin-Madison, 2000.

GARMAISE, M.; MOSKOWITZ, T. Confronting Information asymmetries: evidence from real estate markets. Center for Research in Security Prices (CRSP). **Working Paper** n. 507. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=199432> or DOI: 10.2139/ssrn.10.2139/ssrn.199432, 1999.

GARMAISE, M.; MOSKOWITZ, T. Brokerage, intermediation, and agency: the financing and pricing of commercial properties (May 2000). CRSP **Working Paper** n. 517. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=231468> or doi:10.2139/ssrn.231468, 2000.

GELTNER, D. Bias in appraisal-based returns. **Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association**, v. 17, n. 3, p. 338-352, 1989. <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6229.00495>

GENESOVE, D.; MAYER, C. Equity and time-to-sale in the real estate market. **American Economic Review**, v. 87, p. 255-269, 1997.

GENESOVE, D. Adverse selection in the wholesale used car market. **Journal of Political Economy**, v. 101, n. 4, p. 644-665, 1993. <http://dx.doi.org/10.1086/261891>

GYOURKO, J.; KEIM, D. What does the stock market tell us about real estate returns? **Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association**, v. 20, n. 3, p. 457-486, 1992. <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6229.00591>

HOSIOS, A.; PESANDO, J. Measuring prices in resale housing markets in Canada: Evidence and Implications. **Journal of Housing Economics**, v. 1, p. 303-317, 1991. [http://dx.doi.org/10.1016/S1051-1377\(05\)80015-4](http://dx.doi.org/10.1016/S1051-1377(05)80015-4)

KRAINER, J. A theory of liquidity in residential real estate markets. **Journal of Urban Economics**, v. 49, p. 32-53, 2001. <http://dx.doi.org/10.1006/juec.2000.2180>

KRAINER, J.; LEROY, S. Equilibrium valuation of illiquid assets. **Economic Theory**, v. 19, p. 223-242, 2002. <http://dx.doi.org/10.1007/PL00004214>

KRAINER, M.; SPIEGEL, M.; YAMORI, N. Asset price declines and real estate market illiquidity: evidence from Japanese land values. **Working Paper**, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2005.

LAI, T.; WONG, K. Appraisal smoothing: the other side of the story. **Real Estate Economics**, v. 26, n. 3, p. 511-535, 1998. <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6229.00755>

LAMBSON, V.; MCQUEEN, G.; SLADE, B. Do out-of-state buyers pay more for real estate? An examination of anchoring-induced bias and search costs. **Real Estate Economics**, v. 32, n. 1, p. 85-126, 2004. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1080-8620.2004.00085.x>

LEVITT, S.; SYVERSON, C. Market distortions when agents are better informed: a theoretical and empirical exploration of the value of information in real estate transactions. **Working Paper**, University of Chicago, 2002.

LEVITT, S.; SYVERSON, C. Market distortions when agents are better informed: the value of information in real estate transactions. **NBER Working Paper 11053**, 2005.

LIAO, L. **Information asymmetry of fair value accounting and loan loss provisions**

during the global financial crisis. Thesis submitted in fulfillment of the requirements for the degree of Master of Philosophy at The University of New South Wales, 2010.

MACANHAN, V. **A avaliação de imóveis pelos métodos económico-financeiros.** Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Itajubá, Itajubá, 2002.

MAIER, G.; HERATH, S. Real estate market efficiency: a survey of literature. **Working Paper.** Institut für Regional und Umweltwirtschaft, Institute for the Environment and Regional Development. Vienna University of Economics and Business, 2009.

MEI, J.; GAO, B. Price reversal, transaction costs, and arbitrage profits in the real estate securities market. **Journal of Real Estate Finance and Economics**, v. 11, p. 153-165, 1995. <http://dx.doi.org/10.1007/BF01098659>

MILGROM, P.; STOKEY, N. Information, trade and common knowledge. **Journal of Economic Theory**, v. 26, p. 17-27, 1982. [http://dx.doi.org/10.1016/0022-0531\(82\)90046-1](http://dx.doi.org/10.1016/0022-0531(82)90046-1)

QUAN, D.; TITMAN, S. Do real estate prices and stock prices move together? An international analysis. **Real Estate Economics**, v. 27, n. 2, p. 183-207, 1999. <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6229.00771>

SCHETTINO, T. **Inclusão social e “assimetria de informação” no sistema de ensino superior brasileiro: uma análise comparativa.** Dissertação de Mestrado em Sociologia com concentração em Antropologia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.

SHAPIRO, C. Premiums for high quality products as returns to reputations. **Quarterly Journal of Economics**, v. 98, p. 659-79, 1983. <http://dx.doi.org/10.2307/1881782>

STEIN, J. Prices and trading volume in the housing market: a model with downpayment effects. **Quarterly Journal of Economics**, v. 110, p. 379-406, 1995. <http://dx.doi.org/10.2307/2118444>

STIGLITZ, J. The theory of "screening", education, and the distribution of income. **American Economic Review**, v. LXV, p. 283-300, 1975.

STIGLITZ, J.; BRECE, G. Asymmetric information and the new theory of the firm: financial constraints and risk behaviour. **American Economic Review**, paper n. 3359, 1990.

TAVARES, F. **Avaliação imobiliária: entre a ciência da avaliação e a arte da apreciação.** Tese de Doutorado, Universidade de Aveiro, DEGEI, 2011.

TAVARES, F.; MOREIRA, A.; PEREIRA, E. Avaliação imobiliária sob a perspectiva das externalidades: uma revisão da literatura. **Revista Universo Contábil**, v. 6, n. 3, p. 96-113, 2010. <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.2010324>

WANG, J. A model of competitive stock trading volume. **Journal of Political Economy**, v. 102, p.127-168, 1994. <http://dx.doi.org/10.1086/261924>

WHEATON, W. Vacancy, search, and prices in a housing market matching model. **Journal of Political Economy**, v. 98, p. 1270-1292, 1990. <http://dx.doi.org/10.1086/261734>

WIT, E.; KLAUW, B. Asymmetric information and list price reductions in the housing market. **Tinbergen Institute Discussion Paper**, 2010.

YAVAS, A.; YANG, S. The strategic role of listing price in marketing real estate: theory and evidence. **Real Estate Economics**, v. 23, n. 3, p. 347-368, 1995. <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6229.00668>