11ª Conferência Internacional da LARES
Centro Brasileiro Britânico, São Paulo - Brasil
14, 15 e 16 de Setembro de 2011

"MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO: DEMANDA POR CRÉDITO E A SECURITIZAÇÃO COMO ALTERNATIVA DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS"

Roberto Ferreira Mendes, IPT, Av. Conselheiro Rodrigues Alves, 457/92 Vila Mariana São Paulo/SP – Brasil.
rf-mendes@uol.com.br

RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar a capacidade de financiamento habitacional da poupança do Brasil, demonstrando ao final a possibilidade de faltar recursos financeiros para este mercado a partir do ano 2013. O resultado da pesquisa de campo aponta a possibilidade de em dezembro de 2014 o saldo de poupança no país estar comprometido além do mínimo previsto de 65% de aplicação somada à margem de 15 % de recursos livres pelo sistema conhecido como MAPA 4.
Diante da situação descrita anteriormente, propõe expor as características e alternativa de captação e financiamento por meio do sistema de securitização, abordando o fluxograma de negociação de derivativos das *securities*, riscos da operação e a inadimplência do mercado habitacional.
Em seguida uma breve abordagem sobre os *covered bonds*, uma extensão da securitização como alternativa de captação de recursos, comum na comunidade européia e EUA, que além das características semelhantes à nossa LH e LCI, se traduzem em segurança para as partes envolvidas por contar com pontos principais para a construção do modelo do produto: regime jurídico específico, regulação das instituições financeiras emitentes e elegibilidades dos ativos definida em lei.

PALAVRAS-CHAVE: Mercado habitacional, Investimentos, Securitização, covered bonds

11ª Conferência Internacional da LARES
Centro Brasileiro Britânico, São Paulo - Brasil
14, 15 e 16 de Setembro de 2011

"BRAZILIAN REAL ESTATE MARKET: DEMAND FOR ALTERNATIVE LOAN SECURITIZATION AND FUNDRAISING"

ABSTRACT

The objective of this study is to analyze the capacity of housing finance savings of Brazil, demonstrating to end the possibility of missing financial resources to this market from the year 2013. The result of field research points to the possibility in December 2014 the balance of savings in the country to be committed beyond the minimum of 65% of application plus the 15% margin of free resources by the system known as MAPA 4.
Given the situation described above, describe the characteristics and proposes alternative funding and financing through the securitization system, addressing the flow chart of derivatives trading of securities, and default risks of the operation of the housing market.
Then a brief overview on the covered bonds, an extension of securitization as an alternative fundraising, common in the European community and USA, which in addition to features similar to our LH and LCI translate into security for the parties involved for having main points for building product model: specific legal regime, regulation of financial institutions and issuers of asset eligibility defined by law.

KEYWORDS: Housing market, Investment, Securitization, Covered Bonds

I. CRÉDITO IMOBILIÁRIO NO BRASIL

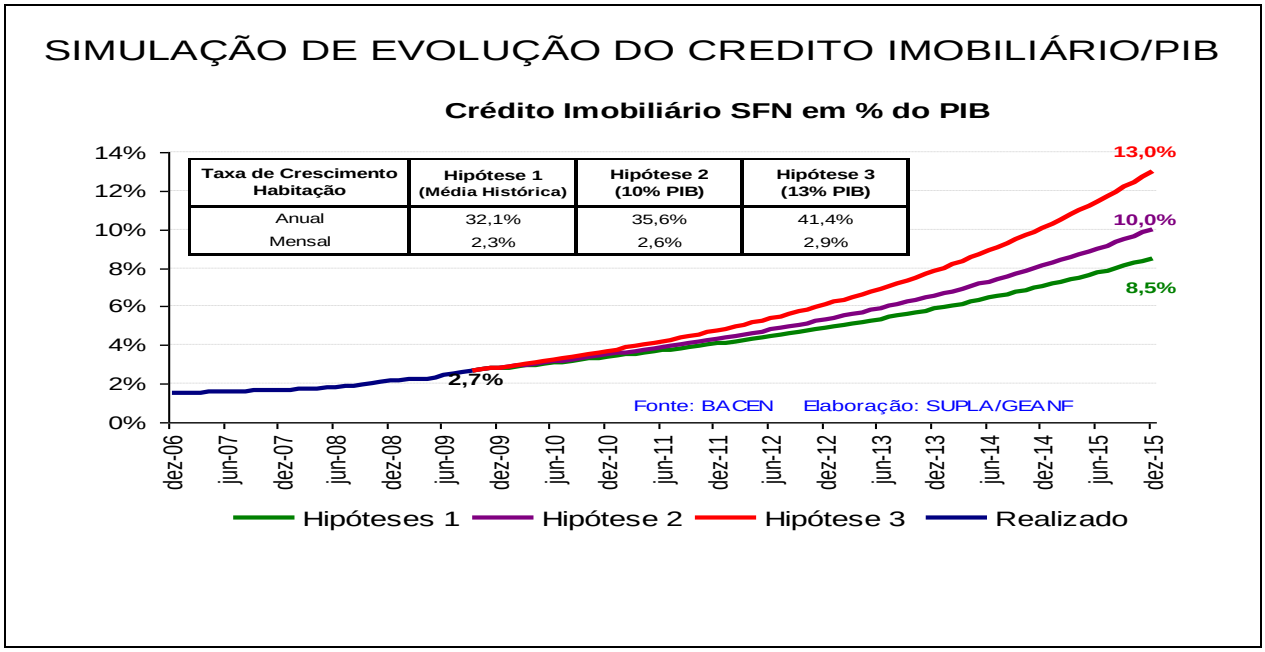
Segundo dados da CAIXA ECONÔMICA FEDERAL (Jornal da CAIXA jun/2010), no primeiro quadrimestre de 2010 foram aplicados cerca de R$ 14,3 Bilhões em habitação para a classe média, os valores captados do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos - SBPE. No mesmo período, o montante dos depósitos em poupança no SBPE atingiu a marca de R$ 262 Bilhões.

Seguindo esta tendência de crescimento da demanda por financiamento imobiliário, o Brasil tem aplicado 2,7 % do PIB (BACEN 2010) no mercado habitacional, logo poderá ter necessidade de buscar alternativas de captação de recursos, em função do desequilíbrio gerado entre a captação de poupança e o investimento no mercado imobiliário de pessoas físicas, saldo acumulado e aplicação de recursos em financiamentos habitacionais. Os derivativos[1] e securitização de recebíveis[2] são opções utilizadas no país, no entanto não contam com características de segurança a exemplo das garantias do emissor dos papéis. Com semelhanças aos LH e LCI praticados na securitização brasileira, os *covered bonds* europeus se apresentam como alternativa ao mercado brasileiro como forma de *funding* para instituições financeiras. O quadro a seguir representa as projeções da evolução do crédito imobiliário no país em relação ao PIB, baseado em taxas de crescimento mensais e anuais no mercado Brasileiro de imóveis residenciais até o mês de dezembro de 2015, quando a relação PIB x Crédito Imobiliário poderá superar a marca de 13%.

[1] Instrumento financeiro cujo preço de mercado deriva do preço de mercado de um bem ou de outro instrumento financeiro. Operação do mercado financeiro em que o valor das transações deriva do comportamento futuro de outros mercados, como o de ações, câmbio ou juros.
Fonte: CVM

[2] Operação financeira que vincula os créditos originários de contratos financeiros, de mútuo, de locação ou outros ativos a valores mobiliários negociáveis em mercados organizados.

FIGURA I – SIMULAÇÃO DA EVOLUÇÃO DO CRÉDITO IMOBILIÁRIO / PIB



FONTES: BACEN, CAIXA – 2010

O Brasil é também um dos países com menor participação do mercado de capitais no financiamento imobiliário, com aproximadamente 2,3% do crédito imobiliário veio do mercado; nos EUA, os valores chegam a 63%, e no México os valores chegam a 8% (IBDA – Fórum da Construção). Portanto deve-se identificar por meio da análise das tendências históricas a possibilidade de o saldo de poupança ser ultrapassado pelo volume necessário de recursos para investimentos em financiamento habitacional, bem como buscar alternativas que possam suprir a necessidade de financiamento.

Para estudar-se a possibilidade de escassez de recursos de poupança para investimentos na área de habitação e determinação da alternativa de captação, deve-se analisar:

- Mercado habitacional e estatísticas sobre financiamento habitacional no país, capacidade de poupança e demanda por financiamentos imobiliários para os próximos 03 anos.
- Securitização, fluxograma da negociação de *securities* no Brasil e riscos e inadimplência do mercado.

- Produtos inéditos no país, a exemplo do coverd bonds, suas características e necessidade de alteração na legislação brasileira para a sua adoção no país.

II. O MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO

O Brasil tem hoje, elevado volume de contratos em hipotecas, baixa taxa de inadimplência, entre 1,20 % nas CAIXAS ECONÔMICAS e 24,45 % nas instituições privadas (BACEN – 2010[3]) e nível de padronização de contratos, apropriados para a securitização.

(CAIXA- COI 2010).Uma das propostas é repetir o sucesso das empresas brasileiras que abriram capitais e buscar recursos para o financiamento da compra de imóveis no mercado de capitais, incluindo o uso de derivativos, como ocorre nas principais economias do mundo. (IBDA -2010).

Para atrair o dinheiro dos fundos de pensão e de investimento, os empréstimos têm de passar pelo processo de padronização e conformidade dos contratos, chamados de securitização, em que são convertidos em título com liquidez no mercado. Uma dívida de 30 anos vira um papel com preço, variando de acordo com o *rating*[4] dado por agência de risco, oferta e demanda. (Universidade Caixa – Curso sobre Cambio e Comércio Exterior - 2010)

Um dos principais clientes para estes papéis, os fundos de investimento, tem interesse em opções de baixo risco de crédito, inadimplência em média torno de 1,20% (BACEN 2010) com ganho superior ao dos títulos do governo.

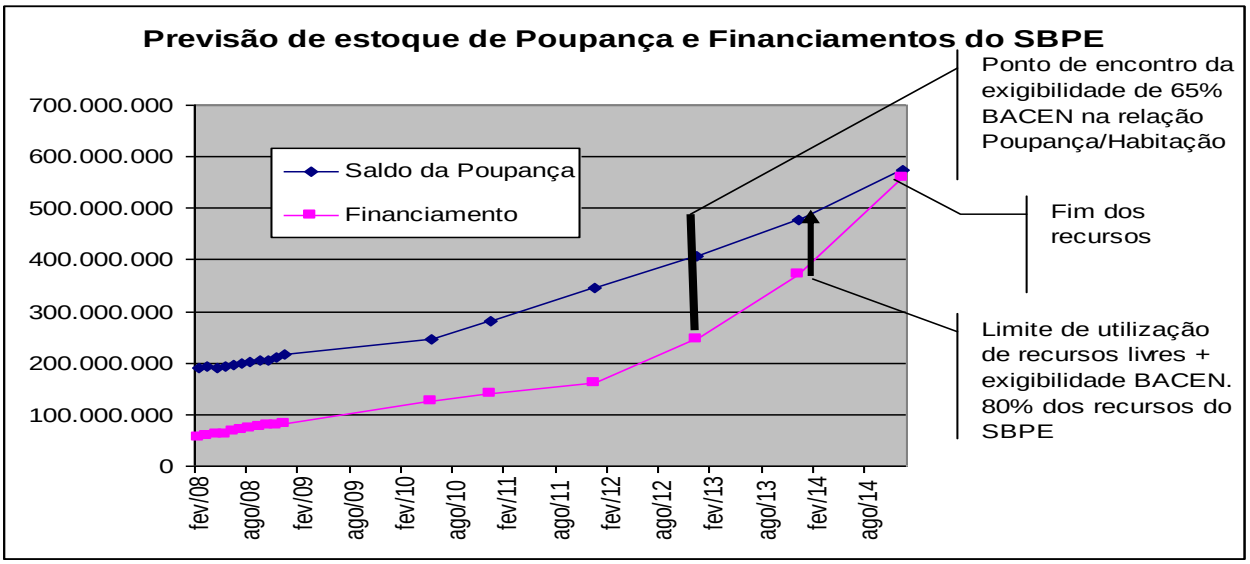
O gráfico a seguir, apresenta um estudo em que pode o Brasil atingir até o fim do ano de 2014 a marca de R$ 560 Bilhões em investimentos habitacionais, comprometendo até 65 % do estoque em poupança no ano de 2013 (MAPA 4[5]) e exaurindo completamente os recursos em 2014.

[3] Disponível em www.bcb.gov.br/fis/SFH/port/est2010/04/quadro314.pdf para atrasos acima de 03 meses.

[4] A notação de risco de crédito ou *rating* de crédito *(credit rating)* é uma avaliação do risco de crédito de uma empresa ou país que emite dívida (notação de emitente) ou dos instrumentos de dívida emitidos (notação de instrumento). As notações de risco de crédito são elaboradas por agências de notação de risco e apresentadas de forma facilmente assimilável pelos investidores.

[5] Os recursos captados em depósito de poupança pelas entidades que fazem parte do SBPE têm direcionamento obrigatório e definido pelo CMN, conhecido como MAPA 4.

GRÁFICO I – PREVISÃO DE ESTOQUE DE POUPANÇA E FINANCIAMENTOS DO SBPE 2010



FONTE: BACEN, adaptação do autor (Jul/2010)

De acordo com o BACEN (Resolução 1980/93 e 3005/02) foram criadas as regras de direcionamento dos recursos captados em poupança pelas instituições integrantes do SBPE, estabeleceu-se que os recursos devem obedecer as seguintes normas de distribuição, no mínimo:

- 20 % destinados ao depósito compulsório,
- 15% destinação livre;
- 65% para crédito imobiliário.

Esta obrigatoriedade faz com que os setores de baixa atratividade tenham recursos disponíveis, visando garantir o provimento a pessoas que, de outra forma não teriam acesso ao crédito. Diante destas regras os bancos mudam suas estratégias de crédito, pois há penalidades quando do descumprimento, incorrendo indiretamente em elevação do *spread*[6] sobre os créditos livres. Os

[6] ***Spread*** refere-se à diferença entre o preço de compra(procura) e venda(oferta) da mesma ação, título ou transação monetária. Por exemplo, se comprarmos uma ação na bolsa de valores a 10 centavos e a vendermos a 1 real, temos um spread de 90 centavos. Grande parte do lucro obtido pelos corretores de títulos advém desta diferença.

recursos não aplicados devem ser recolhidos em moeda corrente ao BACEN no dia 15 de cada mês.

I.1. Captação de Recursos no Brasil

Diante do cenário apresentado no gráfico I, o mercado de crédito imobiliário e captação de poupança no Brasil poderão entrar em um cenário de escassez de recursos, dada à necessidade de atendimento ao MAPA 4 – BACEN.

Neste cenário, o recolhimento do compulsório ao BACEN, atualmente na ordem de 20 % sobre os recursos captados, comprometeria a demanda de créditos até agosto de 2014.

Com a possibilidade de exclusão de recursos do balanço através da venda de ativos, a securitização de recebíveis é uma alternativa, ainda pouco utilizada no país, de promover a captação de recursos pelas instituições de crédito.

III. SECURITIZAÇÃO E COVERED BONDS

A palavra securitização foi adaptada do inglês "securitization" que se refere ao termo *securities*, transmitindo a idéia de utilizar ou criar valores mobiliários. (CVM - 2010).

Até a década de 1970, as opções de financiamento habitacional no mercado dos EUA eram custeadas principalmente por meio de instituições de poupança e empréstimo, assim como acontece no mercado imobiliário do Brasil.

Ao mesmo tempo, a alta das taxas de juros fez surgir um problema de descasamento entre captações e aplicações das empresas de crédito, que emprestavam a taxas reguladas. Quando a inversão da curva de rendimentos inverteu-se, o descasamento de prazos entre captações (curtos) e empréstimos (longos) aprofundou a erosão do patrimônio dessas instituições. (Torres Filho).

Segundo BAUN (1996), na metade dos anos 1970, o mercado americano identificou o cruzamento das linhas gráficas entre a capacidade de o sistema custear a demanda crescente por moradias no fim dos anos 70 e começo dos 80, a questão fundamental não era o custo do dinheiro, e sim se este estaria disponível, a provável escassez de capital para financiamento era o ponto de partida para a securitização.

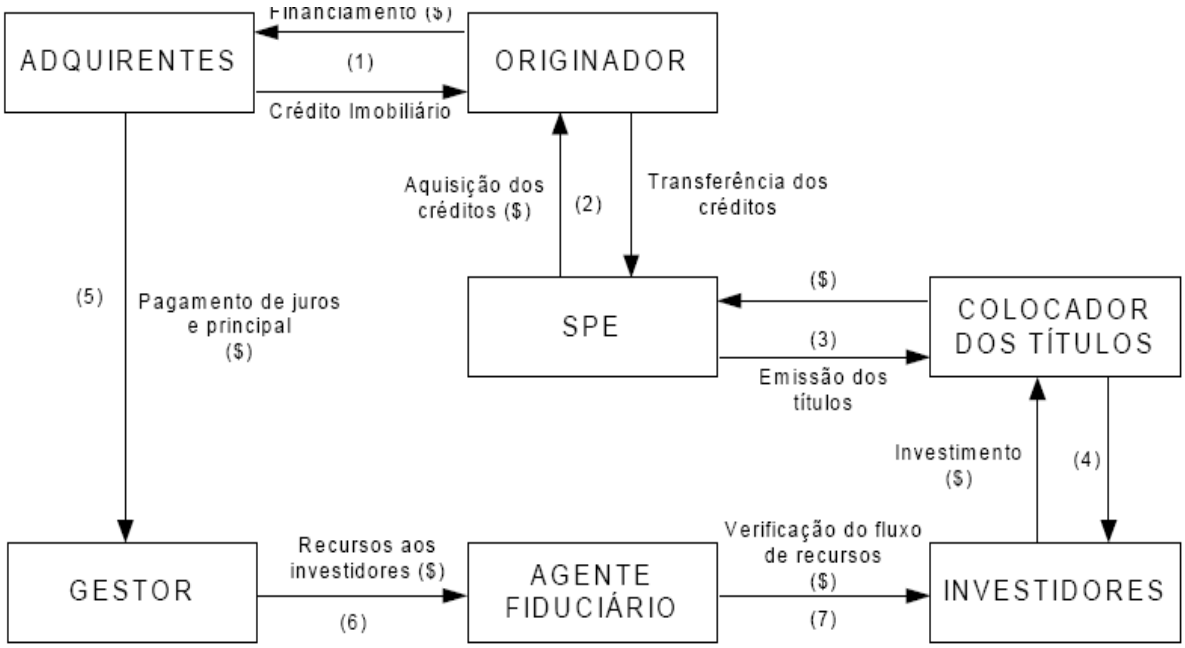
No Brasil, após 40 anos, a situação possibilidade de faltar recursos financeiros para atender á demanda por financiamento imobiliário que se aproxima, impõe às instituições de crédito a necessidade de buscar alternativas ao custeio de investimentos via poupança e captação. A projeção dos investimentos em habitação *versus* volume de captação da poupança, conforme dados coletados no Gráfico I, apresenta a curva ascendente e de possível colisão. Segundo a CAIXA, o montante de financiamento até março de 2010 é de R$ 127 Bilhões e a perspectiva de contratação de mais R$ 43,2 Bilhões até dezembro de 2010 poderá atingir a marca de R$ 170 Bilhões. (BACEN, 2010), diante do crescimento identificado no Gráfico I, teríamos início do processo de crise por escassez de recursos para financiamento ao mercado habitacional.

Segundo Moraes (2008), pode-se trabalhar com duas formas de securitização: i) Securitização Parcial, a qual não utiliza a SPE[7] – Sociedade de Propósito Específico; ii) e a Securitização Efetiva, que terá uma SPE vinculada.

A securitização de créditos no Brasil é um fenômeno recente, as primeiras operações registradas aconteceram no início da década de 90, através das empresas Embratel e Varig (Universidade CAIXA- 2010). A Embratel "securitizou" o fluxo futuro de créditos que teria com a empresa americana AT&T, a mesma estratégia foi seguida pela VARIG, que "securitizou" seus créditos futuros com a venda de passagens aéreas feitas no exterior e pagas com cartão de crédito. (Universidade CAIXA – 2010).

Uma característica da securitização é que não se trata de opção de captação de recursos restrita às instituições financeiras. Pulino (2008) cita que o mercado financeiro compra lotes de contratos imobiliários padronizados de empresas que necessitem de capital de giro, podendo, por exemplo, uma incorporadora vender no mercado seus contratos imobiliários, sendo a compra restrita as instituições financeiras e os Certificados de Recebíveis Imobiliários as (CRI) restrito às companhias securitizadoras.

FIGURA 2- FLUXOGRAMA DE NEGOCIAÇÃO DE SECURITIZAÇÃO NO BRASIL



FONTE: Moraes - 2002

Para melhor entendimento do fluxograma, a interpretação abaixo poderá acompanhar o passo a passo da negociação de securitização no Brasil:

Os clientes adquirem imóveis juntos às instituições do SFI (Bancos, Caixas, incorporadores e companhias hipotecárias). Quando As operações realizadas entre os clientes (devedores) e os agentes do SFI (credores) geram Direitos de Créditos Imobiliários no âmbito do SFI.

As instituições cedem os Direitos de Crédito e, portanto, o fluxo financeiro associado para a Securitizadora. Esta por sua vez contrata um *Servicer*[8] para fazer uma análise da carteira de Direitos de Créditos; Este profissional também se responsabiliza pelo recebimento dos Direitos de Crédito e pelo repasse dos recursos à Securitizadora.

[7] A SPE é uma sociedade com personalidade jurídica, escrituração contábil própria e demais características comuns às empresas limitadas ou S/A.

Para levantar *funding*[9] para pagar pelos Direitos de Crédito a securitizadora deve registrar na CVM uma emissão de CRI.

Caso a emissão seja dentro do Regime Fiduciário, faz-se necessária a contratação de um Agente Fiduciário para supervisionar a operação. Sendo necessária também a contratação de uma agência de classificação de risco para emitir o *rating* da operação.

Após o registro da emissão, a securitizadora emite os CRI, colocando-os junto aos investidores no Mercado de Capitais. A colocação dos CRI capta recursos dos investidores para a Securitizadora que os utiliza para pagar pelos Direitos de Crédito.

Os CRI são registrados num Mercado de Balcão Organizado para serem negociados no mercado secundário. Ao longo da operação, o fluxo financeiro dos direitos de crédito é pago diretamente à Securitizadora, que utiliza os recursos para remunerar os investidores de acordo com o estabelecido no Termo de Securitização.

As LH e as LCI caracterizam-se por serem títulos de renda fixa com lastro em financiamentos imobiliários, esta última foi criada com o propósito de substituir a primeira, uma vez que aceita como lastro , créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de bem imóvel, sendo que as LH somente aceitam a hipoteca.

Semelhantes às LH e LCI, os *covered bonds* emitidos na Comunidade Européia e Estados Unidos, se apresentam como alternativa mais viável para concorrer com a poupança no Brasil, no entanto, a efetiva introdução dos *covered bonds* como títulos de captação de recursos e incentivo ao crédito imobiliário no país dependerá da criação de nova espécie de privilégio creditório, que por sua vez pressupõe regulamentação legislativa expressa e específica para o tema.

As principais características (Silva, 2010) do covered bonds são: i) emissor deve ser instituição financeira que pode atuar no mercado de crédito imobiliário, sujeita à supervisão bancária especial; ii) detentores dos títulos devem ter direitos de forma prioritária sobre *pool* de ativos em relação aos demais credores da instituição, em caso de insolvência do emissor; iii) instituição emissora deverá possuir ativos suficientes para cobrir os direitos dos detentores dos títulos durante todo o tempo de maturidade dos bônus; e iv) designação de monitor independente para assegurar as obrigações da

[8] Uma organização que recolhe principal e os juros de pagamentos de devedores e administra suas contas bloqueadas.
[9] Conversão de uma dívida de curto prazo em uma dívida de longo prazo.

instituição emissora em relação aos ativos elegíveis de forma a garantir os direitos dos investidores, com aprovação do supervisor bancário.

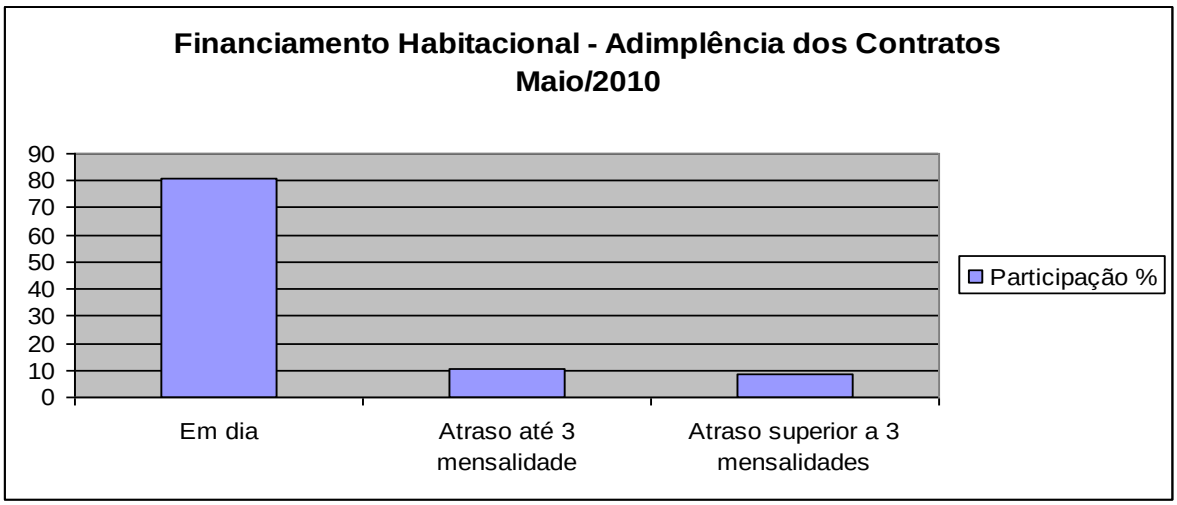
I.1. RISCOS DA SECURITIZAÇÃO

Antes de se discutir o desenvolvimento no mercado de financiamento imobiliário e estruturar ações de novas modalidades devem ser útil considerar os riscos inerentes ao mercado. Dentre os vários riscos estudados no Brasil, cinco se destacam em grau de importância, quais sejam:

- Risco de Crédito: Trata-se de risco que o tomador de recursos entre em *default*[10] ou seja, o risco de um conjunto de acontecimentos que levem os tomadores a não cumprirem as obrigações contratuais. Para as hipotecas seguradas por agências governamentais esse risco atinge grau mínimo, no entanto para as hipotecas seguradas por instituições privadas, o risco é repassado às seguradoras. No Brasil ainda não se encontra instituições dispostas a esse risco, operação muito explorada em outros mercados como nos Estados Unidos.

[10] Falta, omissão, negligência. Qualquer dívida não paga de acordo em seus termos.

GRÁFICO 2 - INADIMPLÊNCIA NO SISTEMA FINANCEIRO DA HABITAÇÃO



FONTES**:** BACEN SFH, Adaptação do autor– Agosto/2010

Segundo Goldfajn (2010) no mercado brasileiro, três fatores são levados em consideração ao analisar o risco de crédito para a concessão de empréstimos habitacionais:

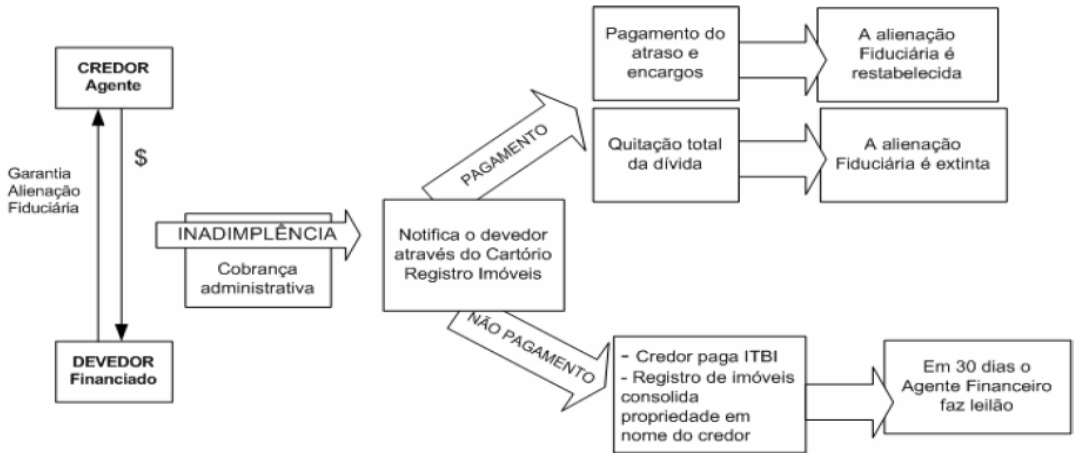
Capacidade de liquidar a dívida contraída; Conhecida como DTI – *Debit To Income*, é a relação de valores entre a renda do devedor e a prestação do financiamento, tem a característica de gestão incerta por se tratar de dívida de longo prazo, sendo que a renda poderá alterar durante o contrato.

Probabilidade de liquidar o empréstimo; Neste caso, também subjetivo, avalia-se o histórico do tomador, verificando como este trabalhou o pagamento de dívidas anteriores.

Valor do imóvel a ser adquirido (garantia real), conhecida como LTV - *LOAN TO VALUE* é o fator mais importante na avaliação de risco, por estar diretamente associado aos riscos de inadimplência. Quanto maior o fator valor do imóvel em relação à dívida, menor será o LTV, assegurando ao longo do contrato a possibilidade de o valor do imóvel cobrir a inadimplência na eventual venda. Outro fator de importante observação é a relação tempo de financiamento, quanto mais recente for à carteira maior será a LTV e o risco associado.

Pode levar em consideração ainda alguns fatores como à ocupação do imóvel, sendo que um bem utilizado para moradia tem risco associado menor que um bem utilizado para lazer. Pulino (2008) Cita que a alienação fiduciária é o mais recente instrumento (Lei 9514/97) de recuperação de bem imóvel; possibilita ao tomador do crédito a transferência temporária do direito de propriedade como garantia da existência de uma dívida, com o impedimento legal de venda.

FIGURA 3 - FLUXO DA ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA EM CASO DE INADIMPLÊNCIA



FONTE: Moraes 2002 p.101

- Risco de Preço: O valor de uma hipoteca move em direção oposta à variação da taxa de juros. Quando prefixada seu preço move em direção oposta à taxa de juros nominais. Se indexada, seu preço variará em direção oposta à variação da taxa de juros reais. Caso seja indexada às taxas de juros como SELIC, CDI, ANBID etc., o preço se manterá estável, ou seja, sem variação. (Carneiro, Goldfajn. 2000 p.6)
- Risco de Descasamento: O risco de descasamento está diretamente associado ao ritmo de valorização dos passivos e ativos, se o índice que corrige o ativo de uma instituição for diferente do índice que corrige o passivo que o financia, os riscos serão caracterizados em lucros ou prejuízos nas duas hipóteses, conforme exemplo:

Captação via poupança (TR + 6% a.a.) e financiamento de longo prazo com taxa IGP-M (5,68 % junho/2010) + 12% a.a., neste tipo de financiamento o resultado será negativo quando a valorização do ativo for inferior a valorização das fontes de financiamento. Trata-se apenas de uma ilustração, o mercado financeiro atual do país, sólido, não vislumbra tal possibilidade.

- Risco de Liquidez: Este risco está diretamente relacionado com o mercado secundário, quanto menor a participação deste mercado, maior o risco, notadamente existe expectativas de expansão no mercado secundário de securitização, reduzindo, em tese esta modalidade de risco.
- Risco de Pré- Pagamento: Atualmente as duas fontes desta modalidade de risco foram

minimizadas com a adoção da hipoteca nos financiamentos, facilitando a retomada do bem imóvel em caso de inadimplência, neste caso o agente financeiro tomará posse do bem que será colocado à venda, observado o LTV, o risco será reduzido. A outra fonte de refere-se à possibilidade de pré-pagamento do financiamento, como ocorre nos EUA. Em relação a esta modalidade o agente financeiro comprará um seguro de crédito que lhe garanta o cumprimento integral do contrato firmado com o devedor. Ficando o risco a cargo da seguradora, pool de seguradoras ou a instituição que assuma o risco.

Importante observar que, ainda que dotados de características como lastro diversificado, padronização de contratos e *rating* elevado, as obrigações provenientes de recebíveis securitizados estarão sujeitas aos riscos listados anteriormente, minimizados no caso dos bons, por ser assistido por legislação específica.

II. CONCLUSÃO/COMENTÁRIOS FINAIS

A demanda por crédito imobiliário no Brasil surpreende a cada mês, em uma previsão mais otimista, com crescimento de 2,90% ao mês ou 41,40% ao ano, o mercado brasileiro atingiria a marca de 13% do PIB nacional até dezembro de 2015. Neste caso, anteciparia para 2013 a possível escassez de recursos de poupança para financiamento no mercado imobiliário, comprometendo os 65% dos recursos específicos para este mercado, além dos 15% de livre movimentação impostos pelo BACEN.

Em um mercado consolidado, com taxa de inadimplência conhecida e controlada, política de garantia real, a exploração mais consistente da securitização e a extensão desta com a introdução do produto de *funding* *Covered Bonds* no país, se apresentam como alternativas de captação imediata e elevação da capacidade financeira do mercado, além proporcionar maior abertura de mercado de seguros para títulos securitizados.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CANÇADO, Thais Romano; GARCIA, Fabio Gallo. Securitização no Brasil. São Paulo: Atlas, 2007.

CARNEIRO, D.D. Goldfajn I; A Securitização de Hipotecas no Brasil. Texto para Discussão 426: Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica – PUC, Rio de Janeiro - 2000

CARVALHO, F. et alli. Economia Monetária e Financeira. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MARTINS, A.; PINTO, L. On The Structure and Advantages of Securitisation of Credit Portfolios. Revista de Economia e Administração / IBMEC São Paulo. Vol. 1, 2002. São Paulo, 2002

MORAES, D. Carrasqueira. O SFI: A Securitização como Instrumento de Fomento do Crédito Imobiliário. Dissertação (Mestrado), FEA / USP. São Paulo - 2008

PULINO, M.V. Zanlorenzi. O Custo de Capital em Operações de Securitização de Recebíveis de Empresas Não-Financeiras Por Meio da Emissão de Quotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDCS,
Dissertação (Mestrado em Administração), FGV São Paulo – 2008

SILVA I.F.B.Rosa. Covered Bond: Alternativa de funding para o mercado imobiliário brasileiro? III Prêmio Abecip de Monografias de Crédito Imobiliários e Poupança. Brasília-2010exte
TORRES F.E.Teixeira. Entendendo a Crise do Subprime. Visão do Desenvolvimento.
Rio de Janeiro, v. 44, p. 1-9, 2008.

www.abecip.com.br
Disponível em: www.abecip.org.br/
Acesso em 01 de julho de 2010

BACEN**.** Banco Central do Brasil. (a)
Disponível em: www.bacen.gov.br
Acesso em 17 de junho de 2010

BACEN. Banco Central do Brasil. (b)
Disponível: www.bcb.gov.br/rex/LegCE/Port/ftp/Capitais_Estrangeiros_no_Brasil-
Acesso em 16 de julho de 2020

BACEN**.** Banco Central do Brasil. (c) Disponível em
www.bcb.gov.br/rex/LegCE/Port/ftp/Capitais_Estrangeiros_no_Brasil- Acesso em 16 de julho de 2010

CMN/BACEN 2.907/01 - Res. - Resolução CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL - CMN (BACEN) nº 2.907 de 29.11.2001
D.O.U. 03.12.2001 CVM. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em:
www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos/inst/inst414consolid.doc
Acesso em 15 de julho de 2010.

IBDA. Instituto Brasileiro de Desenvolvimento da Arquitetura. Disponível em:
www.forumdaconstrucao.com.br Acesso em 01 de agosto de 2010.

NRA – **Núcleo de Real Estate da FIA.** Disponível em
www.realestate.br/file/arquivosDF/Fernando_Claudio.psf
Acesso em 15 de junho de 2010