

**Universidade de Brasília – UnB  
Faculdade de Direito**

**DAVI ORY PINTO BANDEIRA**

**O ESTADO, A FUNÇÃO SOCIAL DA PROPRIEDADE E A FINANCEIRIZAÇÃO  
DO MERCADO IMOBILIÁRIO**

*The State, The Social Function of Property, and the Financialization of the Real Estate Market*

Brasília  
2023

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA  
FACULDADE DE DIREITO

**O ESTADO, A FUNÇÃO SOCIAL DA PROPRIEDADE E A FINANCEIRIZAÇÃO  
DO MERCADO IMOBILIÁRIO**

Autor: Davi Ory Pinto Bandeira

Orientador: Frederico Henrique Viegas de Lima

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre, no Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília, linha de pesquisa de *Transformações da Ordem Social e Econômica e Regulação*.

Brasília, 20 de dezembro de 2023.

# FOLHA DE APROVAÇÃO

DAVI ORY PINTO BANDEIRA

## **O ESTADO, A FUNÇÃO SOCIAL DA PROPRIEDADE E A FINANCEIRIZAÇÃO DO MERCADO IMOBILIÁRIO**

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre, no Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília, linha de pesquisa de Transformações da Ordem Social e Econômica e Regulação.

Aprovada em: \_\_\_\_ de \_\_\_\_\_ de \_\_\_\_\_.

### BANCA EXAMINADORA

---

Prof. Dr. Frederico Henrique Viegas de Lima  
(Orientador – Presidente)

---

Prof. Dr. Hércules Alexandre da Costa Benício  
(Membro)

---

Prof. Dr. Carlos Eduardo Elias de Oliveira  
(Membro)

---

Prof. Dr. João Costa Ribeiro Neto  
(Suplente)

## **Agradecimentos**

Dedico estes agradecimentos ao meu orientador, Prof. Dr. Viegas; e a Sandra, Nehemias, Bruna, Laura; Vieira, Mateus, Lucas, Camila, Geórgia, Alberto, Ana, Natalie, Pedro, Maria Eduarda e Júlia. Cada um de vocês teve importância nesta longa jornada até a conclusão deste trabalho. Sem o suporte que recebi, nada disso seria possível.

## **FICHA CATALOGRÁFICA**

BANDEIRA, Davi Ory Pinto O ESTADO, A FUNÇÃO SOCIAL DA PROPRIEDADE E A FINANCEIRIZAÇÃO DO MERCADO IMOBILIÁRIO / Davi Ory Pinto BANDEIRA; orientador FREDERICO HENRIQUE VIEGAS DE LIMA. -- Brasília, 2023. P. 224  
Dissertação(Mestrado em Direito) -- Universidade de Brasília, 2023. 1. Financeirização. 2. Estado. 3. Mercado imobiliário. 4. Função social da propriedade. 5. Direitos de propriedade. I. VIEGAS DE LIMA, FREDERICO HENRIQUE, orient. II. Título.

## **REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA**

BANDEIRA, Davi Ory Pinto. (2023). O ESTADO, A FUNÇÃO SOCIAL DA PROPRIEDADE E A FINANCEIRIZAÇÃO DO MERCADO IMOBILIÁRIO. Dissertação de Mestrado em Direito, Faculdade de Direito, Universidade de Brasília, Brasília, DF, número de páginas p.224.

## RESUMO

A complexidade dos direitos de propriedade, seu desenvolvimento ao longo dos séculos e a interação entre Estado, mercado e propriedade formam o núcleo deste estudo. Desde a origem dos Estados nacionais, a estabilidade jurídica e o crédito desempenharam papéis cruciais na institucionalização da propriedade, sendo vitais para a sobrevivência de nações emergentes em tempos de conflitos. As revoluções burguesas delinearam as bases do Estado liberal, catalisando um desenvolvimento econômico acelerado após a revolução industrial. Contudo, o individualismo e patrimonialismo deste modelo geraram barreiras significativas à distribuição equitativa dos benefícios econômicos, conduzindo a esforços teóricos para reformular a compreensão do Estado e sua função. Com o avanço dessas complexidades, contribuições significativas de economia e sociologia, apoiadas por teorias como positivismo, marxismo e funcionalismo, fundamentaram debates para a reforma do Estado. A Nova Economia Institucional (NEI) surgiu como um elo entre Economia e Direito, permitindo um arcabouço teórico para ser realizada uma análise holística do fenômeno. A síntese dessas teorias culminou na formação do Estado de bem-estar social, que promoveu avanços significativos no acesso à propriedade, especialmente evidentes no Brasil e nos EUA, por meio da atuação do Estado na democratização do acesso à propriedade e na regulamentação do seu uso. No entanto, a ascensão do neoliberalismo e a subsequente financeirização da propriedade imobiliária reconfiguraram o marco institucional, priorizando o retorno de capital e relegando a função social da propriedade. A prática de taxas de juros mais baixas, apoiada na mitigação de riscos por meio de instrumentos financeiros complexos, teve consequências drásticas, conforme a hipótese da instabilidade financeira de Minsky previu. A crise de 2008 demonstrou a toxicidade desse sistema, com impactos profundos e duradouros no mercado imobiliário global. A análise aprofundada das causas do colapso global sugere que os problemas vão além de má conduta individual, evidenciando falhas estruturais no sistema financeiro que permitiram a escalada de uma bolha especulativa sem precedentes. A crise destaca a necessidade urgente de reformas na instituição da propriedade, considerando uma perspectiva civil-constitucional que reconheça a função social da propriedade frente aos riscos de sua financeirização. A crise também desencadeou mudanças no mercado de locação residencial, exemplificadas pela Blackstone, que, beneficiando-se da crise, se tornou uma gigante imobiliária.

Suas ações após a crise, como aquisições estratégicas e práticas agressivas de locação, redefiniram o mercado e levantaram preocupações sobre o impacto social de tais estratégias financeiras. A função social da propriedade, então, é confrontada com os riscos da financeirização, exigindo um equilíbrio entre liberdade de mercado e proteção dos direitos sociais. No Brasil, a política de financeirização revelou uma inclinação dos setores financeiros para alinhar o mercado imobiliário aos padrões internacionais, desconsiderando o impacto na qualidade habitacional e na crise habitacional mais ampla. A crise econômica exacerbou a instabilidade inerente ao capitalismo, afetando negativamente a dinâmica do mercado de imóveis e a sociedade. A resposta à crise deve, portanto, incorporar justiça social e sustentabilidade a longo prazo, além de eficiência econômica. Em conclusão, a financeirização da propriedade imobiliária representa um desafio para a estabilidade econômica e social. Para cumprir os objetivos constitucionais e promover uma recuperação eficaz, é necessário um exame crítico do marco institucional e a implementação de freios e contrapesos que previnam futuros colapsos. Em resumo, este trabalho destaca a financeirização da propriedade imobiliária como um fator que contribuiu para a volatilidade e a prolongação das crises no setor, distorcendo a dinâmica do mercado e impondo desafios adicionais às empresas do ramo. O estudo conclui que, para alcançar os objetivos constitucionais e promover uma recuperação eficaz, é necessário revisar e reestruturar o marco institucional, levando em consideração os impactos práticos e a necessidade de implementar freios e contrapesos robustos.

Palavras-chaves: 1. Financeirização. 2. Estado. 3. Mercado imobiliário. 4. Função social da propriedade. 5. Direitos de propriedade.

## ABSTRACT

This study delves into the intricacies of property rights evolution across centuries, focusing on the interplay between the state, market, and property. It traces the role of juridical stability and credit from the formation of national states to their critical influence on property institutionalization, vital for emergent nations amid conflicts. The bourgeois revolutions set the foundations for the liberal state, spurring economic growth post-industrial revolution but also raising barriers to equitable economic benefit distribution, prompting theoretical efforts to redefine state functions. Significant contributions from economics and sociology, bolstered by positivism, Marxism, and functionalism, fueled state reform debates. The New Institutional Economics (NIE) emerged as a theoretical framework, enabling a holistic analysis of these phenomena. The synthesis of these theories led to the welfare state, markedly improving property access, notably in Brazil and the U.S., through state action. However, the rise of neoliberalism and subsequent property financialization reshaped the institutional framework, prioritizing capital returns over the social function of property. The practice of lower interest rates, underpinned by risk mitigation through complex financial instruments, led to drastic consequences, as Minsky's financial instability hypothesis predicted. The 2008 crisis exposed this system's toxicity, with profound, enduring impacts on the global real estate market. In-depth analysis suggests that the global collapse's causes extend beyond individual misconduct to structural financial system flaws, enabling an unprecedented speculative bubble. The crisis underscores the urgent need for property institution reforms from a civil-constitutional perspective that acknowledges property's social function amidst financialization risks. Blackstone's post-crisis actions, benefiting from the crisis, transformed it into a real estate giant, raising concerns about the social impact of such financial strategies. The social function of property now faces the risks of financialization, demanding a balance between market freedom and social rights protection. In Brazil, financialization policies revealed a financial sector tendency to align the real estate market with international standards, overlooking the impact on housing quality and the broader housing crisis. The economic crisis exacerbated capitalism's inherent instability, negatively affecting real estate market dynamics and society. Crisis response must thus incorporate social justice and long-term sustainability, alongside economic efficiency. In conclusion, property financialization poses a challenge to economic and social stability. Achieving constitutional

objectives and an effective recovery necessitates critical examination and restructuring of the institutional framework, with robust checks and balances to prevent future collapses. This work highlights property financialization as a factor prolonging sectoral crises, distorting market dynamics, and imposing additional challenges on companies.

Keywords: 1. Financialization. 2. State. 3. Real Estate Market. 4. Social Function of Property. 5. Property Rights.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b> .....	12
<b>1. A EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO ESTADO E DOS DIREITOS DE PROPRIEDADE</b> .....	21
1.1. Os direitos de propriedade.....	23
1.2 A formação do Estado e sua vinculação com a instituição da propriedade.....	31
1.3 O Estado e a propriedade liberal.....	38
1.4 A ruína do Estado Liberal e o nascimento de novos paradigmas e o socialismo científico.....	46
<b>2 O ESTADO, A FUNÇÃO SOCIAL DA PROPRIEDADE E AS INSTITUIÇÕES</b> .....	56
2.1 O Estado e o desenvolvimento: custos de transação e instituições.....	63
<b>3. ANÁLISE COMPARATIVA DO DESENVOLVIMENTO DOS DIREITOS DE PROPRIEDADE ENTRE O BRASIL E OS ESTADOS UNIDOS</b> .....	76
3.1 Séculos XIII e XIX: formação dos direitos de propriedade.....	77
3.2 Primeira metade Século XX: a emergência do mercado imobiliário.....	99
<b>4. AS GRANDES MUDANÇAS INSTITUCIONAIS: O SFH, A FINANCEIRIZAÇÃO DO REAL ESTATE E A CRIAÇÃO DO SFI</b> .....	115
4.1 O Sistema Financeiro de Habitação (SFH).....	118
4.2 A financeirização do Real Estate nos Estados Unidos.....	129
4.3 A criação do Sistema de Financiamento Imobiliário no Brasil.....	142
4.4 As inovações institucionais do SFI para a captação de recursos junto ao mercado de capitais.....	151
4.4.1 A alienação fiduciária e o patrimônio separado.....	159
4.4.2 Mecanismos de captação de recursos para além dos CRI.....	166
4.4.2.1 LCI e LIG.....	170
4.4.2.2 Os fundos de investimento.....	173
4.4.2.2.1 FIIs.....	176
<b>5 A PROPRIEDADE CONTEMPORÂNEA E A CRÍTICA À FINANCEIRIZAÇÃO DO IMOBILIÁRIO</b> .....	182
5.1 O neoliberalismo e a financeirização.....	185

5.2 As mudanças da instituição da propriedade em razão da financeirização.....	193
5.3 Análise crítica da financeirização e a necessidade de reformas da instituição da propriedade.....	199
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>210</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>216</b>

## INTRODUÇÃO

A relação entre Estado, mercado e propriedade é um tecido complexo que tece a história econômica e social de uma nação. Esta dissertação explora esta intrincada dinâmica no contexto brasileiro, focando no mercado imobiliário. Desde as primeiras formulações dos Estados nacionais, o mercado imobiliário tem sido um campo de batalha para equilibrar a eficiência econômica, o bem-estar social e a justiça distributiva. O Brasil, com sua rica história e desafios únicos, oferece um estudo de caso fascinante nesta discussão.

O presente estudo começa com uma exploração jurídico-econômica do aspecto institucional dos direitos de propriedade, a partir da perspectiva histórica. O enfoque será no papel do Estado, nas práticas de mercado e de como a segurança jurídica dos credores exerceu influência de forma determinante no desenvolvimento dos Estados. Avançando por meio da história, examinamos a influência do Estado liberal pós-revoluções burguesas e como sua abordagem individualista e patrimonialista moldou os direitos de propriedade, levando a desenvolvimentos econômicos rápidos, mas também a desigualdades acentuadas.

Em seguida, desvenda-se como o Estado de bem-estar social emergiu como um novo paradigma, trazendo importantes reformas no acesso e regulamentação da propriedade. No Brasil, a implementação deste modelo resultou em avanços significativos, a partir da Era Vargas, embora acompanhados de desafios e imperfeições. Avança-se na análise para a era do neoliberalismo, onde a financeirização da propriedade imobiliária ganhou proeminência, redefinindo novamente o mercado e trazendo novos desafios.

O fenômeno da financeirização é examinado em detalhes, identificando-se as consequências da desregulamentação das atividades econômicas. O papel do Direito para a estabilidade econômica, assim como as alterações que levaram à alteração institucional, particularmente após a crise de 2008, são de grande importância. Faz-se o destaque acerca da busca por eficiência econômica, influenciada pela teoria da Nova Economia Institucional, desviou-se para um liberalismo desenfreado, negligenciando a função social da propriedade. A crise subsequente trouxe à tona as fragilidades desse sistema, revelando a necessidade de uma abordagem mais equilibrada e sustentável.

Além de oferecer uma visão detalhada da história e evolução do mercado imobiliário no Brasil, este trabalho também visa compreender as implicações práticas das políticas implementadas e como elas afetam a realidade dos direitos de propriedade na contemporaneidade. Por meio de uma análise jurídica, econômica e sociológica abrangente, investiga-se como as decisões passadas moldaram o presente (em razão da dependência de trajetória) e o que isso significa para o futuro do mercado imobiliário brasileiro.

A presente avaliação é uma incursão por meio da história, da legislação e das realidades econômicas e sociais, sempre com o objetivo de entender como as políticas de habitação e os direitos de propriedade evoluíram; e, diante das particularidades do caso brasileiro, como esses podem ser melhorados. Para que não haja uma limitação de perspectiva apenas no âmbito do Direito brasileiro, faz-se exploração pormenorizada, também, da formação dos direitos de propriedade nos Estados Unidos. Assim, será possível compreender quais os principais pontos de divergência e aproximação dos dois países. Ao final deste estudo, espera-se oferecer *insights* e direções para futuras pesquisas e políticas, visando a uma gestão mais eficiente e justa do mercado imobiliário brasileiro, sempre respeitando a complexa e multifacetada interrelação entre Direito, Economia e Sociedade, típicas das análises de vertente institucional.

Busca-se compreender se os pressupostos em que estão baseados os projetos de desenvolvimento desse setor são compatíveis com as experiências históricas e, também, de que maneira as mudanças realizadas nas últimas décadas podem contribuir para o sucesso ou insucesso do sistema. Ao final, listam-se preocupações acerca da estabilidade do sistema e das consequências da lógica instituída aos credores e devedores de financiamentos imobiliários, tentando prever suas consequências diante dos dados acerca dos resultados obtidos até o momento e as perspectivas referentes ao futuro.

Sabe-se que a história não é linear, mas cíclica. Cada geração se utiliza de elementos determinados do passado para fundamentar a sua visão sobre o futuro. Portanto, não é objeto deste trabalho propor estratégias de solução destas questões, que certamente poderão ser objeto de pesquisa futura, mas identificar as tendências e as limitações dos modelos institucionais tentados, sempre buscando respeitar o contexto histórico em que esses estão inseridos, de maneira a evitar a perpetuação de erros passados em decorrência de uma repaginação de um discurso ultrapassado,

mas com roupagem nova. Assim, espera-se elucidar determinados elementos do passado para que possam fundamentar as estratégias futuras.

Repisa-se que a avaliação sobre como os direitos de propriedade se desenvolveram serve ao propósito de compreender a dependência de trajetória que é originada das diversas decisões individuais e coletivas. Muitas vezes, a compreensão idealizada de uma transição linear e inevitável de modelos impede a compreensão das nuances e contradições que acompanharam a evolução teórica.

O Estado, em especial, não pode ser considerado um herói ou um vilão do capitalismo, mas um fato histórico; um método de organização e planejamento social visando à limitação dos benefícios particulares em favor dos aproveitamentos sociais mais eficientes. Foi no seio do Estado liberal que a visão individualista da propriedade foi forjada, como produto da mentalidade de proteção absoluta dos credores em uma ordem social que dependia dos seus recursos para que a estabilidade fosse mantida. O foco em um *laissez faire* que se fundamenta em indivíduo hipotéticos portadores de perfeita racionalidade e consciência das consequências de suas decisões levou a arranjos institucionais que trouxeram consequências até a atualidade.

Olhar para as raízes do direito de propriedade, portanto, não é suficiente. Eventos recentes e cujo dimensionamento dos impactos não pode sequer ser aferido adequadamente pelo observador contemporâneo são essenciais para se obter uma visão completa do fenômeno analisado. Por meio da atenta avaliação de momentos de inflexão e crise institucional, pode-se entender as lógicas institucionais e os seus limites. Com a construção do referencial teórico e da metodologia para análise do fenômeno, que invariavelmente é alheio às divisões acadêmicas entre Direito e Economia, busca-se o aprofundamento nas áreas de conhecimento de forma específica.

Em *The Rise of the Western World*, North<sup>1</sup> destaca incontáveis exemplos em que as intersecções entre os interesses econômicos e o ordenamento jurídico se entrelaçaram no desenvolvimento do “mundo ocidental”, como tratado acima. O desenvolvimento do comércio ocasionou a necessidade de proteção para as cargas (por terra e por mar), que seria mais custosa em nível individual, sendo exigido ao Soberano (indivíduo e/ou Estado), a segurança necessária para que as trocas fossem desenvolvidas. As inúmeras consequências do alinhamento entre os

---

<sup>1</sup>NORTH, Douglass C. e THOMAS, Robert P. “*The Rise of the Western World: A New Economic History*”, Cambridge University Press, Cambridge, 1973.

interesses econômicos e o poder político, operacionalizados pelo Direito em ambos os casos, acumulam-se ao longo de décadas (ou séculos), cristalizando-se na forma de Estados nacionais, direitos de propriedade, a existência de pessoas jurídicas (e a posterior limitação de responsabilidade concedida), para citar algumas.

O interesse em aumentar os lucros privados sobre determinados setores levou à edição de regulamentações que limitaram a possibilidade de “livre comércio”, viabilizaram a imposição de tributos (gerando receita para o Estado) e, ao mesmo tempo, a redução dos riscos a que estavam submetidos os particulares, que poderiam se dedicar à especialização dos seus métodos produtivos. Mas é importante ressaltar que não há um *design inteligente* por trás das decisões adotadas. A racionalidade dos acontecimentos é uma ilusão da visão de “retrovisor” que o presente oferece em relação ao passado.

Apesar dos méritos e avanços que o dogma da racionalidade proporcionou, a maturação das disciplinas permite o avanço para formulações mais próximas da aplicação real. A crítica, longe de ser recente, é abordada por autores de grande relevância há décadas, como Coase, North e Minsky.

Para que se avance ainda mais em uma teoria que se assemelhe à realidade, tomando a realidade como base da teoria e não o contrário, é possível encontrar fontes que cuidam da relação entre o comportamento humano, tal qual a NEI, e o relacionam às alterações institucionais propostas. Desse modo, obtém-se maior clareza quanto aos possíveis impactos de uma alteração legislativa sobre o comportamento econômico e de uma alteração econômica no mundo jurídico. Em especial, é possível compreender de que modo o Direito pode ser utilizado para solucionar distorções ocasionadas pela lógica econômica e em que medida as proposições podem ser efetivamente úteis para lidar com as questões socialmente relevantes.

Em se tratando de direitos de propriedade, a reflexão é ainda mais essencial. Isso, porque o Direito é uma ferramenta que opera como intermediário entre as dificuldades identificadas no seio social e as políticas públicas que serão criadas para tentar solucioná-las. E, como visto na epígrafe anterior, as decisões que são tomadas pelo Estado na posição de agente regulador da economia e da sociedade são determinantes para a construção de uma sociedade mais justa e igualitária.

Porém, é justamente no impacto futuro das decisões do presente que reside a dificuldade mais substancial. Em um mundo de *blackboards*<sup>2</sup>, ao se solucionar uma certa distorção do mercado, estar-se-ia garantido que o resultado combatido, *cet. par.*, não seria repetido no futuro. Porém, no mundo real, não há qualquer ordem de acontecimento de eventos que possa prever com acurácia a ocorrência de um resultado certo e determinado.

Com base no exposto, mergulhar-se-á na história jurídica e econômica brasileira para identificar e compreender os fatores essenciais aos acertos e fracassos institucionais — desde o século XIX até o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), que propôs “modernizar” a legislação brasileira. Como será visto, este último tenta realizar um enxerto dos preceitos estadunidenses no contexto brasileiro ao inverter a lógica institucional presente desde a Era Vargas, que havia a priorização do Estado no papel de agente de organização e financiamento da produção de unidades imobiliárias. Apesar disso, também busca-se demonstrar que a perspectiva financeirizada não prescinde da atuação estatal. Seja na experiência brasileira ou estadunidense, é clara a constante atuação do Estado para viabilização dos projetos levados a cabo pelo mercado, ainda que não atue diretamente na via da construção e incorporação.

Para a finalidade deste trabalho, as reflexões sobre a importação dos modelos saxões (em especial do estadunidense) de política pública de habitação financiada a partir da securitização de recebíveis imobiliários devem abranger não apenas as consequências diretas na economia e nos direitos de propriedade. Como será abordado ao longo do trabalho, a busca por maiores lucros pode trazer consigo o aumento do risco sistêmico oriundo das decisões dos credores para se resguardarem contra prejuízos imprevistos ou mal calculados.

A incerteza que paira sobre as decisões dos agentes, seja para a realização de negócios em nível individual ou para a formulação de alterações em nível institucional, como aquelas relativas aos direitos de propriedade, não permite a correta visualização dos resultados que serão colhidos no futuro. Ao realizar o extenso levantamento histórico, North<sup>3</sup> traz importante conclusão

---

<sup>2</sup> COASE, Ronald. “*The firm, the market and the law*”. University of Chicago Press. Chicago.1998. p. 29: “*Economic policy involves a choice among alternative social institutions, and these are created by the law or are dependent on it. The majority of economists do not see the problem in this way. They paint a picture of an ideal economic system. and then, comparing it with what they observe (or think they observe), they prescribe what is necessary to reach this ideal state without much consideration for how this could be done. The analysis is carried out with great ingenuity, but it floats in the air. It is, as I have phrased it: “blackboard economics.” There is little investigation of how the economy actually operates [...]*”.

<sup>3</sup> NORTH, THOMAS, *op. Cit.*, p. 100

que coaduna com a visão apresentada, qual seja: a impossibilidade de se compreender o futuro levou cada Estado a formular direitos de propriedade que, combinados, levaram (acidentalmente) a uma maior ou menor propensão ao crescimento no longo período:

Dado um horizonte temporal tão reduzido, não é de todo surpreendente que a maximização do valor atualizado do rendimento do Estado conduza frequentemente à formação de direitos de propriedade que, na verdade, estrangularam a expansão económica. Por outro lado, uma combinação diferente de fatores pode, talvez acidentalmente, levar ao estabelecimento de direitos de propriedade mais conducentes ao crescimento a longo prazo.

O paradigma individualista da propriedade se mostra anacrônico quando observada a nova realidade social. Faz-se necessário, portanto, a apresentação de uma abordagem crítica e questionadora dos institutos postos e de suas consequências. Em especial, faz-se necessário avaliar o papel do “privado” e do “social”, do espontâneo e do coordenado. Em última instância, cabe conceber os limites da liberdade individual, a delimitação da função social e o papel do Estado como “pivô” entre esses elos.

A presente pesquisa é dividida em três grandes temas, todos associados aos direitos de propriedade e à evolução desta como instituição.

O primeiro capítulo analisará a evolução histórica do Estado e a sua relação com os direitos de propriedade. Parte-se das análises seminais de North acerca do surgimento dos Estados modernos europeus, avaliando de que maneira as complexidades sociais e econômicas do período contribuíram para a formação de legislações distintas, modelagens diferentes para o problema essencial da distribuição de recursos em um sistema juridicamente seguro. Será compreendida a centralidade do Estado para o desenvolvimento do comércio, do crédito e das raízes de uma economia de mercado que se utiliza dos imóveis para subsistência, para reserva de valor e, posteriormente, para investimentos.

Serão analisados os diferentes papéis adotados pelo Estado com relação à propriedade e a discussão que recorria no seio social acerca da postura que esse deveria adotar com relação às principais mazelas experimentadas. Em suma, serão analisados os paradigmas do Estado Liberal — em que o aspecto patrimonialista e individualista era, em grande parte, um consenso, instituído após as revoluções liberais. A associação entre liberdade e propriedade como o centro de grandes revoluções (como a inglesa e a francesa) trouxeram consigo a oportunidade de desenvolvimento

de um ambiente institucional propício para o desenvolvimento capitalista. A mercantilização de vários aspectos da vida cotidiana se alinhou bem com as bases de um Estado cujo papel seria essencialmente limitado a garantir aos proprietários a livre disposição dos seus bens, restringindo sua atuação à segurança física, a partir de atividades de policiamento e financiamento do exército; jurídica, por meio da introdução de sistemas como o Torrens, para registro imobiliário; e de marcas e patentes para bens móveis e incorpóreos; e, em diferentes graus, saúde e educação (necessárias para a reprodução da força de trabalho, bem como a redução da internalização dos custos de treinamento de pessoal, por exemplo).

Com o aprofundamento da desigualdade social e a ocorrência de grandes rupturas, como a crise de 1929 e as guerras mundiais, que demandaram o aumento da presença do Estado e a sua coordenação econômica para garantir a produção de bens sociais relevantes com distribuição mais equitativa, evitando a necessidade de racionamentos, por exemplo, as considerações acerca da atuação do Estado como regulador da atividade econômica e social se torna mais proeminente. O sucesso de programas como o *New Deal*, em que o Estado é o principal investidor e propulsor do crescimento, também contribuíram para a formulação de uma visão distinta acerca da abordagem individualista do Estado liberal.

Contribui para isso o surgimento de doutrinas sociológicas, como o positivismo e o funcionalismo, que dão grande importância para a sociedade e a compreendem como um sistema que demanda a correta integração para o correto funcionamento. Esse tópico é explorado no segundo capítulo, em que se analisam os avanços na sociologia jurídica e na Nova Economia Institucional.

Assim, ganham espaço considerações que, distanciando-se de ideologias revolucionárias, colocavam-se em favor de um uso mais consciente da propriedade, limitando-se a associação dessa com a liberdade em favor de um componente social maior. Assim, surge um Estado “provedor” que se propõe a impor limites ao mercado e a garantir o acesso a diversos bens independentemente da oferta desses pelo mercado. Nesse período, a conquista dos direitos sociais entra em cena, permitindo melhores condições aos trabalhadores e uma menor disparidade entre a taxa de benefícios individual e a taxa de benefícios.

Nos terceiro e quarto capítulos, será analisada a evolução dos sistemas de propriedade, a partir de um ponto de vista normativo, tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos. A escolha de

ambas as jurisdições não se faz por acaso. Desde a primeira guerra mundial, a relação com os Estados Unidos foi extremamente importante para o desenvolvimento econômico brasileiro. Não por outro motivo, o sistema jurídico foi fonte de inspiração para um sem-número de adaptações e inserções legislativas no país.

A análise se dá no intuito de compreender as similaridades e as diferenças na formação da sua trajetória e de que maneira essa diferenciação pode ter contribuído para resultados tão discrepantes no que se refere ao volume de unidades produzidas e à proporção entre proprietários e não proprietários de imóveis entre as jurisdições. Além disso, o sistema estadunidense é a principal fonte de inspiração para os principais programas de financiamento imobiliário brasileiros, o Sistema Financeiro Habitacional (SFH) e o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI). O primeiro, teve por inspiração o mercado secundário de hipotecas, conforme o sistema vigente nos Estados Unidos em 1960. Por outro lado, o SFI se voltou à ligação entre o mercado imobiliário e o mercado de capitais, de modo a introduzir a financeirização no circuito do crédito imobiliário e, assim, ampliar a desregulamentação.

No quinto capítulo, passa-se a tratar da propriedade na contemporaneidade e do fenômeno da financeirização, que ocorre após a derrocada do Estado de bem-estar social. As seguidas crises financeiras e o período de paz que se prolongava tornaram a opinião pública contrária à atuação tão presente do Estado. Ao final dos anos 1970, boa parte do mundo ocidental começa a realizar programas de desregulamentação e desestatização. A teia de benefícios sociais que era essencial para o funcionamento da sociedade seria suprimida para dar oxigênio às atividades empresariais. O modelo de Estado contemporâneo passa a assumir uma visão de propriedade mais individualista, permitindo ao capital cada vez maior avanço na mercantilização de grande parte dos aspectos da vida cotidiana. As revoluções tecnológicas, aceleradas em especial após 1990, também aceleraram um processo de globalização que, facilitada pelo ambiente de estabilidade internacional, tornou cada vez mais atraente a realização de transações entre os diversos países.

Tais intercâmbios trouxeram como consequência a maior necessidade de padronização institucional entre os mais diversos ordenamentos jurídicos, de modo a garantir que o capital fluísse de forma mais livre. Assim, sobre os escombros das regulamentações do Estado de bem-estar social, ergueu-se uma ordem financeirizada, ainda mais individualista, com visão de curto prazo e

de tendência altamente desmaterializante. Em especial em países em desenvolvimento, como o Brasil, a influência de entidades como o FMI, BID e outras instituições financeiras, foi determinante para as grandes alterações que pautariam o debate público nas décadas seguintes. Exemplo de tal influência é o próprio SFI.

A partir do contexto jurídico, sociológico e econômico, passa-se a se discutirem as perspectivas jurídicas da propriedade em um contexto de financeirização. Para tanto, será utilizada a teoria civil-constitucional, a partir da qual se pretende construir bases sólidas para compreender a dinâmica entre o Estado, a função social e a nova tecnologia que se insere no contexto contemporâneo: a financeirização. É rotineiro que se observe uma grande aversão à atuação do Estado na economia, assim como um extremo desinteresse em compreender os contornos da função social da propriedade.

Porém, a escala de acumulação e os riscos sistêmicos ocasionados pela financeirização indiscriminada — como visto na crise de 2008 — cria desafios não antes enfrentados e que merecem, portanto, uma aprofundada compreensão do fenômeno que lhe dá causa. Isso, porque os benefícios de curto prazo da aceleração do desenvolvimento a partir de modelos como os de “emprestar para distribuir” ocasionam consequências indesejadas. Em um setor de tamanha importância para viabilizar a eficácia prática dos direitos fundamentais, como o direito à moradia, não se pode descartar os aprendizados históricos.

É somente a partir do diálogo das fontes — históricas, sociais e políticas—, que será obtida a base teórica necessária para que se possa propor soluções e aperfeiçoar a capacidade dos juristas de proposição de desenhos institucionais que acomodem as substanciais mudanças na propriedade que se observam neste século.

Ao final do presente trabalho, espera-se ter-se realizado um diagnóstico institucional da formação da propriedade no Brasil ao longo dos séculos, assim como a mutação do papel do Estado e da função social no desenvolvimento do mercado imobiliário. Além disso, espera-se ter apresentado evidências de que a financeirização possui efeitos deletérios à estabilidade econômica e à distribuição justa e equitativa dos excedentes produzidos.

Espera-se, também, ter-se evidenciado a necessidade de se criarem tetos e pisos institucionais, sempre se conscientizando de que a modelagem jurídica projetada não deve ser

estática, mas deve comportar as compressões e expansões inerentes à instituição da propriedade. Deve, além disso, prezar por analisar os custos de transação e verificação não apenas em nível individual, mas também sistêmicos. Por fim, deve-se repensar a propriedade a partir da plena compreensão que a estabilidade é desestabilizante. E, portanto, não se pode ceder ao otimismo de que grandes marcos institucionais serão, *per si*, suficientes para garantir o atingimento dos objetivos civis-constitucionais da propriedade. É necessário que as mudanças garantam benefícios sustentáveis àqueles que pretendem beneficiar, de modo a não submeter os indivíduos a situações que ilusórias, como a dos tomadores de crédito *subprime*.

Ao fim e ao cabo, cabe ao Direito, na condição de importante força estruturante da instituição da propriedade, compreender o dever inerente de sua atividade. A busca pela harmonização e a pacificação social é fortemente vinculada à distribuição mais equitativa de poder. Conforme se verá adiante, a propriedade é fonte de poder em uma sociedade. Portanto, deve-se prezar pela formatação institucional que impeça comportamentos abusivos, predatórios e oportunistas — como os evidenciados pelos *hedge funds* e *private equity firms* após a crise dos *subprime*.

A modelagem institucional para a propriedade, portanto, é um poder-dever do Direito que demanda a compreensão do fenômeno como um todo, a partir da síntese de conhecimentos em áreas distintas, focando em compreender os impactos práticos do ordenamento jurídico na economia e na sociedade. Acredita-se, portanto, que é por meio da priorização de um Direito baseado em evidências, com diálogo de fontes entre diferentes áreas do conhecimento, que se poderá alcançar o aprimoramento institucional necessário para que o ordenamento jurídico se torne resiliente frente às dificuldades próprias do Século XXI.

## **1. A EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO ESTADO E DOS DIREITOS DE PROPRIEDADE**

O Estado tem a destacada função de ser o centro dos fluxos e influxos de leis e costumes de uma sociedade, a partir das quais formam-se as instituições. Cabe a ele, a partir destes marcos, perseguir os objetivos que lhe garantam suficiente legitimidade perante os seus cidadãos para que justifique os poderes de monopólio sobre o uso da violência e a sua função inerente de regular a vida em sociedade.

Dentre as instituições nutridas no seio do Estado, a propriedade privada é de especial relevância, tendo em vista o aspecto dinâmico e multifacetado desta. Como defendido por Viegas de Lima<sup>4</sup>, as inovações nos direitos de propriedade surgidas no Século XXI devem ser objeto de estudo aprofundado, haja vista o surgimento de inúmeros conceitos sofisticados que foram introduzidos neste subsistema legal, em especial no período recente. Ainda segundo Viegas, os direitos de propriedade na contemporaneidade passaram a ter um novo desenho, o que leva a uma redefinição das relações entre: (i) os indivíduos e os recursos escassos; e (ii) o papel do Estado “no acesso, na manutenção e na conservação da propriedade, tanto para a coletividade quanto para os indivíduos”<sup>5</sup>.

As normas de organização social, seja por meio de sistemas jurídicos formais ou de convenções sociais, criam regras que limitam o acesso de determinado setor da população a um determinado recurso, frente à limitação existente em caráter absoluto (a quantidade total bem) ou relativo (a quantidade máxima de bens que podem ser providos em um momento específico). Para além da limitação quantitativa, há também de se atentar as formas de divisão desses entre os indivíduos da sociedade. Em geral, os limites de acumulação considerados “justos” variam em função de considerações culturais, morais e éticas, que serão refletidas no ordenamento jurídico. Cada sociedade, em seu tempo histórico, encontrará a forma “justa”, ou ao menos justa o suficiente para impedir uma revolução, de modo a atender as necessidades e permitir o alcance da satisfação pessoal esperada naquele determinado contexto.

Por certo, quando a forma de distribuição dos recursos passa a ser percebida como injusta, a população, em revolta, busca estabelecer uma nova forma de governo — normalmente capitaneada por uma classe ascendente, que tem interesse em substituir as elites postas. Assim, o papel das instituições é bastante associado ao exercício do controle social, normalmente mediante controle do aparato da violência pelo Estado. Assim, a ameaça do uso da violência pode ser utilizada para garantir, ao menos parcialmente, a conformidade de parcela relevante da população aos ditames do regime instalado.

As instituições instauram um regime no qual a busca pela satisfação plena dos desejos de uma pessoa é “artificialmente” limitada, sob a justificativa de que a satisfação da sociedade

---

<sup>4</sup> VIEGAS DE LIMA, Frederico Henrique. “Propriedade, Estado e Mercado”. IRB. Brasília, 2010. P. 21

<sup>5</sup> Ibid, p. 21.

como um todo levará a um aumento daquela que será experimentada pelo indivíduo. Portanto, as instituições são criadas como estruturas, *frameworks*, nos quais a violência dispersa é organizada e seu uso, diante do alto relevo que é dado ao cumprimento de um fim socialmente justificável, passa a ser compreendida não como mera tirania, mas como moralmente aceitável.

A organização do Estado se tornou a face mais conhecida da organização violência, criando-se ritos que devem ser seguidos para que essa seja realizada de forma legítima. A legitimidade de instituições, apesar de não haver consenso sobre o seu conteúdo *positivo*, possui certa consonância quanto ao seu conteúdo negativo: quando a percepção dos indivíduos sujeitos a um sistema de que uma determinada forma de organização social não os aproveita de forma adequada, passa-se a questionar e movimentar iniciativas para, no todo ou em parte, suplantá-la.

Assim, as mudanças institucionais são responsivas às alterações da sociedade como um todo, que está em constante marcha de mudança. A depender da intensidade da comoção social (cujo “limiar” varia de forma significativa entre as diferentes classes sociais), podem ocorrer de forma mais lenta ou mais acelerada. Apesar de costumeiramente serem precipitadas por mudanças externas (ambientais, políticas, tecnológicas, por exemplo), não se pode conceber um sistema em que as instituições sejam estanques e imóveis.

Os movimentos de mudança, portanto, são sintomas da própria passagem do tempo e da constante reavaliação da sociedade quanto aos seus objetivos precípuos e do senso de justiça. Logo, por mais que se busque replicar fielmente as instituições em outro tempo histórico ou em outro local, o resultado sempre será distinto. Isso, porque a base fundamental das instituições são os acordos sociais e as convenções, formais ou informais, presentes. Pretender-se a formação dessas sem considerar a realidade social posta é, portanto, uma receita para o fracasso.

Conclui-se, portanto, que as instituições não podem ser dissociadas do seu contexto histórico, social e geográfico. A idiossincrasia deve ser, portanto, sempre observada — negando-se a facilidade retórica de alegações que visam a classificar um determinado modelo como objetiva e indistintamente melhor para uma sociedade. Diante desta breve introdução, passa-se a se aprofundar nos direitos de propriedade e na formação histórica do Estado.

## **1.1. Os direitos de propriedade**

Os direitos de propriedade são exercidos por meio de normas, jurídicas e/ou convencionais, que têm por objetivo reduzir os custos de transação e aumentar a segurança para um determinado setor. Os modelos são criados em um determinado momento histórico e, como levantado acima, nem sempre são eficientes em cumprir o seu papel. Entretanto, o caráter conformador das instituições (por meio do *enforcement* das normas) permite que algumas dessas persistam ainda que não sejam eficientes, resistindo às alterações futuras, sendo essa uma das facetas do *path dependence*<sup>6</sup>.

Como levantado, a propriedade é essencial para a organização da sociedade, pois estabelece a maneira de distribuição dos recursos escassos e, por conseguinte, a estrutura social e as relações produtivas, nas quais se inserem os fundamentos para o desenvolvimento de atividades econômicas e cristalizam-se as relações de poder<sup>7</sup>. A limitação de acesso dos demais membros da sociedade a um bem específico pressupõe a existência de um esforço do proprietário para a sua proteção contra terceiros. Tais esforços costumam ter alto custo e, portanto, ensejam a organização social para que sejam distribuídos os riscos e os benefícios de forma eficiente.

Ao longo da história é possível observar uma trajetória oscilante quanto aos métodos para alcançar tais objetivos. Para se compreender a variação, há de se observarem os acontecimentos econômicos e políticos que influenciaram o ordenamento jurídico.

Isso, porque a pressão para se alterarem os direitos de propriedade emerge quando há um aumento da escassez de um recurso, sem que haja uma redução da demanda correspondente<sup>8</sup>. Isso é especialmente relevante no contexto da propriedade imobiliária. Nas palavras de North: “*regulations grew more restrictive as land became scarce*”<sup>9</sup>.

---

<sup>6</sup> WALLIS, John Joseph. "Persistence and Change in Institutions: The Evolution of Douglass C. North." In: Institutions, Property Rights, and Economic Growth: The Legacy of Douglass North, p. 40: "Recognition of the importance of transaction costs in explaining why institutions can persist even if they are not efficient, and of the role of path dependence in explaining why some institutions can become entrenched and resist change".

<sup>7</sup> ALEXANDER, Gregory S.; PEÑALVER, Eduardo M.; Singer, Joseph William; UNDERKUFFLER, Laura. "A Statement of Progressive Property." Cornell Law Review, vol. 94, 2009, p. 744: "Property confers power. It allocates scarce resources that are necessary for human life, development, and dignity. Because of the equal value of each human being, property laws should promote the ability of each person to obtain the material resources necessary for full social and political participation"

<sup>8</sup>NORTH, THOMAS, op. Cit., p. 21

<sup>9</sup> *Ibid.*, p. 21

Outros fatores como os costumes e a tecnologia também estão intimamente relacionados aos direitos de propriedade, tendo em vista que influenciam de forma direta a disponibilidade e a forma de distribuição dos recursos na sociedade. Basilar para a análise dos direitos de propriedade, portanto, é a compreensão do surgimento da economia de mercado. Ao contrário das trocas voluntárias, que datam de tempos imemoriais, a economia de mercado pressupõe a existência de instituições que assegurem que as transações ocorram de forma eficiente e segura. Para tanto, foram necessários séculos de evolução dos modos de produção e o aperfeiçoamento das instituições.

Viegas de Lima defende que os direitos de propriedade “*vistos como uma instituição tem a capacidade de se modelar de acordo com as necessidades ‘individuais e coletivas’*”. O *framework* que é fornecido pela instituição dos direitos de propriedade se afigura como um “*um instrumento econômico útil para atender às modernas necessidades e os anseios da sociedade*”<sup>10</sup>.

Assim, pode-se concluir que o conceito de propriedade guarda intensa relação com as condições históricas e sociais. Ao contrário do que se pode supor, esta não nasce da atividade legislativa. Pelo contrário: a legislação referente à propriedade é produto da sua ocorrência como fato jurídico e social. Portanto, como alerta Virgílio de Sá Pereira<sup>11</sup>, para que se estude a propriedade não se deve atentar à sua razão originária, sendo suficiente verificar a sua existência.

Ao longo dos séculos, a propriedade se mostrou um conceito dinâmico e multifacetado. As formas de exploração da propriedade fundiária e, posteriormente, do capital são determinantes na estruturação das sociedades. Em uma realidade de recursos escassos, a justiça distributiva é uma reflexão necessária, razão pela qual o estudo e a compreensão aprofundada da propriedade é de grande relevância para a atividade jurídica. Ao se estudar a propriedade, é necessário tecer tentativas de resposta para perguntas de o que, como e por qual motivo produzir e distribuir os frutos que são colhidos da organização social do trabalho.

A incerteza quanto à “essência” da propriedade, tão central na estrutura de uma sociedade, criou campo fértil para que diversas teorias (jurídicas, filosóficas, sociológicas,

---

<sup>10</sup> VIEGAS DE LIMA, *op. Cit.*, p. 64

<sup>11</sup> MENEZES, Olindo, "Perfil da Propriedade Contemporânea (Destaque da Propriedade Fundiária)." Tese de Doutorado em Direito. Universidade de Brasília, UnB, Brasil, 2009, p. 34

antropológicas e econômicas, em especial) fossem formadas. Como discutido por Olindo<sup>12</sup>, o conceito de propriedade *privada* é vinculado a três pressupostos teóricos fundamentais, quais sejam: o surgimento da noção de individualidade, a concepção de uma propriedade dissociada da coletividade e o surgimento de direitos subjetivos. Tais pressupostos foram estabelecidos com maior vigor pela doutrina do liberalismo clássico, o qual será analisado com maior profundidade no item 1.2. Passa-se, neste momento, a fazer uma breve introdução acerca de cada um deles.

A noção de individualidade liberal clássica estatui a liberdade como absoluta, não podendo o Estado, via de regra, imiscuir-se nas relações em nível individual. A propriedade é identificada como uma faceta da liberdade individual. Por consequência, presta-se a justificar um poder de agência absoluto do proprietário com relação ao bem. O direito de propriedade seria caracterizado, portanto, com base na união entre os direitos de personalidade e o bem da vida que o indivíduo necessita para o seu desenvolvimento<sup>13</sup>. Assim, a despeito de o domínio sobre os bens existir anteriormente ao conceito de propriedade, a falta de associação com o desígnio individual do sujeito lhe diferencia substancialmente da aceção contemporânea.

O segundo eixo de análise parte da concepção liberal de propriedade como contraposição do indivíduo com a coletividade, fronteira pouco explorada até o declínio do sistema feudalista — por ser baseado em estamentos sociais cuja estrutura era totalizante. A grande inovação teórica decorre de o indivíduo não mais se restringir ao mero cumprimento de um papel social designado no nascimento. O liberalismo enfatiza que é a partir do desejo individual que este se torna verdadeiramente autônomo para conhecer e dominar, por si próprio e baseado em sua liberdade, os bens da vida. A este processo de *individação*, Olindo Menezes atribui relevância substancial na formação do conceito de propriedade privada:

[...] a noção técnica de propriedade individual, como instituição jurídica, pressupõe, além da condição econômica, uma condição psicológica muito precisa, qual seja, um mínimo de consciência do eu, que não existe num grupo submetido à figura autocrática do chefe.

---

<sup>12</sup> *Ibid*, p. 146: “O trançado estrutural dessa afirmação deixa à mostra pelo menos três componentes teóricos: o individualismo do mundo moderno, que dá primazia ao indivíduo em relação à sociedade e ao grupo, tendo-se em mente que na antiguidade o indivíduo, parte do todo (a sociedade), não tinha afirmação própria, figurando como uma mera abstração em face do grupo, e que, no mundo medieval, o seu reconhecimento ocorria somente em função do grupo (i); a noção de propriedade individual (particular) destacada da propriedade coletiva ou do grupo familiar, como a etapa mais jovem na arqueologia da propriedade (ii); e a noção de direito subjetivo, esteio da técnica jurídica moderna, cuja origem e evolução comporta muitas dissensões e que galvaniza os outros dois componentes e lhes dá eficácia técnica”.

<sup>13</sup> TEIXEIRA DE FREITAS, Augusto. “Consolidação das Leis Civis”. Terceira edição, Rio de Janeiro: B. L. Garnier, 1876., Introdução, p. LXV

O homem, nesse segmento histórico, não se considera senhor sequer da sua pessoa, não se podendo esperar que cultive a ideia de sujeito titular de direitos, que implica a noção de consciência individual. Se não há consciência individual, não pode haver propriedade privada. [...]

Ao assimilar a consciência de que existe, o homem adquire a sensação de superioridade em relação aos objetos do mundo e, sobretudo, da liberdade, base e fundamento do ser. Paradigma moral das sociedades moderna e contemporânea, orientando os seus padrões de conduta, o individualismo exalta o indivíduo e o entroniza no eixo da ordem social, caracterizando-se como “um poder, uma qualidade do indivíduo, com um domínio que este exerce sobre as coisas.”

Quanto ao terceiro elemento, faz-se breve introdução à doutrina dos direitos subjetivos<sup>14</sup>. Ao longo da marcha histórica, o Direito tendeu a reduzir a ênfase em uma acepção de instrumento de mera apreensão das leis da natureza (“direito natural”), por meio do qual se encontraria uma relação de justiça e equilíbrio inata. Em seu lugar, adotou-se uma visão cada vez mais pragmática da atividade legiferante, voltada para a modelagem das liberdades individuais a partir das leis e convenções, fazendo-o não a partir de uma ordem “natural”, mas “positiva”.

Sob do liberalismo clássico, o Estado é imbuído de um papel essencialmente negativo. Cabe a ele a demarcação, preferencialmente a partir das normas jurídicas positivas (dada a maior segurança jurídica proporcionada), dos limites às liberdades individuais, que deveria sempre ocorrer de forma mínima, em contraste com o poder absoluto a que se opôs a doutrina liberal em seu surgimento. Deve-se ressaltar que o liberalismo clássico não abandona por completo a concepção de direitos naturais, haja vista que a liberdade é concebida como um direito inato que havia sido incorporado do estado de natureza pela sociedade por meio do contrato social<sup>15</sup>.

A criação de sustentação teórica aos direitos inatos aos sujeitos, independentemente da sua posição nos estamentos sociais se demonstrou necessária para dar sustentação ao novo sistema jurídico. Neste contexto, dá-se o surgimento da doutrina dos direitos subjetivos.

Para Carnelutti<sup>16</sup>, direito subjetivo “*caracteriza-se como uma situação jurídica evidenciada por uma liberdade ou faculdade de comandar para tutela de um interesse próprio*”. Para Trabucchi<sup>17</sup>, “*é o poder de atuar, atribuído à vontade do sujeito e garantido pelo ordenamento*

---

<sup>14</sup> MENEZES, *op. Cit.*, p. 147

<sup>15</sup> *Ibid.*, p. 147.

<sup>16</sup> CARNELUTTI, Francesco. “Teoria Geral do Direito”. Arménio Amado, Coimbra, 1942, p. 262.

<sup>17</sup> TRABUCCHI, Alberto. “*Instituciones de Derecho Civil*”, Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid, 1967, Tomo 1., p. 53.

*jurídico, para a satisfação dos seus interesses juridicamente reconhecidos*”. Em ambos os autores, vê-se a íntima ligação e justificação dos direitos subjetivos por meio da concepção de liberdade de um sujeito com relação às coisas e aos demais indivíduos. A concepção de Trabucchi explicita (apesar de tal percepção não ser a ele restrita), porém, outro aspecto de relevo. A limitação da atuação do indivíduo em face dos demais participantes da sociedade, atribuindo-se maior relevo a certos interesses, que são revestidos legitimidade e proteção pela ordem jurídica, enquanto outros desígnios se classificam como “antissociais”, quando moralmente repreensíveis, ou “antijurídicos”, quando proibidos expressamente pelo ordenamento.

A esta altura, não é difícil perceber que é a partir desta atuação limitante que se impõe o poder diretivo do Estado. A possibilidade de se fazer tudo aquilo que não esteja expressamente proibido é, portanto, pilar do caráter diretivo da atuação Estatal. O progresso poderia ser, de certo modo, acelerado quando os desígnios da sociedade estivessem alinhados não para a preservação de uma ordem imposta pela tradição e justificadas na religião. A mobilidade de classes daria aos menos abastados a possibilidade de crescimento, desde que munidos das mesmas ferramentas, cuja legislação garantiria a igualdade de acesso. O sistema representativo garantia, por outro lado, que os ocupantes dos mais altos postos não cedessem ao canto do absolutismo e da tirania.

O exercício de todas as faculdades necessárias à formação de uma sociedade considerada justa e igualitária, porém, exigia que o indivíduo possuísse não apenas consciência das suas propostas, mas independência de forças manipuladoras que pudessem levar a vontade da população a locais distintos daqueles que, racionalmente, seriam os mais adequados. Para evitar que se caísse em tentação, fazia-se necessária a independência material. A direção a sociedade somente poderia ser feita por um proprietário de tais recursos mínimos. Assim um político “ideal” para Weber<sup>18</sup> deveria ser economicamente independente, afirmando ser “*indispensável possuir*

---

<sup>18</sup> WEBER, Max. “Ciência e Política: Duas Vocações”. Cultrix, São Paulo, ed. 20, 1981. P. 65: O homem político deve, em condições normais, ser economicamente independente das vantagens que a atividade política lhe possa proporcionar. Quer isso dizer que lhe é indispensável possuir fortuna pessoal ou ter, no âmbito da vida privada, situação suscetível de lhe assegurar ganhos suficientes. Assim deve ser, pelo menos em condições normais, pois que os seguidores do chefe guerreiro dão tão pouca importância às condições de uma economia normal quanto os companheiros do agitador revolucionário. Em ambos os casos, vive-se apenas da preta, dos roubos, dos confiscos, do curso forçado de bônus de pagamento despidos de qualquer valor — pois que tudo isso é, no fundo, a mesma coisa. Tais situações são, entretanto, necessariamente excepcionais; na vida econômica de todos os dias, só a fortuna pessoal assegura independência econômica. O homem político deve, além disso, ser “econômicamente disponível”, equivalendo a afirmação a dizer que ele não deve estar obrigado a consagrar toda a sua capacidade de trabalho e de pensamento, constante e pessoalmente, à consecução da própria subsistência. Ora, em tal sentido, o mais “disponível” é o capitalista, pessoa que recebe rendas sem nenhum trabalho, seja porque, à lança dos grandes senhores de outrora

*fortuna pessoal*" e deve ser economicamente disponível— ou seja, “não deve estar obrigado a consagrar toda a sua capacidade de trabalho e de pensamento, constante e pessoalmente, à consecução da própria subsistência”. Conclui que o mais adequado, portanto, é o “capitalista”, ou seja, aquele que “*recebe rendas sem nenhum trabalho, seja porque, à semelhança dos grandes senhores de outrora ou dos grandes proprietários e da alta nobreza de hoje, ele as aufere da exploração imobiliária, seja porque as aufere em razão de títulos ou outras formas análogas*”. A propriedade, portanto, passa a ser elemento central da política e, por meio desta, tecnologia de dominação destes sobre aqueles desprovidos da propriedade.

É evidente, portanto, que os conceitos de propriedade não é exclusivamente uma formulação jurídica, mas reflete idiosincrasias históricas e materiais, haja vista sua estreita relação com o trabalho e a produção de recursos novos por meio desse. Outrossim, divide a sociedade em duas grandes categorias, proprietários e não proprietários, cuja divisão se torna tão mais acentuada quanto maior for a desigualdade na distribuição dos recursos — que se avoluma ao longo das décadas, invariavelmente.

Tomando-se esta percepção, é forçoso afirmar, como fez Olindo, que o “*conceito de propriedade, de sentido predominantemente objetivo, tem natureza econômico-jurídica e expressa uma relação de pertinência entre a coisa e a pessoa*”<sup>19</sup>. Não por outro motivo a propriedade está intimamente ligada à justiça social e distributiva que se constroem em uma determinada situação histórica. A religião, moral e a economia, por exemplo, são bases fundantes das noções de propriedade, enquanto o direito atua como ferramenta de consolidação dessas por meio de um sistema que protege o bem jurídico na sua acepção vigente.

Diante desse contexto, passa-se a discorrer de forma breve sobre os paradigmas a que se vincularam as mais destacadas formas de propriedade a partir do século XIX. Destaca-se que tais categorias são utilizadas apenas para fins didáticos. No próprio direito brasileiro se desconhece a vertente antagônica que se costuma, por exemplo, ser utilizada na distinção entre Estado Liberal e Estado de Bem-Estar Social — como se houvesse mudança de paradigma tamanho que levaria à exterminação de uma ou outra forma de propriedade. Como será mais bem discorrido no capítulo

---

ou dos grandes proprietários e da alta nobreza de hoje, êle as aufere da exploração imobiliária — na Antiguidade e na Idade Média, também os escravos e servos, — representavam fontes da renda seja porque são análogas.

<sup>19</sup> MENEZES, Op. Cit, p. 150.

II, a propriedade no Brasil sempre oscilou, em diferentes graus, entre as políticas econômicas de maior tendência liberal e as de viés mais acentuado da intervenção Estatal. Por derradeiro, as inovações legislativas também assim se alocaram, a exemplo dos distintos modelos de políticas públicas associadas ao SFH e ao SFI.

No subtópico seguinte, será discutido o Estado na condição de agente de regulação econômica, bem como o seu papel na promoção da justiça social, passando pela sua formação histórica e pelo seu papel na intersecção entre o Direito e a Economia.

## **1.2. A formação do Estado e sua vinculação com a instituição da propriedade**

Passa-se a fazer uma breve caminhada histórica para mais bem compreender a formação dos direitos de propriedade ao longo da história, tentando relacionar os acontecimentos, também, com o desenvolvimento dos instrumentos econômicos modernos e do Estado nacional<sup>20</sup>.

Na Idade Média, a propriedade imobiliária e os direitos de monopólio na exploração de um bem imóvel eram obtidos a partir da concessão de privilégios de ordem pessoal entre um Rei e seus vassalos. Estes, por sua vez, faziam cessões de parte dos direitos recebidos a terceiros, no intuito de criar uma rede descentralizada de poder.

A descentralização do poder tornava pouco atrativa a consolidação e o *enforcement* de uma legislação única, especialmente diante da grande autonomia dos vassalos em relação aos suseranos. O senhor feudal tinha direito hereditário à utilização da terra e ao monopólio de atividades que requeriam altos investimentos (como os moinhos, fornos e outros), garantindo-se, em troca, o fornecimento de unidades militares para a formação de exércitos temporários quando requisitado pelo Rei. Por outro lado, tinham o dever de solucionar os conflitos (por meio de um sistema de justiça rudimentar capitaneados por eles próprios) e de defender o feudo contra ameaças internas ou externas. Soma-se a isso a forte presença da Igreja Católica, que trazia um conjunto de

---

<sup>20</sup> Para tanto, escolheu-se o modelo de surgimento do Estado descrito por North em *The Rise of the Western World: A New Economic History*. Apesar de o Autor ter mudado sua concepção sobre o Estado em trabalhos posteriores — as limitações do modelo trazido, chamado de “estado neoclássico”, são objeto de revisão e expansão pelo próprio Autor em seu trabalho posterior, *Structure and Change in Economic History*, esta possui um caráter elucidativo que facilitará o entendimento da evolução histórica da compreensão do Estado, das características e pressões intrínsecas sofridas ao longo do seu desenvolvimento.

regras de cunho moral (e jurídico, como o direito canônico), e não é difícil compreender a centralidade dos costumes como fontes de direitos e obrigações.

Diante da abundância de terras inexploradas neste momento histórico — quase equivalente disponibilidade do ar e de valor econômico não maior do que esse<sup>21</sup> — e, em contraste, a escassez do fator trabalho<sup>22</sup>, a aquisição do bem imóvel, em si, não era um ponto de conflito tão relevante e/ou recorrente entre servos e senhores. Isso, porque a terra sem o trabalho não continha um valor intrínseco socialmente validado. Não por outro motivo, era usual a organização do trabalho de cultivo da terra de forma comunitária, em que se contribuía com o plantio comum, garantindo-se parcela dos excedentes, e podendo, também, cultivar em um pedaço de terra “própria”. A escassa regulamentação dos direitos de propriedade tornava quase inexistente a possibilidade de aquisição de terras por esses durante a maior parte do período histórico.

O trabalho era a base do sistema social então vigente, em que o cultivo nas terras do senhor feudal era utilizado como “moeda de troca” para se obter proteção contra as ameaças internas e externas que, costumeiramente, estavam à espreita.<sup>23</sup> Apesar de uma visão com olhos contemporâneos trazer estranheza, frente à dificuldade de se quantificar, parametrizar e avaliar a comutatividade do trabalho executado pelo servo e da proteção servida pelo senhor feudal, North argumenta que o sistema era eficiente para aquele momento histórico, em que os custos de supervisão e medição das atividades variadas desempenhadas pelos servos era proibitivo.

Além disso, as grandes extensões territoriais dos feudos contribuía com uma relativa facilidade de se movimentar de um feudo para o outro, existindo uma certa “concorrência” pela atração de força de trabalho, o que desincentivava a adoção de sistemas cuja exploração dos servos ocorresse de forma mais extrema. Noutro norte, também não era atrativo aos servos tentar realizar a proteção das suas terras de forma individual ou organizar exércitos temporários na defesa contra invasores externos, tendo em vista que as unidades militares poderiam ser providas pelo senhor feudal a um custo muito mais reduzido em comparação com a auto-organização. Isso, porque o senhor feudal tinha a seu favor a economia de escala da provisão de bens públicos (*public goods*) e do *enforcement* do sistema jurídico.

---

<sup>21</sup> NORTH, *op. Cit*, p.32.

<sup>22</sup> *Ibid*, p. 32.

<sup>23</sup> *Ibid*, p. 20: “[...] a chave para o acordo contratual eram os serviços de mão de obra em troca da proteção do senhor”.

Diante desse cenário, North destaca que, na ausência de um sistema de mercado organizado, as trocas entre produtos e serviços não seria eficiente, já que transações como essas dependeriam de negociações extensas, levadas caso a caso, “sobre o que produzir, quanto produzir, o valor do produto a ser adquirido pelo senhor feudal e seriam afetados por variações na disponibilidade decorrentes das sazonalidades”. Entretanto, as condições descritas não perduraram *ad eternum*. Como ressaltado por North<sup>24</sup>:

A difusão do comércio (e a utilização concomitante do dinheiro como unidade de conta) alterou as condições económicas básicas que fizeram do feudo clássico um arranjo institucional eficiente. Antes do desenvolvimento de um sistema de mercado viável, um acordo de partilha de fatores de produção proporcionava tanto aos senhores como aos vassallos as misturas de consumo desejadas ao menor custo.

Mas agora que o mercado podia ser usado para trocar bens e o dinheiro podia servir para medir o produto, era evidente que eram necessários custos de transação mais baixos para estabelecer um sistema de salários, rendas ou ações por contrato. A relação senhorial sofreu uma mudança irreversível e, embora os costumes do feudo reduzissem a velocidade da transição, os senhores e servos, porque existia um mercado, estavam cada vez mais dispostos a comutar anualmente as dívidas laborais em pagamentos em dinheiro, e os senhores para alugar suas propriedades.

Não é difícil perceber que a organização de mercados evidenciaria as ineficiências do feudo clássico que, gradualmente, seria suplantado pelo novo paradigma. Este período de transição em direção ao Estado Moderno foi solo fértil para conflitos e para violência. Os recursos obtidos por meio das obrigações feudais estavam em franco declínio, enquanto a necessidade de obtenção de novas fontes era cada vez mais presente. Isso decorreu, segundo North, da queda populacional, o que reduziu as rendas obtidas da terra e, ao mesmo tempo, ocasionou um aumento dos salários. As mudanças nas tecnologias militares também demandavam especialização por meio de treinamento e coordenação, o que não era obtido de forma eficiente por meio de organização de unidades militares temporárias. Os recursos financeiros necessários à mera sobrevivência (ou seja, à formação de exércitos para proteção) aumentaram de forma substancial.

Por conseguinte, a segurança da população reduziu drasticamente, levando a um igualmente drástico aumento dos custos de transação. Inicialmente, a contratação de mercenários (facilitada pelo aumento dos recursos que eram obtidos pelos novos impostos sobre o comércio) permitiu à coroa realizar incursões militares sem que fosse necessário contar com os seus vassallos, lançando mão da contratação de mercenários. Esses, apesar de terem um custo baixo, eram

---

<sup>24</sup>*Ibid*, p. 22.

reputados como violentos e perigosos – não apenas aos inimigos, mas também para os próprios contratantes dos seus serviços<sup>25</sup>.

A instabilidade política e a anarquia institucional ocorridas durante a transição resultaram em lutas de poder e guerras civis. Germinava, então, a formação de Estados nacionais. North destaca que a formação não foi unitária e muito menos pacífica. “Seja por casamento, compra, perfídia, intriga ou conquista militar, o Estado-nação substituiu o baronato feudal como sede do poder coercitivo no final do período”<sup>26</sup>. O Estado passou a receber a chancela para exercer o monopólio da violência física, com a centralização viabilizada pela instauração de um número cada vez maior de unidades militares permanentes. Dessa maneira, restaram cada vez mais fragilizados os senhores feudais em suas posições de poder que herdaram da tradição (convenções sociais).

A estrutura da propriedade feudal foi esgotada de forma irrevogável, haja vista a grande insegurança jurídico-institucional e os altos custos de transação envolvidos para a realização das trocas necessárias à maturação da economia de mercado. O arranjo institucional foi alterado. As normas sociais — incluindo-se aqui não somente o aparato jurídico, mas também as convenções — foi substancialmente alterado, impondo efeitos sobre a relação com o trinômio Estado, Mercado e Sociedade.

Já não eram mais as tradições feudais que pautavam as relações. Técnicas inovadoras na agricultura aumentaram a disponibilidade de alimentos, contribuindo para o crescimento populacional; e a especialização das atividades que eram praticadas nas manufaturas contribuíram para a formação de guildas, que seriam centrais na solução de disputas comerciais e na criação de reservas de mercado em nível local. A interação entre tais núcleos e o Rei levariam à edição de normas que favoreceriam os comerciantes. Essas também favoreceriam o monarca, já que obtinha em troca recursos oriundos das obrigações tributárias decorrentes, por exemplo, da concessão de monopólios a determinados atores.

A atividade comercial, cada vez mais frequente e territorialmente espalhada, foi fundamental neste período formativo das bases modernas dos direitos de propriedade. A demanda por maior segurança jurídica e intervenção do Estado como mediador e regulador das relações

---

<sup>25</sup> *Ibid*, p.86.

<sup>26</sup> *Ibid*, p. 82.

econômicas e sociais. Não demorou para que o interesse nas fontes de potenciais receitas tributárias fizesse proliferar um conjunto de leis que tinha por objetivo o incremento da segurança física e jurídica. Também eram comuns disposições legais que estabeleciam monopólios locais e barreiras de entrada a potenciais competidores, visando ao fomento da atividade comercial. E, como ressaltado por North, as associações de mercantes e artesãos estavam dispostas a pagar pelo privilégio da exclusividade, que somente poderia ser outorgado pelo poder central.

Os países que exploraram as oportunidades oriundas da emergência de um novo arranjo institucional tiveram como consequência a criação de um aparato estatal mais robusto. O aumento da atividade comercial demandou a criação de um corpo jurídico-institucional que abarcasse a defesa, proteção e o *enforcement* dos direitos de propriedade não de modo regionalizado, mas com abrangência cada vez maior. Por consequência, houve a internalização de uma gama de custos de transação que eram incorridos, até então, em comércios de longa distância que se davam dentro de um mesmo país. Como defendido por North<sup>27</sup>, a provisão de serviços governamentais alcançava benefícios de escala, uma vez que a definição de um determinado conjunto de direitos de propriedade poderia servir de base para uma série indefinida de outros direitos semelhantes a um custo baixo, enquanto o estabelecimento de um sistema judiciário para mediar os conflitos e fazer o *enforcement* dos direitos criados seria cada vez mais eficiente, uma vez que o desenvolvimento dos direitos de propriedade e do sistema judiciário teriam um efeito aditivo com relação à especialização e à redução dos custos de transação decorrentes da segurança jurídica que seria estabelecida.

Com isso, é possível identificar o papel central que os mercados exerceram na formação e conformação do Estado e dos direitos de propriedade, de modo que se tornaram quase indissociáveis<sup>28</sup>. Isso, porque as sucessivas guerras travadas no período de consolidação dos Estados nacionais tiveram o seu financiamento obtido a partir de empréstimos obtidos junto ao setor privado. Em parte, foi necessário recorrer a esses diante da queda de arrecadação das unidades feudais, que estavam em franco declínio. Percebe-se, portanto, que os Estados nacionais, enquanto ainda em estado embrionário, foram assolados por uma crise fiscal. E a forma como se conduziu o

---

<sup>27</sup> *Ibid*, p. 94.

<sup>28</sup> *Ibid*, p. 94 “Começando com a ascensão do mercado, em toda a Europa Ocidental cada vez mais funções de governo foram assumidas por unidades políticas regionais e nacionais, numa onda crescente que levou eventualmente à criação de Estados-nação”.

enfrentamento desta situação foi, em muitos casos, uma condição para o sucesso ou o fracasso desses. North destaca duas condições de “sobrevivência” para os Estados naquele período.

A primeira condição era de natureza militar: a capacidade de geração de recursos para a realização de investimentos em armamento, contratação de mercenários e manutenção de um exército. Isso se daria por meio da tomada de empréstimos junto aos bancos de países que já haviam alcançado um grau de prosperidade significativo, como a Itália e a Alemanha<sup>29</sup>. Entretanto, a realização de tais empréstimos seria arriscada por natureza, já que o monarca era soberano e, portanto, não se possuía garantia do retorno dos valores investidos diante de um inadimplemento. Assim, o custo de captação dos recursos era alto e demandava um volume significativo de garantias, usualmente a partir da concessão de monopólios sobre um determinado setor.<sup>30</sup>

A segunda condição de sobrevivência seria a capacidade de pagamento das dívidas que, considerando o alto custo associado e o volume substancial de recursos necessários à realização das incursões bélicas, tornava necessário a obtenção de fluxos financeiros incrementais. Caso assim não o fizesse, a fragilizada composição de interesses que asseguravam a estabilidade institucional poderia ser seriamente abalada.

Dessa maneira, a crise fiscal e a tensa relação com os credores privados levaram os Estados a uma franca disputa pelos recursos necessários à sua sobrevivência. Neste ponto, North ressalta que aqueles que conseguiram ser mais eficientes em solucionar os seus problemas fiscais e obter novas fontes de recursos tenderam a solidificar sua posição. Noutra parte, aqueles que não conseguiam se reequilibrar financeiramente teriam o seu acesso ao crédito restrito cada vez mais limitadas, comprometendo até mesmo a capacidade de conter revoltas internas ou ameaças externas. Em ambos os casos, fragilizada a posição na competição internacional, o destino mais provável seria a absorção por outro Estado ou a destituição do monarca.

Fazia-se vital, portanto, a construção de um aparato institucional que permitisse tanto a superação das crises financeiras quanto o desenvolvimento de um sistema econômico que fosse

---

<sup>29</sup> *Ibid*, p. 96 “Havia a possibilidade de pedir dinheiro emprestado, como de facto uma longa sucessão de banqueiros, primeiro italianos e depois alemães, pôde atestar, e esta era uma forma importante de enfrentar a crise de curto prazo de uma guerra”.

<sup>30</sup> *Ibid*, p. 94 “No entanto, um príncipe não poderia ser processado e, conseqüentemente, o credor exigia uma alta taxa de juros (geralmente disfarçada para evitar as leis usuárias) pelo alto risco, ou garantia (no início eram as terras da coroa, depois as joias da coroa, ou a agricultura aduaneira ou concessões de monopólio).”

estável o suficiente para garantir uma fonte de recursos que fosse não apenas vultosa, mas em constante crescimento, acompanhando os altos juros cobrados pela dívida. Além disso, tal sistema deveria ser organizado sem que afetasse diretamente o interesse dos credores do Estado, de quem dependia para a sobrevivência no ambiente político. Conclui North<sup>31</sup> que “*o desenvolvimento de uma fonte regular de receitas para pagar os empréstimos foi a influência que direcionou as relações entre o Estado e o setor privado*”.

A relação entre o Estado e o Mercado foi fundada, portanto, nas concessões aos credores. O Estado passaria a beneficiar o setor privado, mediante a redefinição ou maior *enforcement* dos direitos de propriedade. E é possível relacionar a quantidade de recursos exigidos no período pelos credores com a construção de um ambiente mais favorável ao setor privado.

Segundo North<sup>32</sup>, após aferir quais os retornos potenciais ao Estado, por meio de uma avaliação de quais são os setores econômicos que, se taxados, dispunham do maior potencial de retorno efetivo. A partir daí, a criação ou alteração de um direito de propriedade deveria levar em consideração o fluxo seguinte: (i) aferir os benefícios sociais brutos, considerando que será subtraída parte das receitas e poupanças dos referidos setores para direcionar ao Estado; (ii) estimar os custos de transação envolvidos em se criar um novo arranjo institucional, mediante aferição dos custos de negociação com aqueles que sejam afetados, assim como os de planejamento, percentual de tributação e *enforcement* dos novos direitos de propriedade; (iii) calcular se o benefício líquido — ou seja, os benefícios sociais esperados subtraídos dos custos de transação envolvidos — são suficientes para se impor a nova conformação.

Neste momento embrionário, porém, as necessidades do Estado com relação ao recebimento de receitas (formação da estrutura fiscal para garantir empréstimos que os tornariam aptos à manutenção da sua sobrevivência) era pouco ou nada relacionado com a racionalidade das escolhas ou a busca pela eficiência na alocação dos recursos. Pelo contrário, neste período se observou uma intensa dissonância entre as taxas de retorno privada e social da maior parte das atividades realizadas. A avaliação realizada era a de maximização dos retornos de curto prazo, com pressões pungentes para o desenvolvimento de mecanismos que se desenharam sob intensa pressão.

---

<sup>31</sup> *Ibid*, p. 98.

<sup>32</sup> *Ibid*, p. 98.

Cabe repisar que a maneira como o Estado lida com as crises fiscais impacta de forma determinante: (i) na soberania do Estado para tomar decisões que beneficiem a sua população e permitam o desenvolvimento de atividades com maior proximidade das taxas de retorno privada e social; e (ii) na trajetória da economia, de modo que as decisões tomadas em um determinado momento alteram de forma irreversível a trajetória. North<sup>33</sup> expressamente destaca este último como o principal ponto de seu argumento:

Como era certo que estes favores iriam para quem pagasse mais, não havia garantia de que estas mudanças institucionais seriam mais eficientes do ponto de vista da sociedade; dada a situação dos direitos de propriedade em 1500, a taxa de retorno privada na maioria das atividades tendia a ser substancialmente diferente da taxa social. Aqui, exatamente, está um ponto crucial no nosso argumento: as diferenças no desempenho das economias da Europa Ocidental entre 1500 e 1700 deveram-se principalmente ao tipo de direitos de propriedade criados pelos estados emergentes em resposta à sua contínua crise fiscal.

Isso favoreceu a criação de reserva de mercado às atividades econômicas desenvolvidas, já que: (i) favoreciam os interesses dos credores, internos ou externos; e (ii) em momentos de crise e necessidade de realização de tomada de decisões rápidas, os custos de transação eram menores com estruturas monopolistas ou oligopolistas.

Assim, ainda que ineficientes no longo período, os arranjos garantiam benefícios privados facilmente identificáveis, o que reduzia os custos ao Estado para tributação das atividades, assim como a negociação que se fazia necessária, já que seria mais fácil determinar o percentual máximo que seria suportado pelos afetados sem que fosse formado um cenário de crise de confiança. Em oposição, quanto mais fragmentado for o mercado, maior seriam as dificuldades em identificar e negociar com os beneficiários, além de haver incerteza mais acentuada diante da dificuldade de se coletar as taxas de um número substancialmente maior de pessoas.

Conclui-se que as relações entre o Estado e o Mercado contribuíram de forma determinante para a criação dos direitos de propriedade. A consequente estrutura fiscal que foi posta em prática criou discrepância entre o poderio dos Estados e a formação de estruturas internas de captura, por meio de monopólios e oligopólios. Assim, os benefícios privados das atividades tornavam-se cada vez mais concentrados em uma classe de comerciantes não-nobres (burgueses), que passariam a reclamar crescente participação na tomada de decisões do Estado, haja vista a intrínseca conexão que havia entre ambos. Ao longo desta jornada, a soma do agregado das

---

<sup>33</sup> NORTH, Douglass C., “*Structure and Change in Economic History*”, Norton, New York, 1981. P. 28.

escolhas tomadas por cada um desses criou as bases (e os limites) para o desenvolvimento econômico que seria obtido nas décadas e séculos subsequentes de forma crucial<sup>34</sup>.

Entre os séculos XVII e XIX, a burguesia, ascendente e inquieta, viveu seu “período heroico”<sup>35</sup>, marcado pelo anseio de transformações profundas no sistema político e na própria concepção do Estado. A sua ascensão à classe dominante ocorreu após grandes marcos de ruptura com o absolutismo, tais como a Revolução Gloriosa Inglesa (1688-1689), a Guerra de Independência dos Estados Unidos (1775-1783) e a Revolução Francesa (1789-1799).

### **1.3. O Estado e a propriedade liberal**

As revoluções do século XVIII consolidaram avanços obtidos pela burguesia e justificados a partir de um novo marco teórico: a ideologia liberal. Para esta, tinha-se como fontes da nova organização social a doutrina dos direitos subjetivos e a liberdade, vista não em um sentido abstrato, mas como o fio condutor das decisões sociais. Era a partir da liberdade que era possível o exercício pleno dos direitos de propriedade. Foi vislumbrado, portanto, um modelo de Estado em que as “regras do jogo” não seriam determinadas pela aristocracia segundo seus próprios interesses. Para este trabalho, importa compreender de que maneira Estado, mercado e propriedade se posicionam neste momento histórico de profundas mudanças institucionais, que ainda ressoam até o presente momento nos ordenamentos jurídicos e na economia.

Como visto no subcapítulo anterior, a lógica de aquisição da propriedade como fruto do trabalho e como moeda de troca para a garantia de segurança interna e externa eram a regra no sistema feudal descentralizado. Além disso, a abundância de terras inexploradas desincentivava um sistema de acumulação que se beneficiasse dos imóveis em proporção distinta à do trabalho nela

---

<sup>34</sup> *Ibid*, p. 100: “Dado um horizonte temporal tão reduzido, não é de todo surpreendente que a maximização do valor actualizado do rendimento do Estado conduza frequentemente à formação de direitos de propriedade que, na verdade, estrangularam a expansão económica. Por outro lado, uma combinação diferente de fatores pode, talvez acidentalmente, levar ao estabelecimento de direitos de propriedade mais propícios ao crescimento a longo prazo”.

<sup>35</sup> NEVES, Victor. MORAES, Livia. “Teoria Social e Crítica da Economia Política: questões de método”. In: Introdução à crítica da financeirização: Marx e o moderno sistema de crédito. Org: MELLO, Gustavo Moura de Cavalcanti e NAKATANI, Paulo. Expressão Popular. São Paulo. 2021.p. 16

empenhado. Porém, as alterações institucionais em curso se colocaram em rota de colisão com a tradição.

Isso, porque, como se vê em Locke<sup>36</sup>, é a doutrina liberal da propriedade a diretamente com a liberdade. Nas palavras do autor: “*o objetivo grande e principal [...] da união dos homens em comunidade, colocando-se eles sob governo, é a preservação da propriedade*”. Montesquieu, por sua vez, também é expresso ao compreender que os direitos de propriedade são melhor protegidos em uma república do que em uma monarquia<sup>37</sup>. É necessário, portanto, o aprofundamento em relação a essa inovação no campo jurídico e econômico.

Para Locke, apesar da existência de ampla liberdade para acumulação de bens materiais, esse ainda defendia certa moderação a partir de uma aceção moral vinculada à doutrina cristão, especialmente quanto à edificação do indivíduo a partir do trabalho.

Naquele momento, a burguesia se encontrava justificada em sua propensão a acumular posses materiais na vertente protestante, em oposição à doutrina católica que era mais afeta a uma vida módica, contrária à usura e aos excessos associados ao capital. Max Weber relata ser clara a “*maior participação relativa dos protestantes na propriedade do capital, na direção e nas esferas mais altas das modernas empresas comerciais e industriais*”<sup>38</sup>.

Para Locke, fazia-se necessário estabelecer um parâmetro de acumulação máximo que, no limite, garantisse que ainda “*restassem terras para os demais homens*”. Além disso, considerava como justificada moralmente a acumulação de posses que tenham sido adquiridas “*pelo trabalho e [esta] seria legítima somente enquanto o titular pudesse dela usar e desfrutar. Tudo o que excedesse ao utilizável e ao conveniente pertenceria a outros homens*”<sup>39</sup>.

Da análise do contexto histórico, é possível compreender que, apesar da maior concentração de recursos financeiros na mão da burguesia, houve grande dificuldade na derrota da aristocracia absolutista. As enraizadas instituições da Coroa e da Igreja, que se espalhavam por todos os pontos da vida dos súditos, demandavam a construção de um sistema de justificativa

---

<sup>36</sup> LOCKE, John. “Segundo tratado sobre o governo”. São Paulo: Editora Abril.1983, p. 82

<sup>37</sup> MONTESQUIEU, C. S. “Do espírito das leis”. São Paulo: Editora Abril, 1979, p. 285: “[...]uma maior certeza da propriedade, que se acredita ter nesses estados faz com tudo se empreenda; e, porque se acredita estar seguro do que se adquiriu, arrisca-se cada vez mais”.

<sup>38</sup> WEBER, Max. “A ética protestante e o espírito do capitalismo”. Martin Claret, São Paulo, p. 39

<sup>39</sup> FRAZÃO, Ana. “Empresa e Propriedade: função social e abuso de poder econômico”. Quartier Latin. São Paulo. 2006.p. 36.

holístico, com vistas não apenas de se angariar apoio para suplantar a força da aristocracia, de tradição católica, mas para justificar o exercício do poder pela burguesia quando da sua vitória.

Esse objetivo foi alcançado por meio da construção de uma Teoria Social que abrangia não apenas os aspectos políticos de um novo sistema de governo, mas também estabeleceu uma justificação baseada na razão e na utilização racional dos bens que dispunha o Estado. Propunha-se que o uso eficiente garantiria uma maior justiça na distribuição dos recursos, a partir de uma perspectiva meritocrática, independentemente de estamentos sociais.

Neste ponto, cabe destacar que a alta familiaridade dos burgueses, com a atividade comercial levou os teóricos a formularem teorias sobre o funcionamento das relações econômicas e a desvendar relações entre as mazelas sociais e as más escolhas (políticas, jurídicas e sociais). O fruto do esforço concentrado dos teóricos em minar as bases de um regime decadente deu origem à Economia Política. Essa tinha por objetivo “*constituir um elenco articulado de ideias, fundando uma visão de conjunto da vida social, abrangendo aspectos econômicos, morais, sociais, políticos*”.

Todos esses aspectos eram necessários à formação da identidade burguesa, que se diferenciava da aristocracia por suas posses (monetárias, em oposição a fundiárias<sup>40</sup>), religião e compreensão sobre o objetivo do Estado. Esta última, fundada na ideia de que certas práticas sociais eram “naturais”, como na física e química, que também faziam progressos significativos naquele momento histórico. Assim, “bastaria à razão humana descobrir as categorias centrais, determinantes da produção de riqueza e, a partir daí, manejá-las corretamente para garantir a conquista dos seus objetivos, tais como a elevação geral do padrão de vida e o enriquecimento nacional”<sup>41</sup>.

Este seria a formatação política de um Estado construído sob as fundações de um sistema cuja liberdade individual do proprietário sobre o comando do bem não se fazia aparecer acompanhada sobre a reflexão jurídica a respeito das repercussões sociais do seu exercício<sup>42</sup>, sendo tal papel relegado à moralidade. Tal qual na doutrina econômica, em que a “mão invisível” garante

---

<sup>40</sup> Não por outro motivo, Locke não defenderia, como para a propriedade fundiária, a existência de limitações à acumulação de recursos monetários, como afirma Frazão, *ibidem*, p. 37.

<sup>41</sup> NEVES e MORAES, *op. Cit.*, p. 17

<sup>42</sup> FRAZÃO, *op. Cit.*, p. 34

que as taxas de juros naturais tenderiam, no longo prazo, a equilibrar oferta e demanda por meio do sistema de preços, o equilíbrio social seria atingido naturalmente, desde que se utilizasse de um novo sistema jurídico dotado da enunciação formal dos direitos e liberdades individuais.

Enquanto uma ideologia revolucionária e de oposição, o liberalismo pregava que o poder do Estado deveria ser sempre minimizado e mitigado. Isso levou à formulação de regras que limitavam sua atuação a dois grandes eixos: o poder de polícia e à estabilidade das relações contratuais. “*Liberdade, segurança e propriedade constituem o lema da construção liberal da sociedade política*”<sup>43</sup> — este é o resumo do paradigma do Estado Liberal.

Porém, o Liberalismo precisou, após a ascensão à classe dominante e à onda de deposições de monarcas que se iniciou no Século XVIII, adaptar-se a uma nova realidade. Não era mais cabível uma postura “de oposição” quando estavam a comandar o Estado. Logo, de classe interessada na transformação das relações sociais, políticas e econômicas vigentes, passou a ser a principal interessada em sua manutenção<sup>44</sup>.

Surge, então, a corrente conservadora de pensamento. Essa, apesar de aceitar a necessidade de mudança e aprimoramento institucional, não deveria esta ser levada a cabo por meio de grandes revoluções, mas por meio de reformas graduais. “*Seria necessário sempre combinar o não inteiramente novo ao não inteiramente obsoleto, evitando que métodos violentos, vistos como deploráveis, obscurecessem objetivos considerados louváveis*”<sup>45</sup>.

A tal corrente, filiaram-se os “déspotas esclarecidos” que, cientes do iminente colapso do regime absolutista, tentaram conformar as instituições para dar sobrevida ao antigo regime. Dentre esses, podem ser citadas as experiências de Marquês de Pombal, na condição de Ministro do rei Dom José I. Também pode-se encontrar reminiscências do despotismo esclarecido no Brasil de Dom Pedro II, que contava com apoio do Partido Conservador (que se opunha ao Partido Liberal no parlamento). Esse retrato é bem formulado por Gilberto Freyre<sup>46</sup>:

Este, o seu drama -o drama ou a tragicomédia? – da Monarquia no Brasil do século XIX: um Brasil predisposto ao governo de um Arqui-Patriarca, cujo palácio fosse uma arqui-Casa Grande e cuja figura só surgisse aos olhos do povo a cavalo, as esporas de outro tintilando como as de um Carlos Magno da história de Trancoso. [...] D. Pedro como que

---

<sup>43</sup> MENEZES, *op. Cit*, p. 159.

<sup>44</sup> NEVES e MORAES, *op. Cit*, .p. 17

<sup>45</sup> NEVES e MORAES. *Ibidem*. P. 18.

<sup>46</sup> FREYRE, Gilberto. “Perfil de Euclides e outros Perfis”. Rio de Janeiro: Record, 1944. p.134

evitou governar monárquica, patriarcal e brasileiroamente o Brasil para dirigir segundo uma combinação toda sua de “poder pessoal” com conceitos de ideologia liberal [...] a Dom Pedro faltou mais uma vez a noção da necessidade de ser brasileiroamente tradicionalista contra os excessos burguesamente liberais de sua época.

Como já antecipado, não é possível afirmar que, no Brasil, houve um modelo de propriedade liberal no sentido clássico (*laissez faire*). Curtos e esparsos foram os períodos em que o Estado saiu da condição de protagonista ao financiamento da atividade no âmbito econômico. Quando o fez, como no Encilhamento, foi pouco duradouro e não chegaram a impactar significativamente a propriedade do ponto de vista institucional. Não por outro motivo afirmou Joaquim Nabuco<sup>47</sup> que “*em todo tempo, grandes figuras financeiras, industriais tinham crescido à sombra da influência e proteção que Ihes dispensava o governo*”.

Tanto o liberalismo político quanto o econômico entraram no país como uma ideologia utilizada com um objetivo claro, o de trazer maior liberdade econômica para as elites e o de influenciar e direcionar o comportamento popular, com o propósito de dar sustentação teórica ao poder vigente. A vertente política, em especial, serviu para justificar o sistema “constitucional” existente à época. Isso, porque o liberalismo clássico, que se expressa essencialmente no constitucionalismo, tem como caráter fundamental a limitação legal do poder, expressando-se, nas suas concepções ideais, como a antítese do arbítrio<sup>48</sup>. Porém, a supremacia da legislação sobre todos, incluindo-se o monarca, nunca foi efetivamente praticado.<sup>49</sup>

Por certo, as relações familiares e patriarcais existentes, com trabalho servil, profundamente vinculadas, no âmbito político — e até mesmo comercial, como por meio das Juntas de Comércio, que serão exploradas de forma breve a seguir — não espelhavam tal objetivo. É possível afirmar, como fez Gilberto Freyre, que não houve a falha de implementação deste sistema no Brasil, mas uma “não-tentativa”. Era um liberalismo retórico e não praticante, que pouco tinha

---

<sup>47</sup> NABUCO, Joaquim. “Um estadista do Imperio: Nabuco de Araujo : sua vida, suas opiniões, sua época”. Rio de Janeiro. 1899: “Desde o principio, o calor, a luz, a vida para as maiores empresas, tinha vindo do Tesouro. Em todo tempo, as grandes figuras financeiras, industriais tinham crescido à sombra da influência e proteção que Ihes dispensava o governo; esse sistema só podia dar em resultado a corrupção e a gangrena da riqueza pública particular”.

<sup>48</sup> FAORO, R. A aventura liberal numa ordem patrimonialista. Revista USP, [S. l.], n. 17, p. 14-29, 1993. DOI: 10.11606/issn.2316-9036.v0i17p14-29. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/revusp/article/view/25950>. Acesso em: 13 out. 2023. P. 26.

<sup>49</sup> FAORO, *ibid.*, P. 26.

de liberal e muito de patrimonialista. O Estado não seria uma expressão de poder popular, mas um prolongamento do poder do *pater-familias* na política<sup>50</sup>.

Observa-se que a classe dominante, cuja coesão se dava pelas instituições da família e da propriedade, traziam em sua retórica liberal-conservadora o desejo da “modernidade” — obsessivamente atrelada à necessidade de desvincular-se da “subcategoria” de colônia, cuja alcunha leva à redução da importância em um contexto global. A superação da subalternidade frente à metrópole, seria, portanto, o principal objetivo da elite brasileira. E isso não poderia ser realizado sem que se alavancasse os investimentos a partir da capacidade econômica estatal. O plano era de que o desenvolvimento econômico fosse obtido a partir de uma abordagem *top-down*. Ou seja, sem a inclusão das populares no circuito econômico, mas *apesar* delas. Um poder que “*comprometido com a ordem, poria, acertando o passo, o país atrasado na fila dos adiantados, sem ser perturbado pelo povo*”<sup>51</sup>.

Não causa espanto que as instituições concebidas sob tais bases chancelassem abusos e explorações em tamanha escala. O período da escravidão é um importante exemplo, uma vez que não se reclamava apenas a propriedade da coisa, mas também a propriedade do indivíduo, dirigindo-o em direção aos seus desígnios sem qualquer impedimento ou repreensão.

À propriedade, instituiu-se o dever de separar os humanos dignos de liberdade — pessoal, moral e econômica — e aqueles cujo acesso seria impedido e reprimido. Ao fim e ao cabo, a propriedade e o poder se tornam indissociáveis. E tais preceitos também não constituíram uma falha, mas foram originados a partir da própria lógica fundante do sistema de propriedade liberal, em que os direitos de propriedade somente se preocupariam “*em definir o poder do homem, no aspecto jurídico, sobre a natureza física, nas suas variadas manifestações, e em regular a aquisição, o exercício, a conservação, a reivindicação e a perda daquele poder, à luz dos princípios consagrados nas leis positivas*”<sup>52</sup>.

Não tardou a se perceber que, sem regulação apropriada, a propriedade em um sistema capitalista liberal tende, inexoravelmente, ao oligopólio dos donos do capital. E àqueles países em que o oligopólio já era existente, a sua assimilação não seria dificultosa, desde que se abrisse espaço

---

<sup>50</sup> FREYRE, *op. Cit.*, p. 134.

<sup>51</sup> FAORO, *op. Cit.*, P. 27

<sup>52</sup> GOMES, Orlando. “Direitos Reais”. Forense. São Paulo. 2012. P. 1

para a alocação de determinados costumes e práticas sociais dentro do amplo *framework* liberal. Cabe ressaltar que a democracia não era vista pelo liberalismo clássico como necessária, mas como algo desejável. E, quando existente, privilegiava mecanismos como o voto censitário, em que apenas aqueles que dispunham de patrimônio superior a uma quantia determinada poderiam exercer seus direitos políticos integralmente. Assim, no Brasil o “*liberalismo que assim nasce tem alguma coisa de liberal e tem pouco de democrático*”<sup>53</sup>.

O discurso liberal no Brasil, ao que parece, entendia-se diante da necessidade de proteção maior à propriedade em um contexto republicano, opondo-se aos possíveis desmandos monárquicos que estavam sempre à espreita. Tinha por objetivo realizar grandes e apressados progressos, queimando etapas para chegar ao nível dos países considerados “avançados” (europeus e os Estados Unidos), cuja direção seria dada por um grupo “diretor, comprometido com a ordem [...] acertando o passo [d]o país atrasado na fila dos países adiantados, sem ser perturbado pelo povo”.<sup>54</sup>

No Brasil, portanto, pode-se concluir que os abusos cometidos na época do chamado Estado Liberal muito mais tiveram a ver com o patrimonialismo e à família patriarcal, fundamentais ao sistema econômico — amplamente vivenciado em um contexto em que a agricultura era a força motriz e o campo era a residência da grande maioria dos brasileiros —, do que pela propriedade absoluta dos bens e defesa da liberdade individual. Apesar de uma relação de fachada com o liberalismo europeu, o sistema jurídico formulado nesse período certamente foi por ele influenciado, mesmo que em nível menor do que em outras nações.

Ainda primeira metade do século XIX, o sonho revolucionário burguês na França perderia o controle político para Napoleão Bonaparte. “*O que nem a antiga Monarquia nem a Revolução puderam fazer, a energia de um só homem executou, Bonaparte, feito primeiro Cônsul, elaborou o projeto que deu à França o Código Civil há muito prometido e que ele levou a cabo*”<sup>55</sup>.

A influência do Código Napoleônico sobre o Direito Brasileiro seria sentida, porém de forma razoavelmente mitigada. A Lei da Boa Razão<sup>56</sup>, vigente em Portugal desde 1769 teve por

---

<sup>53</sup>FAORO, *op. Cit.*, P. 26

<sup>54</sup>FAORO, *op. Cit.*, p. 27.

<sup>55</sup>LOPES, J. R. de L. “O direito na história: lições introdutórias”. 2. ed. São Paulo: Max Limonad, 2002, p. 270.

<sup>56</sup>LOPES, *ibid*, p. 270: “A Lei teve um impacto grande, mas não se impôs completamente o abandono do direito romano. Este continuaria a ser guardado (sem recurso a Acúrsio e Bártolo, como visto) pela boa razão dele, como dizia

grande objetivo “oxigenar” a aplicação do Direito Romano nas lacunas legislativas. Essa teria maior compatibilidade com o sistema patrimonialista vigente do que a minuciosa codificação trazida pelo Império francês, haja vista que era a partir de tais lacunas que a sociedade brasileira exploraria os limites da ordem vigente. A independência do Brasil de Portugal não afetaria significativamente este cenário, dado que os avanços liberais não seriam incorporados ao sistema jurídico, como descreve Lopes:

Foi em virtude de a mencionada Lei de 20 de outubro de 1823 haver estabelecido que permanecia vigente a legislação portuguesa promulgada até 25 de abril de 1821, que não se aplicaram ao Brasil as reformas que o liberalismo, a partir do começo da década de vinte passou a introduzir em Portugal, movido, principalmente, pelos novos preceitos das legislações estrangeiras que começavam a multiplicar-se e que eram diversos da tradição romana do direito lusitano. De outra parte, a intensidade da influência das idéias que tinham seu nascedouro na Revolução Francesa era muito maior num país como Portugal, vizinho de suas fontes, do que no Brasil, apartado delas pela distância de um oceano, e absorvido pelos problemas graves da consolidação de sua independência.

Orlando Gomes<sup>57</sup> complementa a visão acima exposta, defendendo uma divergência de trajetória evolutiva entre os Direitos brasileiro e o português a partir daquele momento histórico. No Brasil, a manutenção das tradições jurídicas portuguesas, vigentes até aquele momento, reforçariam o caráter conservador da instituição da propriedade. Em oposição, o Direito português deixou-se influenciar pelos novos ventos oriundos da França (até mesmo em decorrência das invasões napoleônicas entre 1807 e 1813).

Foram diversas as mudanças institucionais que aproximaram o país em sentido ao liberalismo, como o Código de 1867. Sobre o tema, Orlando Gomes é expresso em destacar a razão pela qual a referida divergência ocorreu, reforçando o caráter essencialmente patrimonialista do

---

a Ordenação de 1603. Mas a lei nova vai definir o critério de boa razão que passará a ser aceito. Esta boa razão, diz a Lei de 1769, deve ser a que “consiste nos primitivos princípios que contém verdades essenciais, intrínsecas e inalteráveis, que a ética dos mesmos romanos havia estabelecido, e que os direitos natural e divino formalizaram para servirem de regras morais e civis entre o cristianismo: ou aquela boa razão que se funda nas outras regras, que de universal consentimento estabeleceu o direito das gentes para a direção e governo de todas as nações civilizadas: ou aquela boa razão que se estabelece nas leis políticas, econômicas, mercantis e marítimas que as mesmas nações cristãs têm promulgado com manifestas utilidades para o sossego público...”. Logo, o direito romano passava agora pelo filtro da modernidade e da razão moderna, jusnaturalista ou utilitarista conforme o caso.”

<sup>57</sup> GOMES, Orlando. “Raízes históricas e sociológicas do código civil brasileiro”. 2. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2006. P. 9.

Direito brasileiro daquele período e a aversão dos intelectuais do país ao liberalismo com doutrina jurídica, política e econômica, abraçando-o apenas de forma retórica e circunstancial:

É que a estrutura social do Brasil, nessa época, não comportava essa influência alienígena. Sobre o vasto Império projetavam-se os tentáculos da sociedade colonial baseada no trabalho escravo. Embora se fizesse sentir a necessidade de reformar a legislação civil, mediante a elaboração de um Código que, por disposição constitucional, deveria ser fundado nas sólidas bases da Justiça e da Equidade, malograram, no Império, três tentativas de codificação: a de Teixeira de Freitas (1859), a de Nabuco de Araújo (1872) e a de Felício dos Santos (1881).

Não se aprofundará em discussões sobre a legislação brasileira deste período, uma vez que será objeto de ampla análise nos capítulos subsequentes. Passa-se, então, a discutir a evolução para o modelo do Estado de bem-estar, em que o caráter social da propriedade passará a ter maior atenção.

Com grandes distinções do sistema europeu, o Brasil foi influenciado por uma tendência de maior atenção ao viés social a partir do século XX. Neste século foram realizados avanços significativos em determinados setores que contribuíram em larga escala para o desenvolvimento da acepção contemporânea da propriedade e da formação das bases institucionais necessárias ao seu aperfeiçoamento. A seu turno, tais mudanças levarão ao surgimento de um mercado imobiliário mais sólido, favorecendo a proliferação de habitações e aproximando o arcabouço brasileiro das fundações da teoria da função social. É o que se passa a tratar.

#### **1.4. A ruína do Estado Liberal e o nascimento de novos paradigmas e o socialismo científico.**

O descontentamento da população com o Estado Liberal se tornou evidente com a marcha das décadas. A precarização das condições de trabalho, o amplo emprego de crianças nas atividades produtivas, além da franca desigualdade — que se tornava ainda mais perceptível em razão do adensamento populacional vivido nas cidades — levaram a um cenário de revolta popular com o *status quo*.

As contínuas tentativas de renovação não apenas da doutrina jurídica neste período, mas também no âmbito da sociologia e da economia, tinham por objetivo compreender a nova

ordem social posta, que desafiava a compreensão baseada nos estamentos sociais do *ancièn regimen* e na legitimidade do Direito fundada em razões de ordem teológica.

Como visto, a liberdade, em sua acepção do liberalismo clássico, somente seria atingida em sua completude por meio da propriedade. Assim, àquela altura, já era possível observar que a libertação que era pregada havia atingido apenas uma pequena fração da população. A acumulação do capital havia sido limitada a um número restrito de pessoas, que exerciam sobre a vasta maioria o poder de direcionamento em favor da multiplicação de seus próprios lucros.

Dessa maneira, enquanto uma pequena fração aumentava as margens de lucro e exercia os seus direitos políticos, não havia retornos sociais em proporção adequada. Por consequência, a qualidade de vida do trabalhador se deteriorou a ponto de não lhe serem aplicáveis quaisquer dos conceitos que sustentavam os ideais liberais. O aumento da insatisfação levaria a respostas variadas, não sendo surpreendente o surgimento de diversas ciências sociais (como a sociologia e a antropologia) que tinham por objetivo justamente encontrar fundamentos para compreender os fenômenos postos. Merecem maior destaque três movimentos iniciais de resposta ao liberalismo: o socialismo científico, representado por Marx e Engles; o positivismo, tendo por representantes Comte e Durkheim; e o social-liberalismo, representado por John Stuart Mill.

Tais movimentos representavam tentativas de descrever a sociedade a partir não apenas do indivíduo e da acepção clássica de liberdade, mas buscando-se uma reconstrução do tecido social por meio da ideia de intersubjetividade, que havia sofrido ataques reiterados no período. Assim, a reinterpretação da doutrina do Direito Subjetivo sob a visão da autonomia do indivíduo, impondo-se limitação aos abusos cometidos à luz da visão de que a propriedade era “absoluta” e de viés individualista.

Foram os ricos trabalhos de Karl Marx e Friederich Engels os responsáveis por dar corpo à estrutura teórica do socialismo científico. Apesar de a produção intelectual de Marx ter se iniciado em 1844, seria somente em 1867 que a mais importante obra para esta vertente, *O Capital*, seria publicada.

A teoria econômica de Marx seria baseada nos escritos de David Ricardo, economista liberal que ganhou notoriedade pelo pensamento “proto-marginalista”. Ricardo defendia que havia uma relação entre o valor de um bem e a quantidade de trabalho sobre ele aplicado. Por exemplo,

a partir do trabalho realizado por camponeses em uma propriedade rural, no intuito de se aumentar a fertilidade do solo, o trabalho seria “incorporado” à terra. Em outras palavras, o valor do bem seria, em parte e indiretamente, associado à quantidade de trabalho nele contido. Também defendia que o valor dos bens (e, por consequência, a renda obtida a partir deles) poderia ser aumentado por outros fatores intrínsecos ao próprio bem, como a localização e a escassez relativa.

Ricardo observou, portanto, que as coisas teriam relação próxima e complementar com as pessoas (cindindo, de certa maneira, a compreensão clássica de maior distinção entre o real e o pessoal), uma vez que “o trabalho indiretamente contido nos meios de produção (capital constante para Marx) relaciona sua propriedade ao recebimento do lucro, sem considerar de onde ele provém”<sup>58</sup>. A perspectiva de Ricardo, entretanto, seria limitada justamente por não se aprofundar sobre a forma como o fruto do trabalho seria incorporado às rendas do bem em questão e, portanto, esquivou-se da avaliação sobre a raiz do lucro obtido por seu proprietário — e, sobre isso, aprofundou-se Marx.

Para os economistas clássicos, a origem do lucro dos capitalistas não era devidamente compreendida naquele momento histórico. Houve uma ampla discussão sobre o caráter oportunista do lucro, uma vez que — partindo-se da premissa de que oferta e demanda sempre se ajustam, levando ao equilíbrio — a obtenção do lucro somente faria sentido se fosse adquirida uma mercadoria a um valor menor do que o “justo” e/ou a venda a um valor maior do que “justo”.

Sem maior aprofundamento sobre o tema, era costumeiro que esse fosse considerado apenas como um valor excedente, um adicional obtido nas trocas de mercadoria (pelo descasamento temporário entre oferta e demanda, em um sistema de preços), “sem explicação própria para sua existência [...] [o que] podia explicar os lucros e perdas individuais entre a classe dos capitalistas [...] mas não podia explicar a renda de toda uma classe”<sup>59</sup>.

Marx, por sua vez, enfrenta esta questão por meio da teoria do valor-trabalho e da introdução de um sistema conceitual que facilitaria a apreensão das relações capitalistas. O lucro seria oriundo do “*trabalho vivo (trabalho diretamente usado na produção, para Ricardo), destacando a qualidade de mercadoria da força de trabalho, cuja especialidade é gerar um valor*

---

<sup>58</sup> MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. “A teoria marxista do valor-trabalho: divergências e convergências”. Revista Crítica Marxista. Ed. 37. 2013, p. 47

<sup>59</sup> DOBB, M. “Economia Política e Capitalismo”. Rio de Janeiro: Edições Graal Ltda. 1978.

*superior ao seu próprio, este último determinado, ‘como o de qualquer outra mercadoria, pelo tempo de trabalho socialmente necessário a sua produção e, por consequência, a sua reprodução’*<sup>60</sup>.

O lucro não poderia ser obtido meramente por descasamento de preços. A sua persistência nas relações comerciais não poderia ser mero acaso, oportunismo. Para que o lucro fosse sistematicamente obtido, como no capitalismo, seria necessário que o valor intrínseco do bem fosse majorado, também, por meio de um processo reprodutível. Marx observou que a aplicação de trabalho a um determinado bem transmutava a sua natureza. Não era este apenas um bem genérico, já que o processo pelo qual sofreu transformação, a aplicação de trabalho vivo, adicionaria a este um valor maior do que o despendido para a sua produção.

A adição de valor ao bem somente poderia ser lucrativo na proporção em que o trabalho despendido adicionasse mais valor do que o custo do trabalhador por unidade produzida. Somente assim poderia o capitalista obter, sistematicamente e dentro da lógica normal do sistema, “certificar-se” de que teria lucro. Assim, a apropriação do excedente produzido pelo trabalhador no processo que transformaria um bem qualquer em mercadoria seria a fonte do lucro.

O risco da atividade, porém, estaria delineado na incerteza fundamental das relações de troca: não há como se saber, previamente à circulação, qual valor será considerado como “justo” para a aquisição do bem no mercado. Isso, porque cada capitalista possui — com fundamento nos direitos de propriedade vigentes à época — a plena liberdade de organização do processo de produção no interior de suas fábricas. Assim, não é incomum que diferentes formas de organização do trabalho adiciassem ou reduzissem o custo de produção de uma unidade.

Daí, surgiria a diferenciação entre valor e preço. Valor é um elemento intrínseco da mercadoria, adicionado em razão do processo de transformação. Preço é o valor socialmente necessário, conhecido a *posteriori*, pelo qual os consumidores estão, em média, dispostos a adquirir a mercadoria produzida.

Como o valor associado à mercadoria somente será conhecido depois de posta no mercado, a diferença entre o valor socialmente necessário e o custo da produção será onde reside

---

<sup>60</sup> MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. “A teoria marxista do valor-trabalho: divergências e convergências”. Revista Crítica Marxista. Ed. 37. 2013, p. 47.

o lucro. Em razão disso, quanto maior a exploração do trabalhador, ou seja, quanto menor o custo da mão-de-obra, maior será a possibilidade de que determinada mercadoria seja vendida com lucro. A concorrência, portanto, aceleraria o achatamento dos retornos financeiros da massa de trabalhadores, tendo em vista que a possibilidade de que um concorrente venha a produzir de forma “mais eficiente” uma determinada mercadoria leva os capitalistas a sempre buscarem maneiras de reduzir mais o custo com a mão-de-obra, ocasionando uma tendência de redução ainda mais drástica dos salários.

O método histórico-dialético do socialismo científico consegue apreender sem grandes sacrifícios metodológicos as contradições da lógica capitalista. Isso, porque quanto menor os salários, maiores os lucros no curto prazo. Porém, também se reduzirá o capital disponível para o consumo por parte dos trabalhadores. Sem consumo, não há lucro.

Engels irá defender que a emergência do papel intervencionista do Estado se daria em razão da necessidade de se regular as atividades produtivas de maneira a impedir o colapso do sistema pelas suas próprias regras. De um lado, não poderia cada capitalista, por si próprio, reduzir a jornada de trabalho ou aumentar os salários de seus funcionários — uma vez que tal movimento, sem que os concorrentes o seguissem — levaria de forma certa a uma perda de competitividade (uma vez que, para manter sua margem de lucro, deveria aumentar o preço da mercadoria, enquanto o seu valor seguiria constante). O subconsumo levaria, então, a uma crise de superprodução (em que a quantidade de mercadoria produzida não teria correspondente consumo no momento da circulação e, portanto, não retornaria como lucro ao capitalista).

Central para Marx seria a concepção de que, no sistema capitalista, a produção não é feita visando ao bem em si. A mercadoria passaria a ser vista como um intermediário entre o capital necessário para a sua produção e o lucro. A acumulação de moeda, portanto, seria o principal objetivo da produção. Neste sistema, a moeda não ocupa apenas papel de meio de circulação (M-C-M’), mas é ela a principal mercadoria produzida (C-M-C’), já que é o equivalente universal e poderia ser utilizada para adquirir quaisquer outras.

A breve e extremamente resumida apresentação dos conceitos basilares da teoria econômica de Marx tem por objetivo compreender a alteração do paradigma acerca da propriedade. Enquanto no liberalismo a propriedade constituía a expressão da liberdade, para Marx a propriedade (expressa tanto no valor adicionado à mercadoria e na sua forma de equivalente

universal, a moeda) são precipuamente *relações sociais*. Como conclui Mollo, o “*valor e o dinheiro representam socialmente o trabalho, validam socialmente o trabalho privado e, dessa forma, inserem socialmente as pessoas no capitalismo. Daí serem relações sociais*”.

Se a propriedade não se trata de um direito divino ou natural, mas se origina de uma relação social (histórica e materialmente determinada), não há qualquer razão para que se aceite a exploração a que são submetidos os trabalhadores para que sejam obtidos lucros que serão apropriados pelo capitalista.

Ao contrário de limitar a visão do indivíduo à acepção econômica, crítica reproduzida por diversos autores contemporâneos, Marx traz à luz a centralidade das relações sociais de produção na construção da individualidade; e questiona a forma capitalista de produção diante do caráter limitante do exercício da autonomia individual, justamente por ter falhado em socializar a propriedade (elemento fundamental da liberdade na acepção liberal), criando uma nova classe dominante (burguesia) que aproveitaria os benefícios da ordem vigente, enquanto a maior parte da população deveria se contentar com a piora na qualidade de vida e a ausência de qualquer possibilidade de autodeterminação. Assim, veem-se condenadas a venderem o único bem que possuem (a força de trabalho) para o capitalista, sendo privada de direitos básicos como saúde, educação, lazer e, até mesmo, a liberdade de iniciativa (que demandam capital, do qual não dispõem em função dos salários incrementalmente achatados).

É a partir do reconhecimento da propriedade como uma relação social que será fundada uma nova compreensão sobre essa instituição, em que esta não é baseada na satisfação exclusiva dos interesses do proprietário, mas na utilização dos bens para a obtenção da satisfação dos interesses sociais. Para isso, a redistribuição da propriedade entre todos de forma indistinta levaria o conceito de liberdade para o seu maior nível, dado que todos seriam proprietários em comum dos meios de produção e do excedente produzido. A lógica deixaria de ser de extração do valor do trabalho em favor de um terceiro (burguês), privilegiando-se a equânime divisão para a satisfação das necessidades de todos os trabalhadores.

Para Marx e Engels, a lógica capitalista subjuga os trabalhadores ao interesse da burguesia, que se utiliza do Estado — por meio dos direitos de propriedade e herança, por exemplo — para extrair o valor adicionado pelo trabalho em seu favor, impondo uma “ditadura” dos seus interesses. E essa se dá a partir da utilização do monopólio da violência (obtido com a formação

dos Estados nacionais) para perpetuar a desigualdade mediante a intensificação da exploração. Para garantir uma sociedade verdadeiramente livre, os autores defendiam a imperiosidade de uma revolução do proletariado, com a tomada dos meios de produção, para que se invertesse a lógica.

A utilização do poder do Estado para garantir, inexoravelmente, o direito do trabalhador a uma fração mais justa do valor adicionado pelo seu próprio trabalho consistiria, então, na “ditadura do proletariado”. O termo ditadura, como defendido por Lênin<sup>61</sup>, não é equivalente ao modelo aristotélico de tirania, ao qual é imediatamente associado. Em contraste, defendia-se que a passagem do capitalismo para o comunismo teria inúmeras formas políticas, mas cuja natureza fundamental, porém, será “a defesa intransigente da reprodução de um modelo de exploração da propriedade que permita a emancipação dos trabalhadores das amarras da gestão egoística e autocentrada do modelo vigente”, leia-se a ditadura do proletariado. Seria, portanto, uma oposição da racionalidade (socialista) em relação ao desperdício e degradação (capitalista)<sup>62</sup>.

Apesar de Marx não voltado seus estudos ao Estado, Engels produziu textos sobre o tema. Segundo o autor, esse é utilizado pela burguesia como um modo de “autocontenção” que garante a reprodução e o aprofundamento da exploração do trabalhador baseada na propriedade privada.

Engels elaborou a teoria sobre o Estado partindo de argumentos sobre o ordenamento jurídico e a ideologia jurídica, que seriam responsáveis por “promover a industrialização e suprimir a organização da classe trabalhadora”, além de “articular e promover os interesses ‘coletivos’ do capital contra os capitais particulares”<sup>63</sup>, que seria possível justamente por não ser um capitalista real, mas “uma força política situada acima e contra a sociedade civil, sendo capaz de agir em nome de todos os capitais” — daí surgindo a denominação do Estado como o “capitalista coletivo ideal”<sup>64</sup>.

---

<sup>61</sup> LÊNIN, Vladimir I. “O Estado e a Revolução”. São Paulo: Expressão popular, 2012. p.55

<sup>62</sup> ANKARLOO, Daniel. “O Estado de Bem-Estar”. In: Fine e Saad Filho. “Dicionário de economia política marxista”. Expressão popular. 2020. P. 256.

<sup>63</sup> JESSOP, Bob. “O Estado”. In: Fine e Saad Filho. “Dicionário de economia política marxista”. Expressão popular. 2020. p. 250

<sup>64</sup> *Ibid*, p. 249: “A concorrência entre capitais (em um período quando a mais-valia absoluta, e não a relativa, era o eixo dominante da concorrência) impedia qualquer capitalista individual de ser o primeiro a cortar horas, reduzir o trabalho de mulheres e crianças e melhorar as condições de trabalho[...] Sindicatos, socialistas-burgueses, filantropos e capitalistas progressistas (que podiam lucrar por meio da mais-valia relativa) se aliaram para pressionar o Estado a aprovar uma legislação contra a vontade de diversos capitalistas individuais. Este é um exemplo do que Engels chamaria do papel do Estado como ‘capitalista coletivo ideal’”.

Em suma, podem ser identificados quatro principais papéis do Estado<sup>65</sup>: (i) a vedação do uso de coação direta no processo de trabalho e na concorrência com outros capitais, em troca da proteção da propriedade privada e a inviolabilidade dos contratos, garantindo ao capitalista a possibilidade de gestão do processo produtivo; (ii) a garantia do uso da força de trabalho de forma livre, impondo legislações trabalhistas, respostas a crises habitacionais, de alimentação, dentre outras, enquanto promove o cerceamento das terras comuns e impõe obrigações de participação no mercado de trabalho (seja diretamente, com a punição à “vadiagem” ou indiretamente, vinculando-se o acesso a benefícios sociais à participação no mercado); (iii) a assunção das atividades econômica e socialmente necessárias que não sejam lucrativas; (iv) financiamento das suas atividades por meio da taxação e/ou da dívida pública (interna ou externa), o que subjuga a realização de programas políticos a imperativos econômicos, tendo em vista que ambas as fontes de financiamento dependem de uma economia sempre crescente.

Apesar da forte influência teórica e prática do marxismo, que levou a diversas revoluções, com grau variado de êxito do ponto de vista econômico, a existência de uma teoria socialista de tamanha envergadura teórica e com alta mobilização popular levou a inegáveis avanços, mesmo nas experiências capitalistas.

Socialistas não-revolucionários, “reformistas”, passaram a defender alterações do sistema capitalista que se daria de forma gradual, em oposição à revolução do proletariado. Por meio da luta de classes e da mobilização da classe trabalhadora, a demanda por melhores condições de trabalho e a condução do Estado para cada vez mais cumprir com o seu papel “social” seria suficiente para conduzir ao socialismo. Esta vertente teria forte influência no Direito, auxiliando na formação de um conceito de função social da propriedade, que será mais bem explorado nas epígrafes subsequentes.

Para Appel<sup>66</sup>, a doutrina marxista reage de distintas formas ao Estado de Bem-Estar Social, sumarizadas em três principais posições. A primeira delas traz crítica à profusão deste, uma vez que serviria para apoiar a reprodução do capital. Isso, porque a assunção pelo Estado de determinadas funções de “bem-estar social”, como a saúde, educação, habitação, transporte público, creches e seguridade social seria uma forma de garantir a disponibilidade da força de

---

<sup>65</sup> *Ibidem*, 248

<sup>66</sup> *Ibidem*, p. 258

trabalho para os capitalistas, assim como o maior grau de instrução e saúde. Por conta disso, a redução dos custos com treinamentos, deslocamento, faltas em razão de problemas de saúde e a maior disponibilidade de mão-de-obra feminina seriam fontes de ganhos líquidos para os capitalistas, enquanto os custos de manutenção das estruturas seriam socializados pelo Estado, a partir do pagamento de tributos pelos indivíduos. Em suma:

[...] o Estado de Bem-Estar socializa os custos da reprodução social dos trabalhadores ao mesmo tempo que garante que os ganhos do capital se mantenham privados[.] ele é em última instância entendido como uma criação do capital para os interesses do capital e, portanto, contra os interesses da classe trabalhadora [...] o Estado de bem-estar não redistribui recursos econômicos e sociais do capital para o trabalho, mas sim redistribui custos e benefícios no interior da própria classe trabalhadora[...]<sup>67</sup>

A posição crítica ainda é reforçada por dois argumentos, associados à remercantilização da classe trabalhadora: (i) muitos dos serviços e redes de seguridade social, supostamente disponíveis a todos, são condicionados à participação ativa no mercado de trabalho. Assim, o objetivo principal desta é a de garantir que a força de trabalho atualmente indisponível ou não-empregável (por problemas de saúde ou baixo nível de instrução, por exemplo) se torne disponível o mais rápido possível; e (ii) o Estado de bem-estar disciplina a força de trabalho que, atendido por uma burocracia de classe-média, leva a uma estigmatização, dependência e estigma da classe trabalhadora (e outras marginalizadas) — mediante a regulação estatal “dos pobres” —, o que enfraquece a sua resistência contra o capitalismo.

Esta é a posição encampada por autores como Appel, para quem o Estado de bem-estar social seria um “Estado parasitário”, uma propina oferecida à classe trabalhadora ocidental, às custas dos grupos marginalizados e dos países periféricos do capitalismo<sup>68</sup>. Por outro lado, os defensores da sua adoção entendem que o Estado de bem-estar social satisfaz a “desmercantilização” da força de trabalho, atuando como contrapeso ao mercado. Isso, porque as concessões de bem-estar à classe trabalhadora enfraqueceriam o crescimento do capital em razão de essas serem custeadas com impostos sobre o capital (implicando-se em salários sociais crescentes) e um correspondente achatamento dos lucros. Tal posição não considera de forma

---

<sup>67</sup> *Ibidem*, p. 258

<sup>68</sup> *Ibidem*, p. 258

adequada, porém, que os lucros de setores financeiros, por exemplo, seriam majorados conforme fosse crescente o endividamento interno e externo para financiamento de tais benefícios.

Por fim, a terceira corrente estabelece uma síntese dialética entre as demais. Essa levanta que a existência de um Estado de bem-estar social é uma contradição inerente ao capitalismo. De um lado, cumpre uma função de acumulação e de outro uma função de legitimação do próprio capitalismo. Em especial, a existência de pequenos Estados capitalistas com alto padrão de vida para a classe trabalhadora demonstrariam que a vida digna, sob o capitalismo, seria possível. O subdesenvolvimento e a desigualdade excessiva seriam, portanto, culpa do próprio Estado que não desenvolveu instituições adequadas.

Ainda que se considere central o papel das instituições, deve-se considerar que estas não podem ser vistas como desconectadas da realidade material e histórica da sociedade, incluindo-se, como levantado por Appel, o papel parasitário de determinados Estados centrais para com os Estados periféricos, cujo modelo de desenvolvimento e o aperfeiçoamento institucional somente poderão ocorrer diante da exploração de mão-de-obra precarizada (mais recentemente, em países asiáticos), movendo o capital para outros países tão logo haja vitória da classe trabalhadora nas reivindicações de direitos sociais.

A significativa rejeição das ideias socialistas em boa parte dos países, especialmente por força do seu ímpeto de supressão da propriedade privada, tornou mais limitada a influência do pensamento Marxista nas tradições jurídicas. Apesar da sua inegável contribuição histórica e teórica, a teorização de uma função social da propriedade no capitalismo acabou sendo prioritariamente associada a Émile Durkheim.

No capítulo subsequente, será tratado sobre o desenvolvimento do paradigma do Estado de bem-estar social, assim como das teorias que surgiram posteriormente para compreender a forma como o Estado e o Mercado se interrelacionam, em especial a Nova Economia Institucional, rapidamente abordada a partir da verdade de North inicial.

## 2. O ESTADO, A FUNÇÃO SOCIAL DA PROPRIEDADE E AS INSTITUIÇÕES

Como narrado no capítulo anterior, foram diversos os avanços contra o Estado Liberal, em um espectro que vai de um viés conservador ao socialismo. Neste capítulo, será tratado de que modo o surgimento do positivismo e da sociologia aparecem como respostas ao individualismo liberal, trazendo de volta à equação considerações de ordem social.

O primeiro marco teórico a ser tratado é o Positivismo, capitaneado por Augusto Comte. Inspirado nos avanços das ciências naturais, Comte passaria a entender o estudo da sociedade como uma forma de apreender as relações de “sociabilidade essencialmente espontânea”<sup>69</sup> inerentes ao comportamento humano.

Comte rejeitava a revolução como resposta à crise. Entendia, porém, que havia necessidade de reformas no sistema existente. Para ele, essas deveriam ser baseadas nos resultados da observação dos “fatos positivos e da identificação das leis causais”, estipulando-se um sistema de “ideias científicas sobre o qual se basearia a reorganização social”<sup>70</sup>. A sua teoria rejeitava a concepção de um sujeito individual, atomizado, ligado aos demais exclusivamente pelo somatório das vontades, expressas sob um contrato social, como defendiam os liberais clássicos.

O autor tinha em mente uma solução “intermediária” entre o socialismo e o liberalismo, sendo necessária a organização da sociedade e o incentivo ao desenvolvimento da riqueza para que se chegasse à conciliação interesses. Em oposição aos socialistas, ele considerava que os interesses sociais seriam harmônicos, rejeitando a ideia de luta de classes, de modo que as relações de solidariedade social seriam elos naturais, “reconhecido por meio da divisão do trabalho existente nas sociedades modernas”

Para o autor, a propriedade privada não deveria ser abolida, mas utilizada de acordo com a sua *função social*, de modo a harmonizar os interesses e evitar a desintegração social — rechaçando o argumento de que a propriedade deveria servir exclusiva e arbitrariamente aos desígnios individuais. A sociedade “ganhava uma vida própria, que prescindiria até mesmo dos

---

<sup>69</sup> FRAZÃO, *op. Cit.*, p. 94.

<sup>70</sup> *Ibid.*, p. 95

interesses dos indivíduos”<sup>71</sup>. Para Frazão<sup>72</sup>, porém, as limitações da teoria de Comte a aproximaram da teoria econômica vigente:

A falha da teoria de Comte foi a de acabar caindo em um extremismo similar ao da teoria econômica, partindo do princípio de que o sistema de leis positivas da sociedade teria a resposta para todos os problemas da época. Logo, a economia, a política e o direito acabaram sendo totalmente desconsiderados enquanto fontes de integração social, sendo este último, inclusive, visto como um fenômeno determinado por forças sociais que tenderia desaparecer com a evolução da humanidade, momento em que a obra dos juristas seria substituída pela obra dos sociólogos (FASSÓ, 1970, pp. 135-136).

Herdeiro do pensamento positivista de Comte, Durkheim teve importante papel na consolidação da Sociologia como ciência. Durkheim entendia a Sociologia como a ciência das instituições e das estruturas, bem como o campo do saber que compreenderia o seu funcionamento. As perguntas mais relevantes no início da construção do seu pensamento seriam: “*Como pode uma coleção de indivíduos constituir uma sociedade? Como se chega a esta condição da existência social que é o consenso?*”<sup>73</sup>.

A explicação do autor passa pelo conceito de solidariedade orgânica<sup>74</sup>. Em sociedades industriais e organizadas, a harmonia social seria derivada da divisão do trabalho, em similaridade à forma abordada por Comte. A cooperação, considerada natural, dado que cada indivíduo perseguirá os seus interesses próprios, acabaria por criar um ambiente de coesão social. Em outras palavras, a dedicação de cada um a uma função especial dentro do contexto social seria suficiente para que o conjunto se organizasse a partir de uma solidariedade “natural” entre as pessoas.

A confiança de que o trabalho de um terceiro será executado, como a produção de alimentos, seria suficiente para que se pudesse perseguir os demais interesses, tendo a certeza de que poderia ser alimentado. Por outro lado, o produtor de alimentos pode esperar razoavelmente que o seu suprimento de energia elétrica será mantido por terceiros que desconhece, de modo que poderá focar seus esforços em realizar as suas próprias atividades produtivas.

---

<sup>71</sup> *Ibid*, p. 96

<sup>72</sup> *Ibid*, p.96

<sup>73</sup> ARON, Raymon. “As etapas do Pensamento Sociológico”. Martins fontes. São Paulo. 2000. P. 287

<sup>74</sup> *Ibid*, p. 288: Para o autor, a solidariedade orgânica é fruto de uma alta divisão do trabalho. Como há uma alta especialização das funções e os indivíduos exercem funções majoritariamente diferentes, cria-se, então, uma independência individual — e seria desta o nascimento do vínculo social. Porém, considerando que cada indivíduo tem a sua própria esfera de ação, há o predomínio da consciência individual.

A cooperação abstrata que se evidenciava na vida cotidiana também seria estendida para o Direito. É atribuído a Durkheim a articulação do conceito de função social da propriedade, com influências visíveis até os dias atuais. Assim, para que possa ser tratado do tema com maior precisão, passa-se a apresentar brevemente alguns dos conceitos centrais da teoria durkheimiana.

A teoria funcionalista, como seria chamada, apresentava uma visão sistêmica da organização social, em que cada indivíduo ou grupo de indivíduos possuiria uma *função social*, um papel a cumprir dentro do organismo vivo que é a sociedade — sem a qual, seria impossível o funcionamento adequado.

A sociedade, mais do que a soma dos indivíduos que a compõem, seria a síntese das ações e sentimentos particulares desses. Essa, por outro lado, é o que daria vida à “consciência exterior”, diversa da individual. Essa consciência coletiva seria, justamente, o fundamento dos fatos sociais<sup>75</sup>. A interconexão entre os indivíduos impõe, portanto, que se mantenha um comportamento típico (“normal”), adequado ao que se espera coletivamente para o papel de cada “classe” de indivíduos, a partir de suas funções relativas ao todo.

Durkheim contesta a teoria contratualista e a ideia liberal de que as decisões individuais racionais impulsionam o aumento da produção coletiva. Ele argumenta que a formação de contratos é um subproduto da estrutura social, viabilizado pelo estado da consciência coletiva nas sociedades modernas. Sobre o tema, Aron sumariza:

Para que haja uma esfera cada vez mais ampla, em que os indivíduos possam concluir livremente acordos; entre si, é preciso que a sociedade tenha uma estrutura jurídica que autorize essas decisões autônomas dos indivíduos. Em outras palavras, os contratos interindividuais se situam dentro de um contexto social que não é determinado pelos próprios indivíduos. A divisão do trabalho pela diferenciação é a condição primordial da existência de uma esfera de contrato. Encontra-se aqui o princípio da prioridade da estrutura social sobre o indivíduo, ou ainda da prioridade do tipo social sobre os fenômenos individuais<sup>76</sup>.

Portanto, é possível perceber a preeminência do aspecto social sobre o individual. Sem uma sociedade estruturada, as atividades consideradas como parte do âmbito individual não seriam realizáveis. Conclui, assim, que a explicação individualista da sociedade é primordialmente uma

---

<sup>75</sup> Os fatos sociais são causados apenas por outros fatos sociais e diferem-se dos fenômenos psíquicos e orgânicos. O fato social seria algo que exerceria uma espécie de influência - ou até autoridade - nas ações, pensamentos e sentimentos dos indivíduos, o que levaria a formulação de uma consciência coletiva social.

<sup>76</sup> *Ibid*, p. 289

inversão da ordem histórica e lógica. “É a partir da sociedade global que compreendemos o que são os indivíduos e como (e por que) eles podem livremente contratar entre si.”<sup>77</sup>

É crucial entender o impacto do trabalho de Durkheim na concepção moderna da função social da propriedade, destacando não só sua rejeição do contrato como entidade natural, mas principalmente seu reconhecimento do contrato como parte de uma relação social entre indivíduos, regulada por leis que refletem as noções sociais de justiça e injustiça, do permitido e proibido. Assim, substituir a comunidade pelo contrato não é apenas uma inversão histórica, mas também é impraticável ter um sistema contratualista sem a presença de solidariedade orgânica.

Quanto ao Direito, o autor entende este como o símbolo visível da moralidade social.

Em suas palavras:

[A] vida social, onde quer que exista de maneira duradoura, tende inevitavelmente a tomar uma forma definida e a se organizar, e o direito nada mais é que essa mesma organização no que ela tem de mais estável e preciso. A vida geral da sociedade não pode se estender num ponto sem que a vida jurídica nele se estenda ao mesmo tempo e na mesma proporção. Portanto, podemos estar certos de encontrar refletidas no direito todas as variedades essenciais da solidariedade social<sup>78</sup>.

Para Durkheim, esse símbolo visível da moralidade social deve ser classificado de acordo com os tipos de sanções: de um lado, apresentam-se as sanções repressivas, que implicam o sofrimento do agente e são típicas das normas de Direito Penal; de outro, as sanções restitutivas<sup>79</sup>, que visam à reparação das coisas e são típicas do Direito Civil, Comercial, Administrativo<sup>80</sup>. Portanto, essas últimas constituem menos a expressão dos sentimentos comuns de uma coletividade do que a organização da coexistência regular e ordenada de indivíduos já diferenciados.<sup>81</sup> Com a referida classificação, Durkheim pretendia substituir a tradicional divisão entre Direito Pública e Direito Privado. Para ele, “*Todo direito é privado, no sentido de que sempre e por toda parte são indivíduos que estão envolvidos e que agem; mas sobretudo todo direito é público, no sentido de*

---

<sup>77</sup> *Ibid*, p. 290

<sup>78</sup> DURKHEIM. “Da Divisão do Trabalho Social”. 2. ed. Traduzido por Eduardo Brandão. São Paulo: Martins Fontes, 2004, p. 423.

<sup>79</sup> É importante notar que as normas restitutivas representariam “uma ligação, uma dependência, do indivíduo em relação à sociedade; elas expressam a presença do valor de cooperação de cada um para com o todo; de modo que, ao restaurar o *status quo ante*, a norma restitutiva reintegra o vínculo cooperativo que une a sociedade”<sup>79</sup>.

<sup>80</sup> ABREU, João. “Durkheim e o Fenômeno Jurídico na Obra Da Divisão do Trabalho Social: ensaio crítico”. Revista EMERJ, Rio de Janeiro, v. 14, n. 56, p. 179-192, out.-dez. 2011, p. 183

<sup>81</sup> ARON, *op. Cit.*, P. 294

*que ele é uma função social e de que todos os indivíduos são, ainda que a títulos diversos, funcionários da sociedade.”*<sup>82</sup>

Para Durkheim, direitos reais seriam os únicos que dão origem a um “direito de preferência e de consequência”<sup>83</sup>. O conjunto dos direitos reais, restitutivos, encontram no direito de propriedade o seu tipo mais perfeito<sup>84</sup>. Uma vez estabelecido o direito sobre a coisa, exclui-se qualquer outro direito que venha a se estabelecer depois desse — como, por exemplo, quando há uma segunda hipoteca de um mesmo bem imóvel, que nunca poderá limitar os direitos da primeira. Por conseguinte, para que um direito seja considerado como real, estipula que é preciso que o liame jurídico conecte, sem a intermediação de nenhuma outra pessoa, uma coisa determinada à pessoa (aqui caracterizada não como indivíduo, mas como pessoa de direito) — sendo tal situação de privilégio “consequência da solidariedade própria das coisas”. Portanto, abstraindo-se quaisquer outros indivíduos, ainda seria possível exercer um direito real; o que não se afigura possível em relações pessoais.

Quanto aos direitos pessoais, por outro lado, entende que é uma relação estabelecida entre a pessoa do proprietário e um terceiro, não havendo relação especial entre os bens e este terceiro. Assim, a “solidariedade real” não existiria, haja vista que essa liga diretamente as coisas às pessoas, mas não as pessoas entre si. Por esta razão, defende que as relações de direito real resultam de uma solidariedade totalmente negativa. Essa não faz com que as vontades se movam em direção a fins comuns, mas apenas que “*as coisas gravitem com ordem em torno das vontades*”.

Durkheim<sup>85</sup> argumenta que os direitos reais, devido à sua natureza de preferência absoluta, evitam conflitos e hostilidades, mas não promovem um engajamento ativo ou consenso entre indivíduos. Assim, eles não contribuem para a unidade do corpo social. Ele ilustra essa ideia comparando a sociedade a uma vasta constelação onde cada estrela segue sua órbita sem interferir nas demais — o que, atualmente, sabe-se não ser verdade, seja do ponto de vista sociológico ou astrofísico. Em suas palavras:

---

<sup>82</sup> DURKHEIM, *op. Cit.*, p. 295.

<sup>83</sup> DURKHEIM, *op. Cit.*, p. 90

<sup>84</sup> DURKHEIM, *op. Cit.*, p. 92

<sup>85</sup> DURKHEIM, E. “Da Divisão do Trabalho Social”. 2. ed. Traduzido por Eduardo Brandão. São Paulo: Martins Fontes, 2004. P. 70.

Suponham um acordo assim, o mais perfeito possível; a sociedade em que ele reina - se reina só - parecerá uma imensa constelação em que cada astro se move em sua órbita sem perturbar os movimentos dos astros vizinhos. Portanto, semelhante solidariedade não faz dos elementos que ela aproxima um todo capaz de agir em conjunto; ela não contribui em nada para a unidade do corpo social.

Determinados direitos pessoais, porém, teriam características de direito real, tais como o direito de herança e legado, por exemplo, já que a relação jurídica conectaria pessoas a coisas diretamente<sup>86</sup>.

Em suma, o conjunto de regras de direitos reais e das relações pessoais que se estabelecem formam um sistema definido que tem por função, “não ligar as diferentes partes da sociedade umas às outras, mas, ao contrário, pôr umas fora das outras, assinalar nitidamente as barreiras que as separam”. Não há um vínculo social positivo (solidariedade mecânica, típica de sociedades que considerava menos desenvolvidas), mas expressa uma faceta negativa de toda a solidariedade — não caracterizando um tipo apartado das demais, com existência própria e natureza especial<sup>87</sup>. Para os direitos reais, a “*condição para que um todo seja coerente é que as partes que o compõem não se choquem em movimentos discordantes. Mas esse acordo externo não faz a sua coesão; ao contrário, a supõe*”.

A função social da propriedade, como apresentada por Durkheim, pode ser compreendida como uma condição essencial, um pré-requisito, para a existência de um sistema de direitos reais. Não é preciso, portanto, estabelecer uma conexão coesa entre proprietários e não-proprietários. É por essa razão que ele rejeita tanto a ideia de luta de classes quanto a concepção de um direito absoluto ligado ao bem possuído por um indivíduo.

A definição do Estado como um elemento de coordenação ocorreria principalmente pela limitação dos conflitos resultantes de opiniões discordantes. O Direito, estabelecido pelo Estado, desempenharia o papel de um requisito que, antes de buscar a coesão social por meio da propriedade, visa evitar conflitos entre indivíduos decorrentes de suas relações com os bens que desejam controlar. Portanto, a função primordial do Direito seria a de promover a paz e a harmonia

---

<sup>86</sup> *Ibid*, P. 92: “Longe de unir, elas só ocorrem para melhor separar o que está unido pela força das coisas, para restabelecer os limites que foram violados e recolocar cada um em sua esfera própria. Elas são tão idênticas às relações da coisa com a pessoa que os redatores do Código não lhes criaram um lugar à parte, mas trataram-nas ao mesmo tempo que os direitos reais.”

<sup>87</sup> *Ibid*, P. 91: “A solidariedade negativa só é possível onde existe uma outra, de natureza positiva, de que é, ao mesmo tempo, a resultante e a condição”

social. Consequentemente, a função social deve ser organizada não em nível individual, com intervenções em casos e/ou bens específicos para funcionalizá-los diante da má-conduta de um ou outro proprietário, mas em nível institucional.

A falta de conexão entre indivíduos e a alta abstração dos direitos reais, que, em essência, não precisariam contribuir para a coesão social, serviria como a base de uma teoria da função social da propriedade em sua natureza declarativa e essencialmente negativa, assemelhando-se mais a um dever geral de abstenção de certas práticas em relação ao seu uso do que a uma série de obrigações positivas em termos funcionalistas relacionadas ao uso adequado de bens.

Apesar do caráter enunciativo de sua compreensão da função social, o autor não seria avesso à função reguladora do Estado na vida social, como quando este intervém em setores econômicos, especialmente diante de situações que possam prejudicar indevidamente as classes menos favorecidas da sociedade. Nas suas palavras:

Pode-se, porém, perceber desde já que esta aspiração não é sentida apenas pelas classes inferiores, mas também pelo próprio Estado, que, à medida que a atividade econômica se torna um fator mais importante da vida em geral, é levado pela força das coisas, pelas necessidades vitais da mais alta importância, a inspecionar e a regulamentar sua manifestação.<sup>88</sup>

Vê-se, portanto, que as concepções teóricas de Durkheim acerca da função social da propriedade, apesar de não serem de todo coerentes com uma sociedade cada vez mais complexa, possuem valor singular, especialmente quando se considera o momento histórico vivido. Assim, é salutar, mesmo que de forma passageira, revisitar conceito de tamanha importância e baixa compreensão na atualidade.

No tópico subsequente, serão tratadas algumas das teorias mais influentes acerca do direito de propriedade na contemporaneidade, a nova economia institucional (NEI). O avanço histórico não tem como objetivo desprestigiar o desenvolvimento que ocorreu no amplo espaço de tempo entre os funcionalistas e os teóricos da NEI, mas apenas a limitação do escopo do presente trabalho aos temas mais relevantes para a articulação da discussão que será realizada no curso deste.

---

<sup>88</sup> DURKEHEIM, Emile. “*Le socialisme*”, apud ARON, op. Cit., P. 338.

## 2.1. O Estado e o desenvolvimento: custos de transação e instituições

O estudo dos direitos de propriedade foi substancialmente alterado a partir de 1960, com a publicação do artigo seminal de Ronald Coase, *The problem of social cost*. Neste, são analisados os impactos dos custos de transação no exercício e na aquisição dos direitos de propriedade.

No início do século XX, a atividade econômica já não era algo novo. Os estudos acerca dos benefícios e desafios associados a ela tinham alcançado um grau considerável de maturidade, o que era praticamente inevitável após séculos de formulações teóricas sobre a propriedade e seu uso, juntamente com a observação empírica das consequências tanto para os proprietários quanto para aqueles que estavam ao seu redor, independentemente de serem ou não proprietários. Por outro lado, a escala e variedade com que diversas atividades passaram a ser executadas passou a afetar, em graus variados, terceiros não envolvidos no processo produtivo.

A análise abrangente do impacto das atividades econômicas na sociedade e no meio ambiente conduz à consideração de teorias contemporâneas sobre propriedade e seus efeitos. Ronald Coase, explorou, no artigo já citado, as hipóteses em que as ações de empresas têm efeitos prejudiciais sobre terceiros. Sua teoria era proposta em oposição ao paradigma de Arthur C. Pigou, autor de *“The Economics of Welfare”* (1920).

Pigou defendia que as atividades econômicas geravam dois grandes tipos de consequências (externalidades), as positivas e as negativas, que eram consideradas falhas de mercado. Essas exurgiam quando custos individuais são absorvidos por outros sem compensação adequada (externalidade positiva); ou quando atividades econômicas causam danos não compensados a terceiros (externalidade negativa).

Coase critica o paradigma Pigouviano por considerá-lo excessivamente intervencionista. Segundo Pigou, a incapacidade do mercado de igualar o valor marginal privado e os custos sociais marginais justifica a intervenção estatal para corrigir ineficiências. Isso, porque, como o mercado apenas responde aos custos e benefícios privados, não seria possível se igualar o valor marginal e os custos sociais marginais, o que se faz necessário como condição para se atingir

o ótimo de Pareto. É neste momento, portanto, que a intervenção Estatal passa a ser necessária corrigir as ineficiências identificadas.

Coase, por outro lado, contesta a conclusão de necessidade da ação estatal como solução de primeira linha para enfrentar as ineficiências identificadas. Argumenta que tal abordagem rotineiramente conduziria “*a resultados que não são necessariamente, ou mesmo habitualmente, desejáveis*”.<sup>89</sup> O autor ilustra como restrições aos direitos de um agente (A) devido a externalidades sofridas por outro (B) podem gerar prejuízos para além da relação entre A e B. Por exemplo, a limitação de uma fábrica para reduzir a poluição sonora poderia afetar a disponibilidade de um produto para um número indeterminados de consumidores.

O autor sugere que, em casos de danos causados por A a B em razão do uso da propriedade, a questão relevante não é como restringir A, mas se A deve ser autorizado a causar dano a B, ou se B deve ser autorizado a causar dano a A. A resposta a essas questões não é evidente *a priori*. Para uma solução eficiente, é necessário avaliar o valor da produção de A e o sacrifício de B (e vice-versa), tanto em termos absolutos quanto marginais

Ao analisar o raciocínio de Coase, percebe-se a influência marcante do utilitarismo em sua abordagem. Para uma compreensão mais aprofundada, realiza-se uma breve explanação sobre essa corrente filosófica. O utilitarismo, oriundo da filosofia moral consequencialista, avalia a qualidade “boa” ou “má” de uma ação não por critérios essencialistas, que se focam na natureza intrínseca da ação, mas sim pelas consequências que dela advêm. Essas consequências são mensuradas pela sua capacidade de maximizar a utilidade ou o bem-estar. Portanto, existe uma proporção direta entre o aumento da utilidade ou bem-estar e a adequação ou desejabilidade de um comportamento específico. Esta perspectiva realça a utilidade do utilitarismo como fundamento para decisões políticas e sociais, em contraste com um sistema baseado na moralidade individual.<sup>90</sup> Alexander e Peñalver<sup>91</sup> descrevem de que maneira a teoria utilitarista é apreendida dentro de uma lógica de avaliação acerca das instituições e leis associadas à propriedade:

Como o utilitarismo julga a bondade ou a maldade das instituições e leis de propriedade?  
A avaliação utilitarista pode ser dividida em duas questões relacionadas: (1) como definir

---

<sup>89</sup> COASE, R. H. “*The Problem of Social Cost*”. The Journal of Law & Economics, vol. 3, out. 1960, pp. 1-44. Chicago: The University of Chicago Press. P.2

<sup>90</sup> ALEXANDER, Gregory S. PEÑALVER, Eduardo M. “*An introduction to property theory*”. Cambridge University Press. 2012. P. 11

<sup>91</sup> *Ibid*, P. 12

o bem (ou utilidade) que os decisores sociais devem almejar e (2) como agregar experiências individuais dessa utilidade, a fim de avaliar o desempenho global. consequências das escolhas sociais.

As teorias fundamentadas no individualismo enfrentam um desafio substancial ao tentarem quantificar a utilidade ou o bem-estar entre diferentes indivíduos. Isso, porque a forma mais comum de fazê-lo é se utilizando de uma variável *proxy*: a disposição a pagar de cada indivíduo. Por meio desta métrica, “*presume-se que preferências distintas mantidas por duas pessoas diferentes, mas apoiadas por uma disposição igual a pagar, sejam equivalentemente intensas*”<sup>92</sup>.

Evidencia-se, portanto, o cerne da dificuldade, dada a natureza subjetiva destes conceitos e da complexidade inerente à mensuração precisa dessas variáveis entre pessoas que dispõem de recursos em graus variados. A subjetividade dos conceitos de utilidade e bem-estar torna-se um obstáculo significativo para a aplicação objetiva e equitativa dessas teorias na avaliação de situações envolvendo múltiplos indivíduos com contextos e necessidades distintos.

Portanto, a métrica da disposição ao pagamento, embora comumente utilizada, não é isenta de críticas, especialmente devido a distorções como o efeito riqueza. Este efeito evidencia como a quantidade de recursos de um indivíduo pode limitar a sua capacidade de expressar um alto valor por um bem intensamente desejado, enquanto outro indivíduo, com menos interesse no mesmo bem, pode adquiri-lo devido a um impacto proporcionalmente menor em sua renda.

Cabe, ainda, destacar a relação do utilitarismo com às teorias da propriedade. A teoria utilitarista da propriedade, na sua forma mais básica, afirma que as instituições de propriedade devem ser moldadas de modo a maximizar a utilidade líquida. Devido à tendência generalizada entre os teóricos da propriedade de utilizar a riqueza como um substituto da utilidade (ou do bem-estar), isto muitas vezes equivale a uma afirmação de que as instituições de propriedade devem ser moldadas de modo a maximizar a riqueza líquida da sociedade<sup>93</sup>. Essa posição é adotada amplamente nos adeptos à teoria da *Law and Economics*<sup>94</sup>, como Richard Posner.

---

<sup>92</sup> *Ibid*, P. 15.

<sup>93</sup> *Ibid*, P. 17.

<sup>94</sup> *Ibid*, p. 18: “Tal como a teoria moral utilitarista, a análise econômica emprega geralmente uma única métrica de valor, que é ela própria definida em termos de experiência individual (por exemplo, satisfação de preferências). E tenta avaliar as escolhas sociais em termos das consequências dessas escolhas em alguma medida agregativa desse valor único”.

A inspiração utilitarista na obra de Coase se revela na análise de suas contribuições sobre a relação entre o Direito e a Economia. O autor observa que os tribunais, ao determinarem determinados direitos deixam de considerar fatores que um economista julgaria cruciais. Consequentemente, situações economicamente idênticas podem receber tratamentos distintos no âmbito jurídico. Coase destaca que "o problema econômico em todos os casos de efeitos nocivos é como maximizar o valor da produção. [...] Mas é preciso lembrar que a questão imediata enfrentada pelos tribunais não é o que deve ser feito por quem, mas sim quem tem o direito de fazer o quê. É sempre possível modificar, por meio de transações no mercado, a delimitação legal inicial dos direitos. E, claro, se tais transações de mercado não tiverem custos, tal reorganização de direitos ocorrerá sempre se levar a um aumento no valor da produção."<sup>95</sup>

Porém, como é costumeiro que a reorganização dos direitos dependa da disposição de recursos pelas partes, faz-se necessário uma análise mais aprofundada.

Coase discute que, para alcançar uma distribuição eficiente dos recursos, é crucial que ambas considerem os efeitos adversos de suas ações. Coase pontua que "Se quisermos discutir o problema em termos de causalidade, ambas as partes causam o dano. Se quisermos alcançar uma alocação ótima de recursos, é, portanto, desejável que ambas as partes tenham em conta o efeito prejudicial (o incômodo) ao decidirem sobre o seu curso de ação"<sup>96</sup>. Ele destaca a eficiência de um sistema de preços bem-estruturado, onde a diminuição do valor da produção, resultante do efeito prejudicial, é reconhecida como um custo para ambas as partes envolvidas.

Tal abordagem enfatiza a importância da consideração mútua dos impactos negativos nas decisões econômicas, visando a uma distribuição mais eficaz dos recursos. Assim, torna-se mais evidente o motivo de o autor focar nos *custos* de transação para compreender os direitos de propriedade dentro de um ordenamento jurídico: para Coase, a delimitação inicial dos direitos em um determinado sistema jurídico é diretamente relacionada com a eficiência do sistema econômico. Para realizar uma transação de mercado é necessário "*descobrir com quem se deseja negociar, informar as pessoas que se deseja negociar e em que termos, conduzir negociações que conduzam*

---

<sup>95</sup> COASE, *op. Cit.*, p. 15

<sup>96</sup> COASE, *op. Cit.*, p. 13

*a uma barganha, redigir o contrato, para realizar a inspeção necessária para garantir que os termos do contrato estão sendo observados, e assim por diante*<sup>97</sup>.

Segundo Coase, existe a possibilidade de um ordenamento jurídico alcançar um ponto ótimo, no qual um arranjo específico de direitos resulte em um valor de produção superior a qualquer outra configuração. Porém, assumindo-se que tal arranjo de direitos não seja o estabelecido pelo sistema jurídico, é possível que os custos de alcançar o mesmo resultado ótimo por meio da alteração e combinação de direitos via negociações de mercado seja tão grande que “*este arranjo ótimo de direitos, e o maior valor de produção que ele traria, nunca seja alcançado*”.

Transações de mercado são muitas vezes extremamente dispendiosas — pelo menos suficientemente dispendiosas para impedir muitas transações que seriam realizadas num mundo em que o sistema de preços funcionasse sem custos. O rearranjo da produção ocorreria, então, para se atingir um ponto em barganhas entre os proprietários dos fatores de produção se tornasse desnecessária, aumentando-se, por conseguinte, o valor da produção. É a necessidade de reduzir os custos de transação e capturar mais-valor de produção, portanto, que leva os atores econômicos a buscarem formas alternativas de organização da produção, como a empresa.

No contexto interno de uma empresa, como tratado pelo autor em *The theory of the firm*, as transações de mercado são substituídas por decisões em nível administrativo, mais rápidas e menos custos, por reduzirem a necessidade de barganhas entre os proprietários dos fatores de produção<sup>98</sup>. Logo, o autor afirma argumenta que sempre que os custos administrativos de uma empresa forem menores que os custos de transações de mercado que ela substitui, e os ganhos resultantes da reorganização das atividades superarem os custos da empresa para organizar tais atividades, existirão incentivos para a estruturação de uma empresa.

Este modelo mostra-se eficiente quando atividades anteriormente dispersas são centralizadas em uma mesma entidade que especializa os modos de produção, reduzindo assim as negociações necessárias entre diferentes proprietários. No entanto, com o aumento dos custos de transações administrativas — por exemplo, devido à junção de várias atividades sob uma mesma entidade ou quando a atividade gera externalidades para um grande número de pessoas, dificultando a resolução individual — torna-se necessário identificar alternativas às transações de

---

<sup>97</sup> COASE, *op. Cit.*, p. 15

<sup>98</sup> COASE, *op. Cit.*, 16.

mercado. É neste ponto que Coase reconhece a possibilidade e a necessidade de regulamentação estatal.

Ao invés de estabelecer um sistema jurídico com um arranjo de direitos sujeitos à modificação por meio de transações de mercado, o Estado pode implementar regulamentações vinculativas por meio de leis ou agências administrativas, especificando ações obrigatórias e proibições para pessoas ou empresas. Exemplos dessas intervenções estatais na economia incluem regras de zoneamento, que procuram prevenir externalidades negativas de atividades industriais em áreas residenciais, e regulamentações relativas a normas de segurança e proteção ambiental.<sup>99</sup>.

Pelo seu papel decisivo na organização do processo produtivo mediante decisões administrativas, em oposição às transações de mercado, o Estado é visto por Coase como uma “superempresa” de tipo especial. A equiparação entre o Estado e a empresa se dá diante da constatação de similaridades no papel dessas: a organização da produção. Porém, enquanto empresas estão sujeitas a diversas influências, incluindo fatores indiretos como a concorrência, que limita as opções administrativas disponíveis para uma empresa específica, o Estado tem a capacidade de operar independentemente das dinâmicas de mercado — como, por exemplo, quando constitui monopólios estatais sobre certos setores econômicos ou até mesmo pela desnecessidade de obtenção de lucro com a atividade realizada.

No entanto, o Estado, como uma "superempresa especial", difere das empresas convencionais de várias maneiras: enquanto uma empresa precisa negociar com outros proprietários para acessar os fatores de produção necessários, o Estado é limitado em suas opções. Pode desapropriar ou confiscar propriedades; regulamentar determinados usos específico de uma propriedade; assim como exercer poder de polícia para assegurar a observância da legislação e regulamentos.

As críticas de Coase à intervenção estatal na economia fundamentam-se em algumas premissas, tais como os potenciais custos elevados da administração pública, em relação a soluções de mercado; a sujeição a pressões políticas, que preferem as soluções de curto prazo àquelas que trariam maior benefício; a ausência de concorrência, um fator de aumento da eficiência produtiva,

---

<sup>99</sup> COASE, *op. Cit.*, p. 18.

como considerado pelo autor; e a natureza genérica da edição de normas pelo Estado, que se aplicam até mesmo a situações onde podem ser inadequadas ou indesejáveis.

Logo, pode-se agora compreender as críticas feitas por Coase a Pigou apresentadas no início deste subcapítulo. Ao considerar os custos de transação na atividade de regulamentação estatal, não haveria como garantir que a sua atuação necessariamente conduziria a uma produção mais eficiente, como afirmado por Pigou. Assim, o pressuposto de que o Estado *deve* atuar de forma a minorar as externalidades não poderia ser aceita, dado que existem hipóteses em que o custo de se implementar uma determinada política seria maior do que o de deixar com que o mercado internalize as ineficiências existentes. A discussão, portanto, não deveria ser *se* a intervenção estatal na economia é aceitável, mas em que medida e em quais hipóteses.

A resposta de Coase parte de um critério quantitativo: a referida intervenção adicionará mais valor à produção ou ocasionará custos que não a justificam? Nas palavras de Coase<sup>100</sup>:

Destas considerações conclui-se que a regulação governamental direta não dará necessariamente melhores resultados do que deixar o problema para ser resolvido pelo mercado ou pela empresa. Mas também não há razão para que, ocasionalmente, tal regulamentação administrativa governamental não conduza a uma melhoria na eficiência económica.[...] É minha convicção que os economistas, e os decisores políticos em geral, tenderam a sobrestimar as vantagens que advêm da regulamentação governamental. Mas esta crença, mesmo que justificada, não faz mais do que sugerir que a regulamentação governamental deveria ser restringida. Não nos diz onde a linha limite deve ser traçada. Isto, parece-me, tem que vir de uma informação detalhada. [...]

Mesmo quando é possível alterar a delimitação legal dos direitos através de transações de mercado, é obviamente desejável reduzir a necessidade de tais transações e, assim, reduzir o emprego de recursos na sua realização.<sup>101</sup>

Voltando-se especificamente para os aplicadores do Direito, o autor tece críticas à postura de não se deixar evidente a natureza econômica que é subjacente a um determinado problema jurídico levado a julgamento. Entende que, em geral, os juízes fazem suas considerações de forma até mesmo inconsciente por meio da interpretação de expressões como “razoabilidade”,

---

<sup>100</sup> COASE, *op. Cit.*, p. 20: “Existe, evidentemente, outra alternativa, que consiste em não fazer absolutamente nada relativamente ao problema. E dado que os custos envolvidos na resolução do problema através de regulamentos emitidos pela máquina administrativa governamental serão muitas vezes pesados (especialmente se os custos forem interpretados de forma a incluir todas as consequências que decorrem do envolvimento do Governo neste tipo de atividade), será sem dúvida comum que o ganho que adviria da regulamentação das ações que dão origem aos efeitos prejudiciais seja inferior aos custos envolvidos na regulamentação governamental.”

<sup>101</sup> COASE, *op. Cit.*, p. 20

“usos e costumes” e, no caso do direito brasileiro, “função social”, sem que compreendam os impactos econômicos do julgamento em um ou outro sentido.

Assim, conclui que não apenas a legislação, mas também os tribunais influenciam diretamente a atividade econômica, já que as interpretações dissonantes das normas causam, por consequência, alteração nos custos de transação no mercado. Conseqüentemente, faz-se necessário que os aplicadores do Direito tenham consciência das conseqüências econômicas de suas decisões para que possam evitar a aplicação inadequada dos preceitos jurídicos aos casos concretos, ao mesmo tempo que tenham consciência da necessidade de manter as expectativas de segurança jurídica, evitando a incerteza oriunda de constantes mudanças de posição, que precisarão ser internalizadas pelos agentes econômicos.

Diante disso, o autor compreende que os direitos associados à propriedade não são “exógenos” ao mercado, mas constituem verdadeiros “fatores de produção”, como no caso do direito de exercer uma determinada ação que tenha um efeito nocivo a terceiros em uma determinada área.

Em suma, a mudança de abordagem proposta por Coase é essencial para que se tenha uma compreensão holística das relações entre Direito e Economia no que se refere aos direitos de propriedade e das implicações econômicas dos arranjos institucionais representados no ordenamento jurídico. Tendo se introduzido o pensamento de Coase, passa-se à teoria de Douglass North, aprofundando-se nas discussões acerca dos direitos de propriedade e da centralidade das instituições para o desenvolvimento econômico.

Tomando por base a teoria de Coase, North assume que, “*existem custos em identificar e mensurar todos os atributos [de múltiplos de produtos e serviços], no momento de especificar os termos do contrato ou de verificar e garantir sua execução*”<sup>102</sup>, assim, os custos de transação são caracterizados como os custos de “*medir os atributos valiosos dos bens e serviços ou o desempenho dos agentes na troca*”<sup>103</sup>. O processo de análise de Douglass North busca compreender o desenvolvimento econômico por meio da avaliação de suas instituições<sup>104</sup>.

---

<sup>102</sup> FIANI, Ronaldo. “Estado e economia no institucionalismo de Douglass North”. Revista de Economia Política, vol. 23, nº 2 (90), pp. 324-339, abril-junho/2003. P. 327.

<sup>103</sup> NORTH, Douglass. “*Transaction Costs, Institutions, and Economic Performance*”. San Francisco: ICS, 1992, p. 7

<sup>104</sup> FIANI, *op. Cit.*, P. 325.

Para o autor, as instituições são “*as regras do jogo numa sociedade; mais formalmente, são as restrições criadas pelo homem que moldam a interação humana. Em consequência, estruturam incentivos de troca, sejam eles políticos, sociais ou econômicos*”<sup>105</sup>. Libecap<sup>106</sup> complementa que as restrições em comento são compostas de fontes diversas, “*que vão desde regras formais – constituições, leis, decisões judiciais, direitos de propriedade – até restrições e recompensas informais – sanções, costumes, tradições, códigos de conduta*”.

Por um longo período, o estudo das instituições foi relegado a um papel secundário na economia em favor de uma concepção ultrapassada de “livre mercado”, a partir da qual os modelos seriam formulados e enxertados *a posteriori* na realidade. Diante disso, os modelos econômicos clássicos as desconsideraram ou as relegaram para um segundo plano<sup>107</sup>. As insuficiências de tais modelos exsurtem claras, como bem demonstrado por Coase em sua crítica a Pigou.

Diante desse contexto, uma teoria dos direitos de propriedade é necessária para compreender as formas de organização econômica concebidas para estruturar um sistema de trocas mais eficiente — ou seja, para reduzir os custos de transação, informação, incerteza e restrições tecnológicas.

Para North, é por meio da tensão entre o privado e o social, entre organizações políticas e econômicas, que surgem os direitos de propriedade, componentes de uma complexa estrutura legal que os estabelecem e garantem, tornando viável a realização de transações de mercado. Em suas palavras:

Na verdade, os direitos de propriedade que emergem são o resultado de uma tensão contínua entre os desejos dos governantes do Estado, por um lado, e os esforços das partes

---

<sup>105</sup> NORTH, *op. Cit.*, P. 5

<sup>106</sup> LIBECAP, Gary D. “*Douglass C. North: Transaction Costs, Property Rights, And Economic Outcomes*”. NBER Working Paper Series. National Bureau of Economic Research. Cambridge. 2018. P. 2.

<sup>107</sup> É justamente neste sentido a crítica de North (1992,) às teorias neoclássica, que apresenta de forma sintética os contornos, limites e oportunidades da economia: “Do ponto de vista do historiador econômico, esta formulação neoclássica parece suscitar todas as questões interessantes. O mundo com o qual se preocupa é um mundo sem atritos, no qual não existem instituições e todas as mudanças ocorrem através de mercados que funcionam perfeitamente. Em suma, os custos de aquisição de informação, a incerteza e os custos de transação não existem. Mas precisamente por causa desta inexistência, a fórmula neoclássica revela os pressupostos subjacentes que devem ser explorados a fim de desenvolver um corpo útil de teoria da estrutura e da mudança. [...] A teoria neoclássica é igualmente deficiente em explicar a estabilidade. Por que as pessoas obedecem às regras da sociedade quando poderiam evitá-las em seu benefício? Certamente, um cálculo individualista de custos e benefícios sugeriria que a trapaça, a evasão, o roubo, a agressão e o assassinato deveriam ser evidentes em todos os lugares. Observamos todos estes tipos de comportamento, mas lado a lado com eles também observamos indivíduos obedecendo a regras quando estas poderiam ser violadas impunemente e com benefícios consideráveis. Na verdade, um mundo neoclássico seria uma selva e nenhuma sociedade seria viável.”

para realizar trocas para reduzir os custos de transação, por outro. Esta simples dicotomia, na verdade, é tudo menos simples, uma vez que as partes numa troca dedicarão recursos para influenciar os decisores políticos a alterar as regras. Mas, pelo menos como ponto de partida inicial para a teorização, é útil separar a teoria do Estado de uma abordagem dos custos de transação dos direitos de propriedade<sup>108</sup>.

Em outras palavras, as instituições funcionam como um sistema de incentivos e, justamente neste aspecto, são identificadas as suas relações com os direitos de propriedade. O autor entende que são justamente os custos de transação que definirão os ganhos derivados das transações entre os particulares<sup>109</sup> e as instituições influenciam o desenvolvimento econômico por meio da evolução de métodos que permitam realizar ganhos decorrentes da divisão do trabalho, associada com o desenvolvimento incremental da sofisticação tecnológica<sup>110</sup>.

Em *Structure and Change in Economic History*, North enfatiza o desenvolvimento dos direitos de propriedade não como um processo prescritivo geral<sup>111</sup>, mas intrínseco a cada nação, sendo determinantes no sucesso ou insucesso das políticas públicas voltadas para o atingimento de objetivos do Estado. Para ele, a importância do Estado se dá por ser o “responsável pela eficiência da estrutura dos direitos de propriedade, o que provoca o crescimento, a estagnação ou o declínio econômico”<sup>112</sup>. Portanto, uma teoria do Estado deve se propor a compreender as “tendências inerentes das unidades político-econômicas para produzirem direitos de propriedade ineficientes como para a instabilidade do Estado na história”<sup>113</sup>.

Ele destaca que o fato de o crescimento econômico ser mais raro do que a estagnação ou o declínio seria uma sugestão de que “direitos de propriedade ‘eficientes’ são pouco usuais na história”<sup>114</sup>. Parte disso pode ser relacionado ao fato de os direitos de propriedade serem produzido a partir de um processo de síntese, ou soma vetorial das forças, de diversas instituições presentes

---

<sup>108</sup> NORTH, 1981, *op. Cit.*, p. 18

<sup>109</sup> FIANI, *op. Cit.* P. 327.

<sup>110</sup> NORTH, Douglass. “*Structure and performance: the task of economic history*”, *Journal of Economic Literature*, 16, 1978, p. 422

<sup>111</sup> NORTH, 1981, *op. Cit.*, p. 9: “Deve ser evidente para o leitor que este modelo neoclássico pressupõe a coincidência de custos e benefícios privados e sociais (isto é, direitos de propriedade perfeitamente especificados e aplicados sem custos). É parte integrante do modelo que o processo de ajustamento ocorra através de alterações na margem como resultado dos “sinais” fornecidos pelas alterações nos preços relativos. As mudanças nos preços relativos redirecionam os fatores de produção para seus usos mais lucrativos sem atrito, e todas as mudanças são respostas instantâneas às alterações nos benefícios e custos, maximizando os indivíduos.”

<sup>112</sup> NORTH, 1981, *op. Cit.*, p. 17

<sup>113</sup> *Ibid*, p. 17.

<sup>114</sup> *Ibid*, p. 6

em uma sociedade. North também explica que a permanência de direitos de propriedade ineficientes se associa à produção de soluções diversas, conflitantes e ineficientes ao longo do período histórico. Tais fatores são associados a escolhas institucionais que, ao serem tomadas, criam uma dependência de trajetória<sup>115</sup>.

Para levar tais situações em consideração, o autor apresenta algumas questões metodológicas a serem observadas<sup>116</sup>, tais como: a necessidade de se especificar “a estrutura de um sistema econômico para explorar de forma significativa a dinâmica do desempenho de uma economia”; assumir que, apesar de certas mudanças ocorrerem de acordo com o ideário neoclássico (em que “alterações nos custos e benefícios individuais resulta[m] em mudanças automáticas no comportamento”), existem outras que não seguem tal lógica; que existe o dilema do *free rider*, havendo dificuldade para que os indivíduos atuem como uma classe, ao invés de perseguirem interesses individuais; dentre outras.

Douglass North ressalta que existe um limiar no qual o Estado pode se tornar reticente em especificar e promover o desenvolvimento de direitos de propriedade. Isso se deve ao fato de que tais direitos devem estar alinhados com as concepções e objetivos dos governos em maximizar a riqueza social, o que nem sempre coincide com as práticas que produziriam os melhores efeitos para o conjunto da sociedade. Essa problemática se acentua quando as negociações privadas para reestruturar direitos de propriedade não são bem-sucedidas, levando grupos de influência a recorrerem a negociações com políticos e burocratas.

Esses grupos procuram influenciar o uso do poder coercitivo do Estado para atender a interesses particulares, o que pode ser prejudicial à maximização dos benefícios sociais. Como Libecap pontua, “[n]ão há garantia [...] de que a resposta política será uma resposta que maximize as rendas ou o bem-estar. A reação [do governo às demandas por modificação dos direitos de propriedade] depende da natureza dos grupos de interesse que se mobilizam e da sua influência política relativa”<sup>117</sup>.

É nesta interseção entre o dever do Estado de proteger os interesses de todos os cidadãos e as pressões políticas exercidas sobre agentes políticos individuais que surgem as

---

<sup>115</sup> FIANI, *op. Cit.*, p. 326

<sup>116</sup> NORTH, 1981, *op. Cit.*, p. 9

<sup>117</sup> LIBECAP, *op. Cit.*, p.7

ineficiências persistentes nos direitos de propriedade, segundo North. Grupos de pressão política "maiores, mais ricos e mais bem organizados", em comparação com aqueles que resistem às mudanças no status quo, possuem maiores incentivos políticos para induzir respostas governamentais alinhadas com suas demandas, independentemente das implicações em termos de eficiência, crescimento econômico e bem-estar social.

Por outro lado, cenários onde existe uma equivalência de forças entre interesses antagônicos tendem a gerar reações governamentais mais contidas, resultando em ajustes mais restritos nos direitos de propriedade. Essas situações, com benefícios mais distribuídos, podem resultar em *“maiores receitas e ganhos de bem-estar do que quando elites poderosas que se opõem a tais ações dominam o processo político”*<sup>118</sup>.

Ademais, é importante enfatizar que o Estado não é passivo diante das pressões externas. Políticos e burocratas muitas vezes mostram resistência em conceder maior autonomia ao setor privado, uma vez que *“Os direitos de propriedade transferem a autoridade dos políticos para os indivíduos e, portanto, reduzem a autoridade política sobre os recursos e os seus usos”*. Portanto, à medida que o mercado ganha preponderância em relação ao Estado no uso e alocação de recursos, a capacidade dos políticos e burocratas de recompensar seus eleitores e bases de apoio diminui.

Neste contexto de conflitos sobre a estrutura das instituições e dos direitos de propriedade, disputado entre diferentes grupos de interesse — incluindo elites e defensores de uma maior socialização dos benefícios econômicos, e o Estado —, os caminhos para o desenvolvimento são traçados em um ambiente de incerteza e decisões cruciais. Em outras palavras, cada escolha cria uma dependência de trajetória para o desenvolvimento, pois alteram o jogo, em maior ou menor grau, sempre que suas regras são modificadas.

A NEI introduziu uma perspectiva reveladora sobre o papel das instituições, em especial os direitos de propriedade, no crescimento econômico e no bem-estar social. Compartilha-se da perspectiva de Libecap<sup>119</sup>, que destaca o mérito dessa abordagem ao criticar modelos simplistas que visam explicar o desenvolvimento dos Estados concentrando-se unicamente em aspectos como fluxos de capital e investimentos em infraestrutura. Entende-se que, como defendido

---

<sup>118</sup> *Ibid*, p. 7.

<sup>119</sup> *Ibid*, p. 20

por North, sem um ambiente institucional sólido e direitos de propriedade bem definidos, tais investimentos, ainda que realizados, seriam ineficazes em gerar e distribuir renda de modo a serem forças motrizes do desenvolvimento.

No entanto, Libecap<sup>120</sup> não ignora a existência de limitações a essa abordagem, que devem ser exploradas, de modo a fechar lacunas teóricas. Em primeiro lugar, ressalta a falta de detalhamento dos custos de transação que diferenciam as realidades econômicas entre países. Essa omissão restringe a capacidade de identificar soluções aplicáveis e impede a realização de testes empíricos que poderiam elucidar a influência desses custos no crescimento econômico ao longo do tempo. Ademais, observa-se que North e seus contemporâneos, ao concentrarem-se primariamente no desenvolvimento econômico, podem ter negligenciado os elevados custos de transação e a fragilidade dos direitos de propriedade em economias desenvolvidas, subestimando, assim, o impacto de custos de oportunidade significativos nestes contextos.

. É fundamental examinar até que ponto as considerações de Coase, North e Libecap podem esclarecer as relações entre os direitos de propriedade e os imperativos sociais e coletivos que moldam a intervenção estatal na economia brasileira. A análise tentará compreender de que modo a função social da propriedade altera as "regras do jogo" no que tangem aos direitos de propriedade no Brasil. É a partir dessa visão de síntese que será realizada a análise histórica do desenvolvimento legislativo do Mercado Imobiliário brasileiro, assim como investigados os desafios e oportunidades apresentados pelas tentativas do Estado brasileiro em conciliar, no Mercado Imobiliário, eficiência econômica, bem-estar social e justiça distributiva.

Concluída a análise de diversas teorias acerca da propriedade, do Estado e da função social de forma ampla, passa-se a discutir a relação dialética entre o Estado e o mercado estabelecida na formação do mercado imobiliário.

A propriedade imobiliária é, como visto, elemento intrínseco das relações sociais estabelecidas. A propriedade e o poder são indissociáveis e, por isso, estão em constante disputa. As diversas teorias trabalhadas acima serão importantes para compreender o desenvolvimento histórico do mercado imobiliário tanto no Brasil quanto em outros países. Abaixo, serão desenhados paralelos do desenvolvimento deste setor econômico nos Estados Unidos e no Brasil.

---

<sup>120</sup> *Ibid*, p. 20

As diferenças ao longo do caminho serão essenciais para compreender as *dependências de trajetória* das escolhas econômicas, assim como o papel do Estado na estruturação dos sistemas.

A comparação entre o sistema norte-americano e o sistema brasileiro não é por acaso. O modelo brasileiro de desenvolvimento do mercado imobiliário foi influenciado pelo norte-americano, sendo mais acentuado a partir de 1930 e absolutamente presente a partir de 1980, com a ascensão da doutrina neoliberal. A comparação encontrará paralelos na formação desses mercados, como o envolvimento direto do Estado na construção de um sistema que garantisse a viabilidade da proliferação do *american dream* e do “sonho da casa própria”.

### **3. ANÁLISE COMPARATIVA DO DESENVOLVIMENTO DOS DIREITOS DE PROPRIEDADE ENTRE O BRASIL E OS ESTADOS UNIDOS**

O aspecto ideológico da propriedade, como não se pode deixar de notar ao longo dos capítulos iniciais, terá seus impactos práticos avaliados por meio da modelagem jurídica dos direitos de propriedade. As condições históricas, de partida, apontam que as “regras do jogo” foram distintas desde o início para as realidades brasileira e estadunidense. A aproximação se deu de forma mais recentemente, pela via da financeirização.

Isso, de certa forma, está associado às distintas percepções sobre o papel da propriedade em um contexto social. De um lado, a noção de função social da propriedade, de tradição francesa e germânica, teve pouca penetração na teoria estadunidense. O desenvolvimento da noção de propriedade neste país é muito mais associado ao liberalismo clássico, com tradição de *Strong property rights* e proteção do interesse dos credores. O combate às mazelas sociais, salvo pequenos períodos históricos (como o *New Deal*), são vistas como problemas essencialmente de mercado. O Estado, porém, seria o responsável por organizar e subsidiar as atividades.

O levantamento histórico-normativo realizado neste capítulo será a base para a análise realizada, em que a financeirização será abordada com um olhar crítico, de maneira a avaliar suas potencialidades, assim como para criticar determinados caminhos legislativos que têm sido adotados na história recente. Espera-se, assim, contribuir para uma discussão mais qualificada, sob base holística (jurídica, sociológica e econômica), visando a apreender as peculiaridades da

instituição da propriedade no Brasil, em comparação com a experiência estadunidense, e da relação dialética intrínseca à dinâmica Estado-Mercado.

### 3.1. Séculos XIII e XIX: formação dos direitos de propriedade

A colonização dos Estados Unidos se deu de forma significativamente distinta do Brasil. Dentre as diferenças, pode-se destacar a forma de aquisição da propriedade fundiária.

No Brasil o sistema vigente privilegiava a obtenção de terras por meio de concessões, que só teria sua lógica efetivamente alterada com a edição da Lei de Terras, em 1850. No âmbito rural a aquisição se dava pelo sistema de sesmarias; enquanto nas poucas zonas urbanas, pela “data da terra”<sup>121</sup> ou “chão da terra”<sup>122</sup>. Também tinha participação o sistema de posse, que surgia de forma paralela, como um refúgio do pequeno proprietário que não dispunha das condições necessárias à aquisição da terra pelo sistema de sesmarias, como trazido por Lima:

"[a posse] era a ocupação, tomando o lugar das concessões do Poder Público, e era, igualmente, o triunfo do colono humilde, do rústico desamparado, sobre o senhor de engenhos ou fazendas, o latifundiário, sob o fervor da metrópole. A sesmaria é o latifúndio, inacessível ao lavrador sem recursos. A posse é, pelo contrário, - ao menos, nos seus primórdios, - a pequena propriedade agrícola, criada pela necessidade, na ausência de providência administrativa sobre a sorte do colono livre, e vitoriosamente firmada pela ocupação."<sup>123</sup>

O sistema estadunidense era menos intermediado pelo Estado. As limitações constitucionais britânicas e o pensamento liberal de John Locke seriam responsáveis por grande parte da conceitualização dessa instituição. Isso, porque “a aquisição e o cultivo de terras eram a

---

<sup>121</sup> PORTO, Costa. “Estudo sobre o sistema Sesmarial”. Belém: ITERPA; SECULT, 2023. 20 v. Coleção Sesmarias: “A Carta de Data e Sesmaria tinha valor provisório e cabia ao sesmeiro suplicar do Rei que fosse confirmada por ele, no prazo de três anos. Se confirmada, o posseiro sesmeiro recebia a carta de confirmação que equivalia ao título definitivo. Detentor do título provisório, o sesmeiro só poderia transferir a terra a um terceiro mediante a aprovação do governador, através de uma solicitação feita ao provedor-mor a quem cabia submeter a petição ao governador, pois a Carta de Data e Sesmaria vedava o trespasse. O título definitivo dava plenos poderes ao sesmeiro no que diz respeito à propriedade da terra – houvesse, lograsse, e possuísse como coisa própria, para ele e todos os herdeiros, ascendentes e descendentes, sem pensão, nem tributo algum mais que o dízimo a Deus Nosso Senhor dos frutos que houvesse e lavrasse (VIANNA, 1904, p. 150, apud BENATTI, 2003, p. 40)” .

<sup>122</sup> FIX, Mariana. “Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil”. Tese de Doutorado. Campinas, São Paulo. 2011. P. 57.

<sup>123</sup> LIMA, Ruy Cime. “Pequena história territorial do Brasil: sesmarias e terras devolutas”. São Paulo: Secretaria de Estado da Cultura, 1990. p. 47.

própria *raison d'être* das colônias [estadunidenses]”<sup>124</sup>. O imigrante para os Estados Unidos tinha direito (*headright*) a receber uma quantia significativa (50 a 150 acres) de terra ao chegar ao país<sup>125</sup>. Mesmo após a extinção deste direito, a ampla disponibilidade de terra permitia que essa fosse adquirida a custos módicos.

Após a independência, a tutela dos direitos de propriedade assumiu um papel central, dado o alinhamento com as concepções filosóficas do liberalismo clássico que permeavam o pensamento dos redatores da nova constituição — em especial, que os direitos de propriedade eram indissociáveis dos direitos individuais. De acordo com John Rutledge, delegado da Carolina do Sul, no âmbito da convenção de Filadélfia, "a propriedade era certamente o principal objeto da Sociedade"<sup>126</sup>. Alexander Hamilton corroborava esse entendimento ao afirmar que "um grande objetivo do Governo é a proteção pessoal e a segurança da propriedade"<sup>127</sup>, chegando a ser proferido, por John Adams, que "a propriedade deve ser assegurada, ou a liberdade não pode existir"<sup>128</sup>.

Vê-se, portanto, que os direitos de propriedade são, de certo modo, o fundamento básico da constituição dos Estados Unidos. Ely afirma que a forte tendência de proteção aos interesses patrimoniais foi concebida para corrigir os abusos que marcaram a era revolucionária, tendo por objetivo principal “inibir ataques aos direitos de propriedade como forma de preservar a liberdade individual”<sup>129</sup>.

A primeira diferença fundamental na formação da instituição da propriedade viria, portanto, na forma de aquisição da propriedade. No Brasil, seria um direito cedido pelo Estado e

---

<sup>124</sup> ELY, James. “*The Guardian of Every Other Right: A Constitutional History of Property Rights*”. Oxford University Press. 3ª ed. 2008. P. 10

<sup>125</sup> *Ibid*, p. 10: “Most colonies outside New England adopted the “headright” system as a means of distributing land. By this device an amount of land was awarded to each person emigrating to the colony. For many years Virginia granted a headright of 50 acres to all settlers. In 1689 the Carolina proprietors promised 150 acres to encourage immigration. Several colonies even offered headright land to indentured servants once their period of service expired. Until the late seventeenth century, the headright system was the principal basis of land distribution. Although headrighting was gradually eliminated, individuals could still purchase land for a modest payment. As a further inducement, colonial governments granted land titles in fee simple, the most extensive freehold estate recognized by English common law.”

<sup>126</sup> *Ibid*, p. 1532.

<sup>127</sup> FARRAND, Max. “*The Records of the Federal Convention of 1787*”, 3 vols. New Haven, Conn.: Yale University Press, 1937. p. 1:534.

<sup>128</sup> ADAMS, John. “*Discourses on Davila: A Series of Papers on Political History*”. Nova York: Da Capo Press, 1973. p. 6:280.

<sup>129</sup> ELY, James. *Op. Cit.* p. 43.

dele dependente para toda e qualquer transação, mesmo após o recebimento do título definitivo<sup>130</sup>; Nos Estados Unidos, seria cedido pelo Estado aos primeiros ocupantes. Porém, poderia ser transacionada “livremente” entre seus detentores, mediante a realização de transações mediadas por contratos.

O resultado das diferentes legislações impactou na distribuição de terras. Enquanto o sistema americano garantiu, a princípio, uma propriedade com menor concentração em boa parte do seu território, o sistema brasileiro resultou em uma estrutura muito mais concentrada em grandes latifúndios. A experiência brasileira foi distinta até mesmo de Portugal, de onde provinha o sistema legislativo. Como afirma Porto, “[e]nquanto, no Portugal de D. Fernando, de D. João e de D. Duarte, a distribuição de terra de sesmaria gerou, em regra, a pequena propriedade, no Brasil foi a causa principal do latifúndio”<sup>131</sup>.

A intensa prática de tráfico de escravos, brutalmente arrancados dos países africanos e trazidos à força para atuarem como força de trabalho para o cultivo extensivo, foi muito mais lucrativa do que qualquer atividade ligada ao cultivo de subsistência ou voltado para o fornecimento de bens de consumo para a economia local. Assim, a aquisição de escravos, cujo valor era comparável ao de se adquirir terras, seria preferida em relação a enfrentar os altos custos de acessar a propriedade fundiária.

Somente com as pressões internacionais, em especial da Inglaterra, veio o Brasil a proibir, por meio da Lei Euzébio de Queiroz, de 1850, o tráfico de escravos. A necessidade de estruturação de instituições que pudessem lidar com a exigência de dinamicidade e estrutura institucional de uma economia que tinha por objetivo se “modernizar” levaram à elaboração de normas legais variadas e, até aquele momento, inéditas.

Os esforços legislativos realizados naquele mesmo ano foram diversos, incluindo-se a promulgação do Código Comercial (Lei nº 556, de 25 de junho de 1850) e a Lei de Terras (Lei n. 601, de 18 de setembro de 1850). Essa última instaurou um sistema normativo cuja lógica mais próxima da que se entende como um sistema de propriedade fundiária moderno. Essa teve por

---

<sup>130</sup> Ressalta-se que, mesmo após o recebimento do título definitivo, FIX (2011, p. 57): o “concessionário não era exatamente um proprietário, como entendemos hoje, mas um beneficiário das terras da Coroa, sob determinadas condições”.

<sup>131</sup> PORTO, *op.cit.*, p.58-59.

objetivo regulamentar a aquisição da propriedade frente a uma nova conformação social que era renunciada, dada a inevitável necessidade de cessar o regime escravista vigente. Como trazido na declaração de Estado de 1842<sup>132</sup> :

Como a profusão de datas de terras tem, mais que outras causas, contribuído para a dificuldade que hoje se sente de obter trabalhadores livres, é seu parecer que d'ora em diante sejam as terras vendidas sem exceção alguma. Aumentando-se, assim, o valor das terras e dificultando-se, conseqüentemente, a sua aquisição, é de esperar que o imigrante pobre alugue o seu trabalho efetivamente por algum tempo, antes de obter meios de se fazer proprietário

A análise institucional proposta por Douglass North serve como uma lente adequada para examinar as mudanças paradigmáticas trazidas pela produção normativa de 1850 no contexto brasileiro. Como já tratado acima, North argumenta que as instituições ditam as “regras do jogo” e, por conseguinte, alocam os custos de transação, tendo como consequência a formação da estrutura econômica da sociedade. Tais medidas buscavam implantar o sistema capitalista no Brasil, estabelecendo as bases para a tríade mercados de trabalho, terra e capital<sup>133</sup>.

Cabe, em especial, compreender o papel central da Lei de Terras na alteração dos custos de transação associados à propriedade e ao uso da terra no Brasil no período de transição de uma economia baseada em trabalho escravo para uma que se apoiasse no trabalho livre. As revoltas liberais ocorridas em São Paulo e Minas Gerais no mesmo período histórico já tratavam a propriedade como um marco necessário para a liberdade individual.

Em seu artigo 1º, a Lei de Terras estipulava que “ficam proibidas as aquisições de terras devolutas por outro título que não seja o de compra”. No artigo 3º, inciso IV, definia: “são terras devolutas: [...] as que não se acharem ocupadas por posse que, apesar de não se fundarem em título legal, foram legitimadas por esta lei”.

Como afirmado por Mendes, este modelo constituiu “obstáculo jurídico central ao desenvolvimento da pequena propriedade agrícola no Brasil, durante o século XIX, tornando-se

---

<sup>132</sup> VASCONCELOS, Bernardo Pereira de. “Parecer do Conselho de Estado de 08/08/1842” *apud* MENDES, José Sachetta Ramos. “DESÍGNIOS DA LEI DE TERRAS: imigração, escravismo e propriedade fundiária no Brasil Império”. CADERNO CRH, Salvador, v. 22, n. 55, p. 173-184, Jan./Abr. 2009. P.179.

<sup>133</sup> MENDES, José Sachetta Ramos. “Desígnios da Lei de Terras: imigração, escravismo e propriedade fundiária no Brasil Império”. Caderno CRH [online]. 2009, v. 22, n. 55, p. 173.

um empecilho histórico à democratização do solo, com decorrências futuras para o país”<sup>134</sup>. Veja que os custos de transação baixos associados às formas de posse e datas de terras, por exemplo, contribuiriam para a escassez de trabalhadores livres, que poderiam realizar o cultivo para a subsistência, sem a necessidade “alugar” seu trabalho.

O aumento dos custos de transação a partir da instauração de um modelo de venda de terras seria uma estratégia adequada para contornar esse desafio. De um lado, facilitaria a atração de imigrantes que, assim como ocorrido na colonização americana, seriam seduzidos pela possibilidade de adquirir pequenas propriedades. Isso, porque os imigrantes, em grande parte europeus, tinham maior dificuldade em adquirir tais bens em razão das limitações físicas (extensão territorial) e econômicas, dado que a propriedade era vista como mercadoria a mais tempo e, portanto, possuindo maior valor agregado. Assim, o aumento dos custos de transação asseguraria um certo período de transição entre a chegada desses e a aquisição de imóveis, abrindo espaço para que vendessem sua força de trabalho para os proprietários já existentes. Ao mesmo tempo, também cumpriria com o objetivo de limiar o acesso à propriedade por escravos libertos.

A aproximação da legislação com um ideário liberal implicava não apenas em custos de transação mais elevados no curto prazo<sup>135</sup>, mas também em uma reconfiguração das relações de trabalho. A terra, que anteriormente era capitalizada por meio do trabalho escravo, agora seria capitalizada como renda territorial. Desse modo, as mudanças realizadas viabilizaram a criação de um mercado de trabalho e tornaram a terra uma mercadoria, estabelecendo-se a base para um mercado imobiliário formalizado e para a urbanização brasileira.

Conforme elucidado por North<sup>136</sup>, o avanço nas tecnologias de medição e demarcação<sup>137</sup> é fundamental para a diminuição dos custos de transação ao longo do tempo. Uma

---

<sup>134</sup> MENDES, José. *Ibid.* p. 179.

<sup>135</sup> MARTINS, José de Souza. “O Cativo da Terra”. 3. ed. São Paulo: Ciências Humanas, 1986, p. 58: “Um preço elevado, cujo principal componente passou a ser um conjunto de atividades lícitas e ilícitas para que o fazendeiro recebesse a terra livre e desembaraçada, de forma que a propriedade não fosse contestada judicialmente: despesas com subornos, demarcações, tocaias a posseiros intransigentes, pagamentos a topógrafos e jagunços”

<sup>136</sup> NORTH, 1981, *op. Cit.*, p. 36: “É preciso saber medir a quantidade de um bem para que ele seja propriedade exclusiva e tenha valor de troca. Quando os custos de medição forem muito elevados, o bem será um recurso de propriedade comum. A tecnologia de medição e a história dos pesos e medidas é uma parte crucial da história econômica, uma vez que à medida que os custos de medição foram reduzidos, o custo de transação foi reduzido e, conseqüentemente, custos de transação mais elevados associados à propriedade da terra. “

<sup>137</sup> Dentre elas, pode-se incluir as definições em instrumentos translativos e, posteriormente, a germinação de um sistema de registros públicos, como o sistema Torrens, que seria incorporado ao ordenamento jurídico brasileiro.

demarcação mais precisa dos limites territoriais reflete a transição para uma estrutura de propriedade mais formalizada e orientada para o mercado. Fix<sup>138</sup> evidencia essa transformação ao descrever que a “paisagem será agora desenhada por meio de frações mais regulares, apertadas e claramente definidas entre si: ‘não sobra uma nesga, um sobejo; não se perde um metro quadrado, um vintém’. Os novos conjuntos denotam, imediatamente e de forma simplória, serem ‘produtos de um ordenamento prévio e primário, de uma medição e demarcação rigorosas’”.

A promoção de loteamentos, como os de São Paulo, exemplifica como este novo paradigma influenciou as políticas de uso de terras nas décadas subsequentes, alçando as propriedades urbanas a ativo preferido pelos credores, diante da maior facilidade de comercialização ou administração em caso de execução da dívida<sup>139</sup>.

O século XIX também trouxe mudanças na instituição da propriedade nos Estados Unidos. Isso se deu por meio da transição de uma estrutura mercantilista adotada pelos estados federados para uma orientação mais capitalista, marcada por uma considerável liberalização econômica e emergência de novas estruturas corporativas. Este período é também marcado por debates intensos sobre os direitos de propriedade e a extensão do poder regulatório dos estados, destacando-se o papel crucial desempenhado por esses na modelagem da ordem econômica e jurídica.

Nesse período, a necessidade de se proceder ao desenvolvimento econômico nacional tornou-se consenso. Diante disso, os entes federados passaram a utilizar formas distintas, dentro de uma ampla autonomia legislativa, para tentar solucionar a principal dificuldade enfrentada: a escassez de capital para investimento. Para superar essa deficiência, adotaram políticas mercantilistas, com os legisladores estaduais “dispondo de terras públicas, patrocinando projetos de melhorias internas, experimentando o uso do domínio eminente, auxiliando o surgimento de corporações empresariais, concedendo subsídios e modificando as relações entre devedores e credores”<sup>140</sup>.

---

<sup>138</sup> FIX, *op. Cit.* P. 59.

<sup>139</sup> Importante destacar que mesmo após a vigência da Lei de Terras, os imóveis não eram os principais ativos que permitiam o acesso ao crédito. Eram o escravo e os frutos da terra as garantias preferidas pelos credores em garantia de crédito hipotecário — situação que se manteve, em diferentes graus, até a assinatura da Lei Áurea, em 1888.

<sup>140</sup> ELY, *op. Cit.*, P. 59.

Na década de 1870, os reflexos de uma economia escassamente regulamentada tornavam-se mais palpáveis. Após a Guerra Civil (1861-1865), os Estados Unidos viveram uma era de enorme crescimento econômico, tendo como forças motrizes as construções de ferrovias, o desenvolvimento industrial e o rápido avanço tecnológico. O somatório dessas forças criou um mercado nacional de bens de consumo, permitindo a ampliação das disputas entre os estados federados e, ao mesmo tempo, a intensificação da desigualdade no processo de acumulação.

As empresas, favoráveis ao *laissez-faire*, opunham-se à intervenção estatal nas relações econômicas, enquanto os governos estaduais buscavam assegurar condições mais vantajosas às unidades produtivas locais, a partir da edição de leis de proteção aos mercados locais. As tentativas de regulação, porém, enfrentavam resistência profunda por parte das respectivas supremas cortes.

A seguir, serão citados brevemente alguns dos casos mais destacados, que tiveram como principal campo de batalha jurídico a 14ª Emenda à Constituição estadunidense, sendo empregada por grandes corporações como escudo contra legislações estaduais que, supostamente, realizavam interferências arbitrárias em direitos de ordem econômica.

Esses casos refletem a tensão entre regulação estatal e direitos de propriedade privada em um contexto de industrialização intensa. A dinâmica entre a autoridade regulatória estatal e a proteção dos direitos econômicos individuais sob a 14ª Emenda desencadeou debates jurídicos e políticos, moldando a jurisprudência sobre direitos de propriedade e o escopo da regulação estatal no quadro econômico e político estadunidense.

No caso *Slaughterhouse* (1873), a legislação da Louisiana, ao centralizar o negócio de matadouros em Nova Orleans, foi contestada sob o argumento de violação à cláusula de privilégios ou imunidades e à cláusula de devido processo legal da 14ª Emenda. A Suprema Corte, contudo, rejeitou essa alegação. A controvérsia intensificou-se com o caso *Munn v. Illinois* (1877), onde a regulação das tarifas de armazenamento de grãos em elevadores de Chicago foi vista como usurpação de propriedade sem o devido processo legal. A Suprema Corte ratificou a legislação, reiterando que a propriedade privada, quando dedicada ao uso público, sujeita-se à regulação pública. No caso *Loan Association v. Topeka* (1874), o cerne da discussão era um esquema de subsídios destinado a promover uma empresa manufatureira em Topeka. O Juiz Miller, ao

representar o Tribunal, salientou o potencial abusivo da tributação e negou a validade de tributação para propósitos privados<sup>141</sup>.

Frente às disputas, formaram-se duas distintas doutrinas: a do devido processo econômico; e da liberdade contratual, refletindo um esforço jurisprudencial para equacionar os princípios de liberdade contratual frente ao exercício do poder de polícia estatal, representante de uma doutrina mais “dirigista”. Estes princípios foram fundamentais na construção de um arcabouço legal que buscava equilibrar a liberdade individual com as necessidades de regulação e intervenção estatal em questões econômicas.

Durante o período analisado, observa-se uma evolução significativa na jurisprudência relacionada ao conceito de "devido processo legal". Em julgamentos marcantes, como *Mugler v. Kansas (1887)*, a Suprema Corte dos Estados Unidos começou a adotar uma interpretação mais substancial dessa cláusula, com foco na proteção dos direitos de propriedade. Essa tendência ganhou ímpeto em casos como *Allgeyer v. Louisiana (1897)*, onde a Suprema Corte declarou inconstitucional uma lei estadual que restringia a obtenção de seguros de empresas não autorizadas no estado, defendendo que a liberdade garantida pela 14ª Emenda abrange o direito de celebrar "todos os contratos adequados" para o exercício de uma profissão ou aquisição de propriedade.

Como elucidado por Ely<sup>142</sup>, o caso *Mugler* foi fundamental para estabelecer a doutrina do devido processo econômico, na qual o escrutínio judicial não se restringe à legalidade processual, mas também abrange a análise dos objetivos e métodos da regulação estatal. Paralelamente, a doutrina da liberdade contratual, exemplificada pelo caso *Allgeyer*, evoluiu sob a premissa de que as partes em um contrato possuem poder de negociação relativamente equilibrado e devem ter a liberdade de determinar seus próprios termos.

Entretanto, essa expansão das doutrinas de devido processo econômico e liberdade contratual enfrentou desafios, especialmente quando a Suprema Corte precisou balancear esses princípios com a proteção à saúde, segurança e moralidade públicas. Em casos como *Holden v. Hardy (1898)*, reconheceu-se que os estados tinham o direito de restringir os direitos de propriedade e a liberdade contratual como parte do seu "poder de polícia".

---

<sup>141</sup> ELY, *op. Cit.*, P. 59.

<sup>142</sup> ELY, *op. Cit.*, P. 80.

No caso *Gelpcke v. City of Dubuque* (1864), a Suprema Corte ampliou a doutrina da liberdade contratual para incluir arranjos baseados na interpretação judicial da lei estadual, oferecendo proteção adicional contra intervenções judiciais e legislativas subsequentes. Esse julgamento reflete uma desconfiança profunda em relação ao repúdio da dívida pública e estabelece um controle judicial sobre as políticas de emissão de títulos municipais.

A análise deste período histórico revela uma tentativa contínua de equilibrar as demandas de liberdade econômica com as necessidades de regulação estatal, dentro de um quadro legal e constitucional em evolução. Ao final do século XIX, a doutrina do devido processo econômico sagrou-se como a principal salvaguarda constitucional dos interesses de propriedade e negócios. Outrossim, a restrição à constituição de dívida pública municipal contribuiria para a necessidade de formulação de um programa de financiamento habitacional em nível federal no século XX, conforme será tratado em sequência.

No Brasil, por sua vez, a segunda metade do Século XIX seria palco de grandes mudanças, jurídicas, políticas, econômicas e institucionais. A proibição de uma das atividades econômicas centrais precipitou a transferência dos recursos então investidos no tráfico para outros setores, tais como os bancos de emissão e papéis da dívida pública, assim como para a atração de imigrantes europeus para o país, que já era incentivada pelo governo brasileiro desde 1840<sup>143</sup>.

O próprio avanço do trabalho assalariado urbano favoreceu a expansão da base monetária e a captação dos depósitos, em especial na parte final do século. Além disso, a construção de obras de infraestrutura, como a Estrada de Ferro Bahia do São Francisco, demandou a mobilização de recursos mais volumosos — que se majorariam ainda por ocasião da Guerra do Paraguai, iniciada quatro anos mais tarde.

Essencial para o enfrentamento do problema do *funding* escasso (incluindo-se para o incipiente mercado imobiliário) seria, portanto, a captação de reservas monetárias em volume compatível com a mudança do perfil da economia brasileira. As reservas monetárias, até então essencialmente vinculadas aos latifúndios e à aquisição de escravos, precisariam ser mobilizadas para financiar o projeto proposto.

---

<sup>143</sup> CROCE, Marcus. “A Economia do Brasil no século XIX”. XI Congresso Brasileiro de História Econômica. 2015.

Cabe destacar, *an passant*, que o incentivo à colonização do interior do país também levou à formação de legislações específicas voltadas ao desenvolvimento urbano dessas áreas, cujo crescimento intenso seria, de certa forma, administrado por meio de associações de colonização e da regulamentação das empresas que realizavam a promoção do processo imigratório, tais como o Decreto nº 1.915, de 28 de março de 1857, em que são formuladas orientações que se aproximam das características de uma legislação urbanística, estipulando a metragem de divisão dos lotes entre os associados, a presença de igreja e escola em cada uma destas.

Do ponto de vista normativo, a Lei nº 1.083, de 22 de agosto de 1860, é um marco essencial por sua estreita ligação com o desenrolar das inovações institucionais que dariam forma às fontes de financiamento mais exitosas do desenvolvimento imobiliário brasileiro: as caixas econômicas, em especial as garantidas pela União.

A referida lei regulamenta a atividade de bancos e outras instituições financeiras no Brasil, difundidas pelo setor privado e governos estaduais, com especial atenção aos bancos públicos (ou “criados por decreto”, como referido no texto legal). Dentre as matérias regulamentadas, citam-se a fixação de limites de endividamento, regras para a emissão de títulos e notas e disposições de direito material sobre falência dessas instituições. Por meio desta, também foram criadas vedações legais à realização de empréstimos e ao funcionamento de instituições financeiras sem o prévio aval do Estado, sob pena de multa e até mesmo prisão ao indivíduo que agisse em desacordo.

A opção por um maior controle regulatório sobre as instituições financeiras — decorrente da Lei nº 1.083 de 22 de agosto de 1860, nomeada, à época, de “Lei do Entraves” — ocorreu logo após um período de expansão da base monetária<sup>144</sup>. A imposição de limites à atividade bancária tinha por objetivo a estabilização econômica e a redução de atividades com risco excessivo e/ou fraudulentas.

Veja-se que, já nesta época, os efeitos nefastos da quebra de confiança da população em instituições bancárias eram conhecidos, sendo evidente o interesse do Estado em proteger a

---

<sup>144</sup> MARCONDES, Renato Leite. “Caixas econômicas públicas e depósitos populares no Brasil”. *Am. Lat. Hist. Econ.*, ano 21, nº. 3, setembro-dezembro, 2014, p. 56.

nascente atividade em um momento crucial de transição de um modelo mercantilista para uma economia capitalista.

De especial importância para evidenciar a necessidade de regulamentação das instituições financeiras foi o Pânico de 1837 — cujos efeitos foram sentidos em solo americano até 1844, com taxas de desemprego que chegaram a 25% e deflação sustentada nos preços e salários<sup>145</sup>. Outrossim, pouco antes da implementação das referidas limitações, ocorreria a primeira crise financeira de escala global, o Pânico de 1857, iniciado nos Estados Unidos em função de corridas bancárias após a falência do *Ohio Life Insurance and Trust Company*<sup>146</sup>, levando a uma acentuada queda no preço dos *commodities*, incluindo-se o café, principal produto de exportação brasileiro.

Para além da normatização de aspectos da atividade bancária, a legislação também versou sobre sociedades sem fins lucrativos que eram comuns na época: as “Caixas Economicas”, os “Monte-Pios ou de Socorro”, e as “Sociedades de Socorros Mutuos”, tratadas nos parágrafos 1º e 14º a 16º do art. 2º<sup>147</sup>. A legislação autorizava a criação de instituições garantidas pelo Estado,

---

<sup>145</sup> Cf. TIMBERLAKE, Jr., RICHARD H. "Panic of 1837." In: Glasner, David; Cooley, Thomas F., eds. *Business Cycles and Depressions: An Encyclopedia*. New York: Garland Publishing, 1997, pp. 514-516. ISBN: 0-8240-0944-4.

<sup>146</sup> Cf. CALOMIRIS, Charles W.; Schweikart, Larry. "The Panic of 1857: Origins, Transmission, and Containment". *The Journal of Economic History*, 1991: 808–810. JSTOR 2123394

<sup>147</sup> Art. 2º Na organização e regimen das Companhias e Sociedades Anonymas, assim civis como mercantis, observar-se-hão as seguintes disposições: § 1º As Companhias ou Sociedades Anonymas, Nacionaes ou Estrangeiras, suas Caixas Filiaes ou Agencias, que se incorporarem ou funcionarem sem autorisação concedida por Lei ou por Decreto do Poder Executivo, e approvação de seus estatutos ou escripturas de associação, além de incorrerem na pena do art. 10 do Decreto n. 575 de 10 de Janeiro de 1849, pagarão as que tiverem capital social a multa de 1 a 5% do mesmo capital, e as que o não tiverem a de 1:000\$ a 5:000\$000, pelas quaes multas, assim como por todos os actos das referidas Sociedades, ficão solidariamente responsaveis os socios que as organisarem ou tomarem parte em suas deliberações, direcção ou gerencia, e as pessoas que directa ou indirectamente as promoverem. Esta disposição he applicavel aos Monte-Pios, às Sociedades de Socorros Mutuos, ás Caixas Economicas, e a toda e qualquer Sociedade sem firma social, administrada por mandatarios, ainda que seja beneficente. Aos Presidentes das Provincias, e na fórma dos Regulamentos do Governo, pertence a faculdade de autorisar e approvar os estatutos dos Monte-Pios e das Sociedades de Socorros Mutuos ou de qualquer outra Associação de beneficencia estabelecidas nas Provincias, salva a disposição do art. 10 § 10 da Lei nº 16 de 12 de Agosto de 1834. § 14. As Caixas Economicas, como estabelecimentos de beneficencia, serão dirigidas e administradas gratuitamente por directores nomeados pelo Governo; e os bons serviços por estes prestados serão reputados relevantes em qualquer occasião e para qualquer fim. § 15. As Caixas Economicas não poderão fazer outra operação que não seja a de receber a premio semanalmente valores não excedentes a 50\$000 por cada depositante. As quantias, depositadas na mesma ou em differente Caixa por hum mesmo individuo, e que por accumulção ou por qualquer outro motivo excederem ao computo de 4:000\$000, não vencerão juros. § 16. Os dinheiros recebidos pelas Caixas Economicas serão entregues, no prazo maximo de oito dias, á Estação de Fazenda que o Governo designar em cada Provincia ou Municipio, e vencerão o juro de 6% desde o dia de sua entrada. Os juros serão accumulados semestralmente, e a retirada dos depositos só poderá ter lugar com prévio aviso do depositante, feito com antecedencia de oito dias pelo menos.

dando autonomia a este para, no decreto de criação dessas instituições, estabelecer a forma societária aplicável e certas estruturas de *compliance*, nos termos do art. 7º<sup>148</sup>.

Em complemento a esta, cita-se o Decreto nº 2.711, de 19 de dezembro de 1860, que restringiu, em seu art. 1º, a “*criação, organização ou incorporação de Companhias ou Sociedades anonyms, que tenham por fim operações chamadas de Banco, não poderão realizar-se, sob as penas do art. 2º § 1º da Lei nº 1.083 de 22 de agosto de 1860 senão em virtude de Lei, ou de Decreto do Poder Executivo*”. Por meio do Decreto nº 2.723, de 12 de janeiro de 1861, seria dado início ao esforço governamental mais exitoso para captação de recursos de poupança no país: a criação de “uma Caixa Economica e um Monte de Socorro”<sup>149</sup> em nível federal, cujo objetivo seria o atendimento às classes menos abastadas, com juros de 6% ao ano — limitado a um determinado valor, a partir do qual esses não mais incidiriam— e garantia do Governo, o que se extrai do seu art. 1º<sup>150</sup>.

A estratégia era uma forma de capitalizar o Tesouro em um contexto em que a maior parte da população era de baixa renda e não dispunha do montante necessário para a aquisição de títulos públicos. Assim, o sucesso destas instituições alavancaria financiamento público, utilizando-se da poupança popular, com a aquisição indireta destes títulos pelas Caixas<sup>151</sup>.

O artigo 9º vedava o depósito na Caixa Econômica por menores, escravos e demais indivíduos que não tivessem a livre administração de sua pessoa e bens (o que incluía, por vezes, as mulheres). Entretanto, como ressaltado por Marcondes<sup>152</sup>, essa vedação não impediu que estes

---

<sup>148</sup> Art. 7º O Governo nos Regulamentos que expedir para a boa execução desta Lei poderá impôr multas de 100\$ até 1:000\$000, e de accordo com as presentes disposições determinará as condições necessarias para a organização e incorporação das Companhias e Sociedades Anonyms e dos estabelecimentos de que tratão o art. 1º e os §§ 1º, 14, 18, 19, e 20 do art. 2º desta Lei, sua inspecção e exames, os casos e a fôrma da suspensão ou dissolução dellas, e o que fôr necessario para exercicio das funções de corretor e regularidade de seus actos.

<sup>149</sup>BRASIL. Decreto nº 2723, de 12 de janeiro de 1861. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-2723-12-janeiro-1861-556013-publicacaooriginal-75580-pe.html>.

<sup>150</sup> Art. 1º A Caixa Economica estabelecida na Cidade do Rio de Janeiro, em virtude do art. 2º, §§ 1º e 14 a 16 da Lei nº 1.083 de 22 de Agosto de 1860, tem por fim receber a juro de 6%, as pequenas economias das classes menos abastadas, e de assegurar, sob garantia do Governo Imperial, a fiel restituição do que pertencer a cada contribuinte, quando este o reclamar na fôrma do art. 7º deste Regulamento.

<sup>151</sup> Art. 6º As quantias depositadas na Caixa Economica, e remetidas diariamente ao Thesouro são por este garantidas ao depositante; e poderão ser empregadas como emprestimos ao Monte de Socorro desta Capital, creado em virtude da Lei de 22 de Agosto de 1860, na compra de apolices da divida publica fundada, ou nas despezas do Estado, e serão escripturados como deposito.

<sup>152</sup>MARCONDES, *op. Cit.*, pp. 119-120),

grupos estivessem entre os primeiros depositantes da instituição<sup>153</sup>. Aumento significativo do número potencial de depositantes adveio no século seguinte, com a Lei do Ventre Livre (Lei nº 2.040 de 28 de setembro de 1871), que autorizou a formação de pecúlio aos escravizados, permitindo-se a utilização dos recursos poupados em cartas de alforria.

Com a abolição da escravatura, o Estado brasileiro passou a ser intensamente pressionado pelos latifundiários que, sentindo-se no direito de reclamar de suas perdas econômicas, exigiam a intervenção do Estado para que pudesse ser implementado um novo sistema que aumentasse os seus rendimentos.

Esforços nesse sentido seriam realizados pelo Império por meio do Decreto nº 3.403, de 24 de novembro de 1888, visando a estabilizar as condições políticas e econômicas diante da turbulência vivenciada no período imediatamente posterior ao fim do regime escravista, com a liberação dos indivíduos subjugados. Assim, houve a autorização legal para a emissão de crédito à lavoura, à utilização de títulos públicos como lastro (extremamente inovadora na legislação brasileira, já que se dava em oposição à concepção metalista existente até aquele momento<sup>154</sup>) e estipulando-se preferência destes credores frente a quaisquer outros nos ativos compostos pela reserva legal obrigatória em moeda corrente (representando 20% do total das emissões<sup>155</sup>) e sobre as apólices públicas depositadas.

Logo após a Proclamação da República, em 1889, foram implementadas políticas de expansão de crédito de forma abrangente. As reformas econômicas, encabeçadas por Ruy Barbosa (na condição de Ministro da Economia do Marechal Deodoro da Fonseca), tinham por objetivo expandir e estimular a introdução de atividades industriais no país. Para tanto, alterou substancialmente a regulamentação bancária posta em prática pela Lei do Entraves, maximizando a mudança proposta na reforma legislativa de 1888. A permissão para atuação ampla dos bancos

---

<sup>153</sup> O referido tema comporta algumas informações adicionais, trazidas por Marcondes, *op cit.*, “A participação dos menores na Caixa do Rio manteve-se ao redor de um sexto do total entre 1882 e 1892 (15.9%). De outro lado, as mulheres realizaram grande parcela dos depósitos, atingindo pouco mais de um terço entre 1891 e 1908 (35.1%) e aumentaram a sua parcela para 40.5% em 1924.”

<sup>154</sup> Art. 1º Poderão emitir bilhetes ao portador e á vista, convertíveis em moeda corrente do Imperio, precedendo autorização do Poder Executivo, as companhias anonyms que se propuzerem a fazer operações bancarias e que, em garantia do pagamento dos mesmos bilhetes, depositarem na Caixa da Amortização o valor sufficiente em apolices da divida publica interna, designadas no art. 2º desta Lei, observadas as disposições seguintes:

<sup>155</sup> Art. 1º, §2º da referida Lei assim dispõe: “ I. A companhia conservará sempre em caixa 20% em moeda corrente do valor dos bilhetes em circulação para acudir a seu prompto pagamento.”

pode ser evidenciada na listagem de operações permitidas (que, conforme o item “10”, evidencia-se ser meramente exemplificativa). Dentre elas, destacam-se as tendentes a incentivar o processo de urbanização (como demarcação e parcelamento do solo), de industrialização, auxílio à colonização, realização de obras de infraestrutura e às atividades agrícolas<sup>156</sup>.

Merece destaque os favores legais concedidos, no art. 3º, aos estabelecimentos bancários, tais como, no âmbito imobiliário: a partir da *“cessão gratuita, à discricção do Governo, de terras devolutas, na zona da sua circumscripção, para localização de colonos e fundação de estabelecimentos industriaes de qualquer ordem”*, sobre os quais tinham preferência, em igualdade de condições, nos *“contractos com o Governo sobre objectos de colonisação e immigração na sua circumscripção territorial”*.

Além disso, garantiu-se a esses o direito de desapropriação e isenção de décimas, impostos e direitos aduaneiros para *“os estabelecimentos industriaes, que fundarem, emquanto os houverem sob sua administração, e material de qualquer especie, que importarem com destino e applicação a esses estabelecimentos, estradas de ferro, exploração de rios, minas e outras fontes de producção”*.

Vê-se também a tentativa agressiva de aumentar os subsídios para a construção de *“estradas de ferro e outras obras e melhoramentos”*, bem como a exploração de minas de qualquer espécie compreendidas na circunscrição territorial. O principal instrumento jurídico utilizado para dar azo à formulação da nova política de fomento à economia de mercado seria a hipoteca de imóveis ruais e a subsequente emissão de letras hipotecárias, como estatuído nos arts. 4º e 7º<sup>157</sup>.

---

<sup>156</sup> Art. 2º Os bancos constituídos nos termos deste decreto poderão operar: 1) em empréstimos, descontos e cambios; 2) em hypothecas a curto e longo prazo, emitindo letras hypothecarias; 3) em penhor agricola sobre fructos pendentes, colhidos e armazenados; 4) em adeantamentos sobre instrumentos de trabalho, machinas, apparatus e todos os meios de producção das propriedades agricolas, engenhos centraes, fabricas e officinas; 5) em empréstimos de character e natureza industrial para construcção de edificios publicos e particulares, estradas de ferro e outras, cáes, dócas, melhoramentos de portos, telegraphos, telaphones e quaesquer empreendimentos industriaes; 6) em comprar e vender terras, incultas, ou não, parcellal-as, e demarcal-as, por conta propria, ou alheia; 7) encarregar-se de assumptos tendentes á colonizaçáo, fazendo os adeantamentos necessarios, mediante ajuste o contracto com os colonos, ou terceiros interessados; 8) incumbir-se, por conta propria ou alheia, de deseccamento, drenagem e irrigaçáo do sólo; 9) tratar do nivelamento e orientaçáo de terrenos, abertura de estradas e caminhos ruraes, canalisaçáo e direcçáo de torrentes, lagóas e rios, e facilitar os meios necessarios - mediante ajuste e condiçóes - a qualquer cultura, criaçáo de gado de todas as especies e exploraçáo de minas, principalmente de carvão de pedra, cobre, ferro e outros metaes; 10) finalmente, poderão effectuar todas as operaçóes de commercio e industria, por conta propria ou de terceiros.

<sup>157</sup> Art. 4º [...] 4 a emprestar á lavoura e industrias auxiliares, a juro nunca superior de 6 %, commissáo de 1/2 % e prazo maximo de 30 annos, sobre hypotheca de immoveis ruraes, urbanos e industriaes, e bem assim a effectuar com ella transacçóes de penhor de productos e outros titulos, que offereçam garantia, a prazo nunca superior a tres annos.

A hipoteca já era um veículo consolidado de captação de crédito associado à outorga de garantia real ao credor. Em um país com grande parte dos recursos imobilizados em latifúndios, escravos, animais e demais ativos associados aos empreendimentos agrícolas, é claro o forte incentivo à adoção da hipoteca e do penhor agrícola como forma de garantia.

Destaca-se que a legislação hipotecária foi fortemente influenciada por Nabuco de Araújo, que, logo após assumir o Ministério da Justiça, em 1853, redigiu o projeto de reforma hipotecária. Até então, a legislação hipotecária resumia-se ao Decreto nº 482, de 14 de novembro de 1846, que regulamentava a Lei nº 317, de 21 de outubro de 1843, a qual criara o registro geral das hipotecas, bem como às disposições gerais sobre hipotecas no Código Comercial.<sup>158</sup>

Esse dispunha sobre a hipoteca, atribuindo a elas caráter “comercial”. Os arts. 26 e 27 desse normativo trazia a autorização para os menores e filhos de comerciantes de obrigar, hipotecar e alienar os seus bens, sem que possam alegar o benefício de restituição contra este ou outros atos oriundos de obrigações comerciais. As mulheres casadas não poderiam se utilizar de tais faculdades sobre os bens particulares do marido (adquiridos antes do casamento), desde que regulamente inscritos no Registro do Comércio em até 15 (quinze) dias após o casamento. A mesma restrição seria extensível aos bens que fossem comuns aos cônjuges, cujos atos de disposição demandariam a outorga uxória, provada por escritura pública aposta no referido Registro.

A legislação comercial presumia hipóteses de “hipotecas tácitas” em diversas ocasiões do dia-a-dia comercial, tais como sobre trapiches ou armazéns ao tempo da quebra do comerciante, para pagamento dos aluguéis e das despesas feitas com a conservação (art. 97); bestas, carros, barcos, aparelhos e demais instrumentos principais e acessórios dos transportes, em favor do

---

Para auxiliar taes empréstimos, o Governo concorrerá apenas com as sommas que receber dos bancos a titulo de redução da taxa de juro das apolices, que constituirem seu fundo social; e, depois dessas sommas atingirem á totalidade do juro, ficará este auxilio reduzido á metade. Com este auxilio os bancos formarão um fundo especial, para garantir o serviço das letras hypothecarias, que emittirem em virtude de empréstimos á lavoura e industrias auxiliares; Art. 7º Os empréstimos aos agricultores nos termos do art. 10 da lei n. 3172 de 5 de outubro de 1885 poderão ser feitos por prazo de um a tres annos, e ainda por escripto particular, assignado pelo devedor e duas testemunhas, cujas firmas serão reconhecidas antes do registro; revogados nesta parte o art. 107 e §§ 2º e 4º do decreto n. 9549 de 23 de janeiro de 1886.

<sup>158</sup>RIBEIRO, Maria Alice Rosa. PENTEADO, Maria Aparecida Alvim de Camargo. “ESCRAVOS HIPOTECADOS, CAMPINAS-1865-1874”. Jun 2020 in Revista de História (São Paulo). DOI: 10.11606/issn.2316-9141.rh.2020.152744. Disponível em: [https://www.revistas.usp.br/revhistoria/article/view/152744/176866#content/citation\\_reference\\_1](https://www.revistas.usp.br/revhistoria/article/view/152744/176866#content/citation_reference_1).

carregador para pagamento dos efeitos entregues ao condutor ou ao comissário de transporte (art. 108); sobre os gêneros carregado, para fins de custeio do frete e despesas (art. 117), dentre outros.

A hipoteca de que tratava o referido Código era mais bem descrita nos arts. 265 a 270. A hipoteca poderia assegurar qualquer obrigação ou dívida comercial, desde que provada por escritura pública inscrita no Registro do Comércio — à exceção, por óbvio, das hipotecas tácitas. Como requisitos formais, a escritura deveria enunciar, para cada um dos bens hipotecados (sob pena de não produzir seus efeitos):” *a natureza da dívida, a sua importância, a causa de que procede, a natureza dos bens que se hipotecam, e se estão livres e desembargados, ou se acham sujeitos a outra hipoteca ou a outro algum ônus*”.

Nesse sentido, também trazia previsões protetivas ao patrimônio dos casais em que os bens se comunicavam, como a previsão de invalidade quando a hipoteca de bens do casal fosse outorgada sem a outorga marital, a nulidade da hipoteca de bens oriundos do dote pelo cônjuge varão — ainda que também assinada pela mulher. Do ponto de vista comercial, cabe destacar o previsto no art. 269, que estipulava os efeitos da hipoteca, como o de tornar nulo qualquer ato de disposição da coisa hipotecada, a possibilidade de o credor penhorar e executar a coisa hipoteca para que sirva como seu pagamento, assim como a estipulação de preferência perante os demais credores (em ordem de inscrição destas no Registro Comercial). Além disso, também é de relevância o previsto no art. 827, que trazia a nulidade de hipotecas havidas em até 40 dias da data legal da falência, uma vez que o art. 852 previa a exclusão dos credores hipotecários “do domínio” do regime de concordata, que teriam o maior privilégio (art. 873). Os credores hipotecários apareceriam, também, nas segunda e terceira posição na ordem de preferências, compreendendo as hipotecas tácita especial e tácita geral; e hipoteca especial.

A grande complexidade do sistema hipotecário vigente trazia claras dificuldades práticas. Em primeiro lugar, a existência de diversos tipos da “mesma” garantia, que recairia sobre bens móveis e imóveis, de forma tácita, legal ou consensual, tornaria confusa e dificultosa a aplicação de forma mais ampla. Em segundo lugar, tem-se que a hipoteca que se pretendia regular de forma pormenorizada se vinculava apenas às relações comerciais, sem que o sistema viesse a ser atualizado no âmbito civil.

Após mais de 10 anos de discussões, adveio a Lei nº 1.237, de 24 de setembro de 1864, e o Decreto nº 3.453, de 26 de abril de 1865. Por conta disso, a Lei nº 1.237, de 24 de setembro de

1864 promoveu a “Reforma a Legislação Hypothecaria” e estabeleceu as “bases das sociedades de crédito real”. No seu primeiro artigo, é expressa a intenção de unificação das diversas modalidades hipotecárias em uma só, atribuindo expressamente que: “Não ha outras hypothecas senão as que esta Lei estabelece” e, em seu art. 2º, que a “hypotheca é regulada sómente pela Lei civil, ainda que algum ou todos os credores sejam commerciantes. Ficão derogadas as disposições do Codigo Commercial, relativas á hypotheca de bens de raiz”.

Esta lei alteraria o paradigma da legislação hipotecária, passando a listar extensivamente os bens que poderiam ser objeto de hipoteca, sendo esses: “immoveis”, “accessorios dos immoveis com os mesmos immoveis”, “escravos e animaes pertencentes ás propriedades agricolas, que forem especificados no contracto, sendo com as mesmas propriedades”, o “dominio directo dos bens emphiteuticos”, “o dominio util dos mesmos bens independente da licença do senhorio, o qual não perde, no caso de alienação, o direito de opção”.

As diversas categorias presentes foram limitadas às hipotecas legais ou convencionais. Quanto à primeira modalidade, resumia-se às hipóteses associadas aos bens no seio familiar, regulando-se a existência de hipoteca de bens dos cônjuges e menores, por exemplo; à fazenda pública, Igrejas, Mosteiros, Misericórdias e Corporações de Mão-morta; ao Estado e aos ofendidos em crimes; e no âmbito sucessório. À exceção das hipotecas de mulheres casadas, menores e interditados, todas as demais devem ser especializadas, por escritura pública.

A preocupação com a maior organização e mobilização dos recursos nacionais, reduzindo-se os custos de transação e a assimetria informacional entre as partes é evidenciada em dois principais pontos desta norma: a estipulação do rol extensivo de ônus reais e a organização de um “Registro Geral”. Além disso, outro fator inovador da legislação seria a tentativa de criação de um mercado secundário de hipotecas, razão pela qual foram pormenorizadas as regras atinentes às cessões e sub-rogações de títulos, assim como a fundação de sociedade especialmente autorizadas pelo Governo a emitir as Letras Hipotecárias (títulos de dívida hipotecária).

A importância da normatização foi justamente possibilitar a criação de um subsistema mais seguro e cujas informações seriam cada vez mais centralizadas, o que daria origem a uma formação do crédito imobiliário de modo mais próximo à sua acepção moderna. A segurança e centralização por meio do Registro Geral permitiria a qualquer interessado avaliar o estado do bem, reduzindo-se as chances de fraudes e aumentando os incentivos para circulação dos recursos.

A Lei nº 1.237, de 24 de setembro de 1864, constitui um marco normativo essencial para a compreensão e análise do contexto imobiliário e financeiro brasileiro, especialmente nos dispositivos previstos em seu Título III e Título VI. O Título III, dedicado ao Registro Geral, estabelece as fundações necessárias para um sistema de registro imobiliário de maior transparência e eficiência, articulando mecanismos cruciais para a salvaguarda da transparência e da segurança jurídica nas transações imobiliárias, atribuindo eficácia *erga omnes* às transmissões e instituições de ônus reais e hipotecas. O artigo 7º é particularmente digno de nota, ao impor um dever ao adquirente e ao devedor de registrar as transações pertinentes, promovendo a ordem e a legalidade necessárias, sendo as despesas relacionadas a este processo de responsabilidade do adquirente.

A legislação tentaria facilitar a circulação do crédito associado aos imóveis, em especial os rurais. Para tanto, criar um sistema fundado nas sociedades de créditos reais (que se utilizariam dos ônus reais normatizados para garantir o empréstimo realizado).

A Hipoteca teria por objeto créditos de longo prazo, com prazo mínimo de 10 anos e máximo de 30 anos (art. 13, § 7º). Destaca-se a limitação do valor total passível de concessão de crédito, sendo metade do valor do imóvel para os rurais e três quartos para os urbanos. O art. 10º descreve a hipoteca como indivisível, gravada sobre o imóvel e seus bens móveis, “integralmente, e em cada uma das suas partes, qualquer que seja a pessoa em cujo poder, se acharem”. Essas poderiam ser cedidas e sub-rogadas, como tratado no Título VI, constituindo uma base normativa para a transferência de créditos hipotecários e criando-se um título de crédito (nominativo ou ao portador), transferíveis por endosso e de pagamento anual.

Estariam autorizadas a emitir as letras hipotecárias as sociedades especialmente autorizadas pelo Governo, sendo criados favores legais consubstanciados na vedação à falência comercial e instituição de um regime mais próximo da liquidação extrajudicial para a hipótese de insolvência. Outrossim, garantiriam às letras hipotecárias a preferência sobre as dívidas quirografárias ou privilegiadas. Esta parte da legislação representa um avanço substancial para a época. Ao fornecer um procedimento mais claro e seguro para transferências de créditos hipotecários, iniciava-se um caminho para a proteção dos interesses das partes envolvidas e a promoção de maior estabilidade do sistema financeiro.

A importância destes títulos na legislação não pode ser subestimada. O estabelecimento de um Registro Geral, conforme delineado no Título III, responde à imperativa necessidade de

proporcionar publicidade e segurança jurídica nas transações imobiliárias, reduzindo-se os custos de verificação. A normatização das cessões e sub-rogações, por sua vez, visa facilitar e assegurar a fluidez no mercado de crédito, permitindo que os créditos sejam negociados de maneira transparente e segura. A introdução das letras hipotecárias, por sua vez, serve como um instrumento essencial para facilitar o acesso ao crédito, proporcionando a necessária liquidez ao mercado. Estes mecanismos, em sua totalidade, são vitais para o desenvolvimento do mercado imobiliário e financeiro no Brasil<sup>159</sup>.

Pelo Decreto nº 2.687, de 6 de novembro de 1875, foi criado um Banco que teria por objeto a criação do Banco de Crédito Real, fundado segundo a l.237, de 24 de setembro de 1864. Seria a primeira grande tentativa de centralização da emissão de recursos destinados ao crédito imobiliário no país. Neste sistema, seria garantido, pelo Estado, os “*os juros até 5 % ao ano e a amortização de letras hypothecarias*”.

O Banco, de duração estipulada em 40 anos, teria como principal objetivo a atração de recursos estrangeiros, que seriam utilizados para financiar o crédito hipotecário e a lavoura. Assim, a garantia de juros e amortização pelo Estado brasileiro somente se daria ao banco cujas emissões se fizessem nas praças da Europa, e que emprestasse sobre garantia de propriedades rurais, a juro que não excedesse a 7%, e com amortização calculada sobre o prazo convencionado da dívida, que deveria ser fixado entre 5 e 30 anos. A mesma legislação autorizava a concessão de juros garantido para as Companhias que se estabelecessem engenhos centrais para fabricar açúcar mediante o

---

<sup>159</sup> Apesar de não ser o objeto deste trabalho, é forçoso destacar os impactos devastadores, — se não sobre a economia, sobre a dignidade da pessoa humana — de se permitir, por força da legislação em comento, a hipoteca de escravos. Sobre o tema, cabe trazer a visão de RIBEIRO e PENTEADO (2020): “A lei definiu que as garantias se estenderiam a todas as benfeitorias que fossem acrescidas ao imóvel na vigência do contrato, como “as acessões naturais”, nas quais se incluem “as crias nascidas das escravas hipotecadas” (BRASIL, 1864, p. 70, 72). Logo, os escravos futuros, ainda não existentes, nasciam hipotecados em decorrência da hipoteca de suas mães. A legislação hipotecária desprezou a controvérsia sobre a natureza jurídica do escravo - se regido pelo regime jurídico das coisas ou das pessoas - res ou persona? Pouco importava se o escravo fosse pessoa, coisa, objeto móvel ou animal, semovente. Acima da controvérsia - coisa ou pessoa - paira o direito de propriedade que assegurava ao senhor o domínio e o poder. Nada poderia agredir ou negar o direito de propriedade da mercadoria adquirida pela compra ou por herança ou doação. Com base na importância do direito de propriedade, KILBOURNE (1995) critica a historiografia econômica norte-americana por ignorar o “conjunto de direitos de propriedade” ao tratar a escravidão como mais uma forma de organização do trabalho comparável à baseada no trabalho livre. Segundo o autor: Assim, também no Brasil, a historiografia econômica tende a ignorar o direito de propriedade que permitia ao senhor utilizar a propriedade - o escravo -, para assegurar ao credor o pagamento da dívida. Logo, a presença de escravos foi recorrente nas escrituras de obrigação hipotecárias e, mais do que isso, se tornou preponderante nas transações de crédito que tiveram lugar na sociedade campineira, como vamos demonstrar na próxima seção. Valendo-se dos direitos de propriedade sobre os escravos, os senhores poderiam deles dispor como melhor lhes aprouvesse.”

emprego de aparelhos e processos modernos, o que foi criticado amplamente pela sociedade da época.

Por meio do Decreto nº 3.272, de 05 de outubro de 1885, seria reforçado o subsistema de crédito imobiliário, visando, agora, a estabelecer as bases para um crédito de curto prazo para o setor agrícola por meio do penhor. Caberia às sociedades de crédito real, assim como “qualquer capitalista” o direito de constituir penhor sobre *“colheitas pendentes, productos agricolas, de animaes, machinas, instrumentos e quaesquer outros accessorios não comprehendidos nas escripturas de hypotheca, e quando o estejam, precedendo consentimento do credor hypothecario”*, mantendo-se a obrigação de inscrição no Registro Geral para que tenham efeito.

A política nacional se voltaria, após a instauração da república, ao desenvolvimento industrial no país, com a descentralização bancária e o incentivo à emissão de moeda por essas instituições. O então Ministro da Fazenda, Ruy Barbosa, ao tratar sobre o tema em Relatório do Ministério da Fazenda acerca do ano de 1890<sup>160</sup>, discorreu sobre as dificuldades associadas ao mercado hipotecário no âmbito nacional :

Com effeito, reflectiam as commissões, não podendo por ora o Brasil encontrar em seu seio os elementos precisos, para dar impulso às emissões dos bancos hypothecários, as quaes constituem seus instrumentos fecundos de prosperidade, torna-se evidente que qualquer plano de organização sobre esta materia deve ter por bases a importação de capital estrangeiro e a emissão das obrigações hypothecárias nas praças ricas e populosas da Europa.

Mas, para conseguir este desideratum, inspirando plena confiança nesses títulos, não basta a garantia dos bens immoveis e do capital social das companhias. É ainda preciso que elle se fortifique, ante os olhos dos capitalistas, com o prestigio do credito do governo, unindo os seus aos interesses da companhia.»

Preconizando as vantagens inestimaveis das instituições destinadas a mobilizar o solo pelo moderno mecanismo do credito, o senado punha imprescindivelmente como clausulas supremas à exequibilidade desse progresso entre nós o recurso aos mercados estrangeiros, possibilitado pela garantia do erario nacional. O principal mérito dessas instituições», dizia elle, por órgão das commissões, cujas idéas abraçou, (derivando-se do grande desenvolvimento, que deve ter a emissão das suas letras hypothecárias, multiplicadas até o decuplo do valor do seu fundo social, resulta em que ellas encontram insuperaveis dificuldades, para se levantar e prosperar em paizes novos, onde os capitaes disponiveis são sempre escassos em relação às variadas e numerosas difficuldades das industrias e melhoramentos que os reclamam. Este é o caso, em que se acha o Brasil; e seria preciso fechar os olhos à luz de tantas experiencias recentes, para se esperar bom êxito na emissão de títulos hypothecários em escala assaz vasta) que corresponda à magnitude dos fins, a que são applicados.» Francisco Octaviano dizia:

---

<sup>160</sup> BRASIL. Ministério da Fazenda. “Relatório do Ministro da Fazenda Ruy Barbosa. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1891”. Disponível em: <https://bibliotecadigital.stf.jus.br/xmlui/handle/123456789/3375> Acesso em:10/08/2023. P. 156-157.

“Dentro do paiz estamos todos de accordo em, que fallecem os capitaes. Por conseguinte, que era essencial? Pôr em contacto com a lavoura brasileira as associações de credito da Europa.

“ E o meio de conseguir isto qual poderia ser? O credito do governo. O governo vem, pois, aqui abonar o lavrador nacional junto às associações de credito da Europa.

“E, como não seria um mecanismo fácil entender-se o governo directamente com as associações da Europa, creou-se uma associação, que necessariamente tem de jogar com essas; creou-se uma associação, que, com o abono do governo, nos possa trazer capitaes para a lavoura.

“ Desde que o sr. Nabuco de Araujo luctou, no parlamento, por conseguir a lei da reforma hypothecária, era bem claro que se visava a criação dos estabelecimentos de credito real. Fez-se o ensaio com a prata de casa; o ensaio foi improdutivo. Que se devia fazer, para completar o pensamento da lei de 1864? Procurar auxilio fora do paiz, para que ella não seja apenas lei escripta, para que ella se realize.” (Annaes do senado, 1875, vol. VI, p. 32.) E não houve, a tal respeito, opinião discrepante, dentro ou fora das camaras.

Assim, mostra-se a dificuldade que se enfrentava na consecução do objetivo primário da emissão das hipotecas: a efetiva circulação do crédito. O objetivo secundário, à época, era a captação de investimentos estrangeiros, já que se considerava necessária a obtenção de financiamento europeu para que se compatibilizasse o vulto do investimento com a necessidade de distribuição ao longo do país. O desinteresse é tema recorrente do referido relatório, uma vez que, mesmo diante do “*alto premio, com que se acenava à concorrência dos capitaes estrangeiros, não obstante o offerecimento franco do credito do Estado à especulação europea, nunca se conseguiu a satisfação das esperanças postas pelo Imperio*<sup>161</sup>”. Rui Barbosa entendia que a culpa da falência do projeto do governo anterior seria, dentre outras, a exclusão das hipotecas urbanas<sup>162</sup>, a fixação do prazo do banco em quarenta anos, a nomeação do seu presidente pelo governo brasileiro.

A análise detida do período histórico compreendido entre os séculos XIII e XIX, tanto nos Estados Unidos quanto no Brasil, ilustra uma evolução jurídico-constitucional marcante, onde os direitos de propriedade e a liberdade contratual se erigem como pilares fundamentais no contexto econômico e social. Nos Estados Unidos, a consolidação da doutrina do devido processo

---

<sup>161</sup>BRASIL. “Ministério da Fazenda. Relatório do Ministro da Fazenda Ruy Barbosa. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1891”. Disponível em: <https://bibliotecadigital.stf.jus.br/xmlui/handle/123456789/3375>. Acesso em:10/08/2023. P.158

<sup>162</sup> BRASIL. “Ministério da Fazenda. Relatório do Ministro da Fazenda Ruy Barbosa. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1891”. Disponível em: <https://bibliotecadigital.stf.jus.br/xmlui/handle/123456789/3375>. Acesso em:10/08/2023. P. 72: “Sobre este ponto, cabe destacar os efeitos da dificuldade criada pelos hábitos rurais com relação ao crédito: Por toda a parte onde se teem creado sociedades de credito real, os proprietarios urbanos são os primeiros a comprehender os serviços, que ellas lhes podem trazer, e os primeiros a aproveita-los. Não é, certamente, esse o fim determinante das instituições taes; mas, emquanto não acodem os emprestimos ruraes, a sociedade faz transacções, adquirindo assim o credito, de que mais tarde os campos aproveitarão”.

econômico e a doutrina da liberdade contratual evidenciam uma transição de uma perspectiva procedimental para uma mais substancial, delineada em casos emblemáticos como *Mugler v. Kansas* (1887) e *Allgeyer v. Louisiana* (1897). Esta evolução jurisprudencial e doutrinária revela uma tentativa de harmonizar a liberdade econômica individual com as demandas de regulação estatal, visando à proteção da saúde, segurança e moral públicas, conforme ilustrado no caso *Holden v. Hardy* (1898).

No Brasil, a segunda metade do Século XIX é marcada por transformações jurídicas, políticas, econômicas e institucionais robustas, em resposta às mudanças demográficas e econômicas. A proibição do tráfico de escravos e a necessidade de modernização econômica precipitaram a reestruturação das instituições financeiras e a criação de normas legais inovadoras, evidenciadas na Lei nº 1.083 de 22 de agosto de 1860 e na Lei nº 1.237 de 24 de setembro de 1864. A primeira, regulamentando a atividade bancária e instituindo mecanismos de controle estatal para assegurar a estabilidade econômica; e a segunda, reformando a legislação hipotecária e estabelecendo as bases para a criação de um mercado secundário de hipotecas. A Lei nº 1.237, particularmente, promove uma organização e mobilização mais eficiente dos recursos nacionais, por meio da normatização das hipotecas e a criação do Registro Geral. Esta legislação, ao proporcionar maior transparência, segurança jurídica e fluidez no mercado de crédito, pavimenta o caminho para a emergência de um crédito imobiliário mais robusto e uma estruturação mais sólida do sistema financeiro brasileiro.

O Decreto nº 2.687 de 6 de novembro de 1875, ao criar o Banco de Crédito Real, e o Decreto 3.272, de 05 de outubro de 1885, ao reforçar o subsistema de crédito imobiliário, refletem a contínua busca por um sistema financeiro mais resiliente e apto a atender as demandas de financiamento, tanto de longo quanto de curto prazo, essenciais para o desenvolvimento agrícola e industrial do país. A instauração da república traz consigo uma nova fase de incentivos ao desenvolvimento industrial e à descentralização bancária, como evidenciado no Relatório do Ministério da Fazenda de 1890. A análise deste período revela as dificuldades enfrentadas na busca por um sistema de crédito imobiliário eficaz, e a imperativa necessidade de atrair investimentos estrangeiros para fomentar o crescimento econômico.

Este período histórico, portanto, não apenas ilustra a evolução jurídico-constitucional no tocante aos direitos de propriedade e liberdade contratual, mas também delineia as bases sobre

as quais as modernas instituições financeiras e mercados de crédito foram edificados, tanto nos Estados Unidos quanto no Brasil. A contínua busca por um equilíbrio entre a liberdade econômica e a regulação estatal, evidencia a complexa interação entre as normas jurídicas, as instituições financeiras e as demandas econômicas, as quais, em conjunto, formam o arcabouço essencial para o desenvolvimento sustentável e a estabilidade econômica.

### **3.2. Primeira metade Século XX: a emergência do mercado imobiliário**

No início do século XX, as tentativas brasileiras de captação da poupança externa não foram bem-sucedidas. A criação de meios que viabilizassem a realização de investimentos no setor imobiliário precisaria ser realizada com a construção, aos poucos, de um sistema de captação de poupança interna. Para tanto, fez-se necessário o aprimoramento do sistema das caixas econômicas.

Diante da baixa disponibilidade de recursos para este setor, as investidas que foram realizadas no setor foram pouco profícuas. Algumas iniciativas pontuais movidas no âmbito estadual e federal, que serão tratadas em seguida. Neste ponto, porém, cumpre destacar a formação das bases para um sistema de captação de recursos que seria composto pelas caixas econômicas e, a partir do final da segunda metade do século XX, pelo Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) e do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE).

O início da República conduz a uma expansão monetária considerável que nos primeiros anos beneficia os depósitos bancários, em especial o Banco do Brasil. Porém nos anos seguintes há uma estagnação deles aumentando a importância relativa das caixas<sup>163</sup>.

Isso, porque a liberalização bancária no final do século conduziu a um substancial aumento no número de instituições desta natureza em operação. Em três anos (1898-1890), os depósitos e cédulas haviam aumentado em mais de cinco vezes. Por consequência, foram também expandidas as operações de empréstimos de curto e longo prazo. Isso, em razão da emissão monetária massiva (equivalente a 12,5% do produto interno à época<sup>164</sup>) que foi realizada pelos

---

<sup>163</sup> MARCONDES, *op. Cit*, p. 15.

<sup>164</sup> GOLDSMITH, Raymond William. “Brasil 1850-1984: desenvolvimento financeiro sob um século de inflação”. Curitiba; São Paulo, SP: Banco Bamerindus do Brasil; Editora Harper & Row do Brasil, 1986. P. 139

agentes bancários e acabou por desestabilizar o sistema, levando a uma espiral inflacionária que corroeria os valores das somas emprestadas e levaria ao fechamento de boa parte das instituições financeiras brasileiras naquele período. Ao final da década, as instituições bancárias brasileiras perderiam boa parte de sua protuberância, cedendo lugar aos bancos estrangeiros que, impedidos de participar na emissão monetária, não sofreriam com os altos níveis de inadimplência das somas emprestadas. Em 1912, 12 bancos estrangeiros detinham aproximadamente de 40% dos depósitos, o que demonstra a crise de confiança no sistema bancário brasileiro.

A crise do setor bancário, porém, não alcançou as caixas econômicas. Isso, por dois principais motivos: todo o seu ativo seria necessariamente investido em títulos públicos, o que as impediam de fazer empréstimos; e tais instituições não foram autorizadas a fazer emissões monetárias, mantendo-se, portanto, maior estabilidade em relação aos bancos<sup>165</sup>. O seu perfil de depositantes, voltados para o setor de baixa renda, também contribuiu para impedir o contágio da especulação financeira que seria característica do período do “encilhamento”<sup>166</sup>. Assim, a política expansionista beneficiaria os depósitos do Banco do Brasil em seu momento inicial, porém nos anos seguintes os depósitos estagnariam nessa instituição e em similares, aumentando a importância relativa das caixas econômicas<sup>167</sup>.

Também cabe ressaltar que, nesse período, começa-se a observar a tendência de maior crescimento da importância dos investimentos realizados por Estados e Municípios, que passaram a representar 1/3 das despesas e dívida interna das unidades governamentais e ¼ da dívida interna. A dívida pode ser associada a alguns fatores importantes, dentre eles: às tentativas de “modernização” das metrópoles em formação, que sofreriam um processo de remodelação por

---

<sup>165</sup> Somente no Estado Novo que as caixas ampliariam sua atuação, com a criação das carteiras de hipoteca, caução de títulos, consignações e contas garantidas; a instituição da outorga de exploração da Loteria Federal; e a garantia do monopólio sobre as operações de penhor. Sobre o tema, Cf. ARQUIVO NACIONAL. Caixas Econômicas. In: Dicionário da Primeira República. Disponível em: [http://mapa.an.gov.br/index.php/dicionario-primeira-republica/888-caixas-](http://mapa.an.gov.br/index.php/dicionario-primeira-republica/888-caixas-economicas#:~:text=11.820%2C%20de%2015%20de%20dezembro%20de%201915%2C%20foi%20a%20%20C3%B4micas%2C%20desde%20sua%20funda%20%20A7%20%20A3o)

[economicas#:~:text=11.820%2C%20de%2015%20de%20dezembro%20de%201915%2C%20foi%20a%20%20C3%B4micas%2C%20desde%20sua%20funda%20%20A7%20%20A3o](http://mapa.an.gov.br/index.php/dicionario-primeira-republica/888-caixas-economicas#:~:text=11.820%2C%20de%2015%20de%20dezembro%20de%201915%2C%20foi%20a%20%20C3%B4micas%2C%20desde%20sua%20funda%20%20A7%20%20A3o)

<sup>166</sup> Neste período, a especulação financeira cresceu de maneira assustadora, com grande parte dos recursos oriundos da expansão da base monetária sendo voltados para a criação de empresas não operacionais ou que faliram em poucos meses. Nesse sentido, o aumento vertiginoso do interesse na aplicação de recursos na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro faria com que os prejuízos se amontassem.

<sup>167</sup>MARCONDES, *op. Cit.*, p. 15: “É de se destacar que, entre 1900 e 1906, os depósitos nas caixas seriam superiores ao dos bancos, parte desse efeito pode ser explicado pelas políticas contracionistas do governo Campos Sales, que ocasionaram um breve período deflacionário e criariam as bases para a expansão do sistema financeiro nos anos subsequentes”.

meio de criação e exploração de serviços públicos urbanos, por meio de concessões monopolistas; e a execução de loteamentos e construção de (poucas) moradias em função da necessidade de realocação dos residentes em cortiços demolidos pelo governo nos centros da cidade<sup>168</sup>. Assim, a partir de 1890, delineou-se uma demarcação entre o capital imobiliário e a propriedade fundiária.

No Rio de Janeiro, embora tenha havido um estímulo à produção imobiliária, este não culminou na constituição de empresas voltadas para o mercado imobiliário. Conforme articulado por Luiz Cesar Ribeiro,<sup>169</sup> o crescimento vislumbrado foi resultado de diversos fatores:

o fenômeno do encilhamento, desencadeado pelo incremento do volume de papel-moeda circulante, sendo uma parcela alocada no setor imobiliário; a evolução dos sistemas de transporte coletivo, que moldaram o processo de urbanização; a disponibilidade de vastas áreas agrícolas na periferia urbana, então em estado de estagnação econômica, que posteriormente foram submetidas a loteamento parcial; o aprimoramento do serviço de saneamento básico municipal; e a emergência de estratos médios da sociedade – englobando operários industriais, trabalhadores do setor de transporte, profissionais autônomos e servidores públicos, entre outros – fomentando a demanda habitacional.

Já em São Paulo, a mudança demográfica galopante, decorrente da imigração tanto de outros estados da federação quanto de outros países; e a prosperidade que o setor cafeeiro proporcionou seriam os fatores determinantes para um impulso na produção de unidades imobiliárias. O setor cafeeiro atraiu o desenvolvimento de “atividades comerciais tipicamente urbanas, como indústrias, bancos, escritórios, armazéns e oficinas de estradas de ferro, comércio atacadista, comércio de exportação e de importação”<sup>170</sup>.

A necessidade de produção de infraestrutura adequada para acomodar os trabalhadores que se amontoavam favoreceu os setores de construção civil, em especial para as classes média e alta, sendo esta última responsável pela construção dos famosos palacetes. Instabilidade intrínseca da economia paulista, associada fortemente à obtenção de lucros oriundos da agricultura (influenciando o nível de atividade econômica das indústrias e serviços prestados), também contribuiu para o financiamento destes empreendimentos. Isso, diante da possibilidade de aplicação de recursos excedentes no nascente mercado imobiliário, que garantiria maior previsibilidade e

---

<sup>168</sup> FIX, *op. Cit.*, p. 61: “Caso emblemático é a demolição do cortiço “cabeça de porco” e outros imóveis para a construção da Avenida Central”.

<sup>169</sup> RIBEIRO, Luiz César de Queiroz. “Dos cortiços aos condomínios fechados: as formas de produção da moradia na cidade do Rio de Janeiro”. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1957, p. 222-231 *apud* FIX, *op. Cit.*, p. 63.

<sup>170</sup> CANO, Wilson. “Raízes da concentração industrial em São Paulo”. 5ª ed. Campinas, SP: Universidade Estadual de Campinas – Unicamp, Instituto de Economia, 2007. ISBN: 978-85-86215-64-3. p. 29.

menor risco para os grandes fazendeiros. A construção de imóveis para locação era opção que poderia render aos investidores (*rentier* urbano) entre 12% e 18% ao ano em períodos de inflação baixa<sup>171</sup>. A demanda era certa, uma vez que apenas 19,2% dos habitantes viviam em casas próprias na cidade. Assim, destaca Fix<sup>172</sup>:

O período é marcado pela construção dos palacetes, das casas operárias e dos cortiços. As vilas operárias foram construídas em duas modalidades diferentes: a) vilas de empresas, ou seja, aplicação de recursos diretamente feita pelos empresários industriais; b) vilas construídas como investimento, para aluguel.

Em nível nacional, foram poucas as intervenções estatais no setor, como a Fundação da Casa Operária em Pernambuco. Nesta época, vigorou a percepção de que quaisquer intervenções, seriam ferir de morte a iniciativa privada.

Nas primeiras décadas do século XX, a economia americana havia tomado um curso inteiramente distinto da brasileira, com consequências visíveis na formação dos direitos de propriedade.

Já no início do século, as comunidades rurais seriam amplamente substituídas por uma sociedade urbana e industrial, oriunda do crescimento econômico substancial experimentado. As modificações nas relações de trabalho, fortemente baseadas na exploração do trabalhador pelos empregadores, sem que esses possuíssem poder de barganha para agir de modo a contrabalancear as pressões sofridas, levaram a uma proliferação de acidentes de trabalho, problemas de saúde e deterioração da qualidade de vida do cidadão médio — até mesmo por aqueles não diretamente envolvidos nas atividades, afetado diretamente pela proximidade entre as zonas comerciais e residenciais<sup>173</sup>.

A intensa mudança no cenário econômico acarretou a popularização do “movimento progressista”. Tomando por base as frequentes falhas observadas no mercado desregulado, seus principais objetivos eram formular alterações no ordenamento jurídico que permitissem uma “correção” do desequilíbrio de poder econômico oriundo da nova ordem industrial. Buscavam controlar grandes corporações para preservar a competitividade e amenizar as condições laborais

---

<sup>171</sup> BONDUKI, Nabil Georges. "Origens da habitação social no Brasil". *Análise Social*, vol. XXIX (127), 1994, nº 3, P. 48

<sup>172</sup> FIX, *op. Cit.*, p. 69

<sup>173</sup> ELY, *op. Cit.*, p. 106-107.

industriais. Central à agenda reformista estava a defesa de um papel mais ativo dos governos estadual e federal na regulação econômica e atendimento a problemas sociais<sup>174</sup>.

A defesa da limitação da liberdade contratual e de direitos de propriedade eram calcadas sob uma interpretação expansiva do poder de polícia estatal, na linha dos precedentes tratados alhures. Em contraste com os conceitos de liberdade e propriedade típicos do Estado Liberal, onde salários e condições de trabalho eram determinados pelo livre mercado, foram aprovadas medidas protetivas, incluindo-se a criação de indenizações aos trabalhadores acidentados em fábricas, a imposição de normas de segurança e saúde do trabalho, a abolição do trabalho infantil, a aprovação de leis que estabeleceram a jornada máxima de trabalho, assim como o estabelecimento de salários-mínimos<sup>175</sup>.

A jurisprudência formada nas décadas anteriores, porém, impediu a profusão de tais normas protetivas, em especial leis trabalhistas, medidas consideradas “anticompetitivas” e a fixação de preços e salários<sup>176</sup>.

Em *Lochner v. New York* (1905)<sup>177</sup>, a Suprema Corte (por 5 a 4) utilizou-se da doutrina do devido processo econômico para invalidar uma lei que restringia o trabalho em padarias a dez horas por dia ou sessenta horas por semana, sob o argumento de que essa violava a liberdade contratual protegida pela 14ª. Assim, o real objetivo da legislação seria regular as relações de trabalho, não proteger a saúde pública, o que desbordaria do poder de polícia estatal.

A importância do precedente se dá na “premissa de que os indivíduos poderiam tomar melhores decisões relativamente ao seu próprio bem-estar, bem como a fé na ordem privada da economia”; e em “estabelecer a autoridade da Suprema Corte para rever, materialmente, as legislações de ordem econômica”. Ao fim e ao cabo, “a decisão tornou-se um símbolo do compromisso da Suprema Corte com os direitos de propriedade e contratuais”.<sup>178</sup>

Outros precedentes, em anos posteriores, iriam alterar parcialmente este entendimento. Cita-se *Muller v. Oregon* (1908)<sup>179</sup>, em que foi mantida a legislação estadual que limitava o número

---

<sup>174</sup> *Ibid*, p. 107.

<sup>175</sup> *Ibid*, 107

<sup>176</sup> *Ibid*, 110

<sup>177</sup> *Ibid*, p. 108

<sup>178</sup> *Ibid*, p. 108

<sup>179</sup> *Ibid*, p. 108

de horas de trabalho das mulheres nas fábricas e lavandarias a 10 horas por dia, dada a compreensão de que as mulheres não seriam concorrentes paritárias com relação aos homens no mercado de trabalho, necessitando de proteções especiais por via legislativa.

A tendência protetiva à economia de livre mercado foi reforçada em outros contextos, delineadas pelo caso *Pollock v. Farmers' Loan & Trust Company*<sup>180</sup>(1895), em que a Suprema Corte decidiu que os impostos sobre a renda são impostos diretos e, portanto, devem ser divididos entre os estados de acordo com a população; e *Charles Wolff Packing Company v. Court of Industrial Relations of Kansas (1923)*<sup>181</sup>, defendendo-se que a mera declaração legislativa de que uma empresa era afetada por um interesse público não era suficiente para alterar o regime jurídico privado para sujeitá-la a restrições estatais.

Especialmente no âmbito imobiliário e urbanístico, as decisões foram mais flexíveis. Essas permitiram um aproveitamento mais racional do uso da propriedade, em um período em que vigia a autoconstrução e a contratação de pequenas empreitadas como principal forma de obtenção de moradia.

A baixa sofisticação das formas em termos de financiamento e de técnicas de construção não significaram um baixo número de unidades construídas. Na primeira década do século XX, houve uma média de 361.000 construções habitacionais por ano, em comparação com 294.000 durante a década de 1890<sup>182</sup>. Nos anos seguintes, ainda que se considere a quase completa suspensão de construções no período da Primeira Guerra Mundial, a média anual para a década de 1910 subiu para 359.000, o que mostra o vigor e a centralidade da casa própria para a população. Na década de 1920, alcançou-se impressionante média de 703.000 partidas por ano. Em cada uma destas três décadas, as unidades residenciais multiplicaram-se mais rapidamente que a população<sup>183</sup>, enquanto o custo de construção também cresceu velozmente (50%) no período.

---

<sup>180</sup> A decisão foi, posteriormente, revogada pela 16ª Emenda (“O Congresso terá competência para lançar e arrecadar impostos sobre a renda, seja qual for a proveniência desta, sem distribuí-los entre os diversos Estados ou levar em conta qualquer recenseamento ou enumeração”), que permitiu expressamente a tributação federal, sendo fundamental para a organização de instituições federais, dada a maior disponibilidade de recursos, que seriam os pontos de apoio basilares para a reorganização do crédito imobiliário que será tratada em seguida.

<sup>181</sup> RADFORD, Gail. “*Modern housing for America: Policy struggles in the New Deal era.*” The University of Chicago Press, Chicago. p.12

<sup>182</sup>*Ibid.*, p.12

<sup>183</sup>*Ibidem*

O tamanho do mercado, porém, não levou à formação de grandes construtoras em um primeiro momento. Mesmo as maiores empresas, que eram responsáveis por aproximadamente 20% das construções, executavam uma média de cinquenta casas por ano<sup>184</sup>.

Com a desorganização do mercado nascente e o reduzido poder regulador do Estado, grandes problemas começaram a se evidenciar. Era comum que diferentes usos (residencial, comercial, industrial) convivessem lado a lado. A profusão de atividades econômicas nos Estados Unidos foi, usualmente, tratada sob a legislação de *nuissance* (“perturbações”). Porém, com o crescimento urbano, a poluição (incluindo-se a sonora, por exemplo) desafiou novas formas de regulamentação estatal: a instituição de normas de zoneamento. Essas tinham por objetivo garantir o uso do solo de forma ordenada, restringindo certas modalidades do uso pelo proprietário em favor da saúde pública e segurança dos vizinhos e da comunidade.

Porém, este movimento seria dificultado pelo decidido no caso *Pennsylvania Coal Company v. Mahon* (1922), em que a Suprema Corte estabeleceu limites à atuação regulatória no que se refere à propriedade de bens imóveis, criando o conceito de *regulatory taking* — quando “o valor ou a utilidade da propriedade privada é indevidamente diminuído pela ação governamental”<sup>185</sup>. Na decisão, foi definido que a “regra geral, pelo menos, é que, embora a propriedade possa ser regulamentada até certo ponto, se a regulamentação for longe demais, será reconhecida como *taking*”<sup>186</sup>. Em razão do conceito extremamente aberto de uma regulamentação “adequada” e a clara possibilidade de redução do valor de imóveis em razão das limitações de uso do solo, foram diversas as tentativas de reversão das normas de zoneamento.

No caso *Welch v. Swasey*<sup>187</sup> (1909), foram mantidos os limites máximos de altura de edificações na cidade de Boston, baseando-se na premissa de que a restrição de altura era um exercício válido do poder de polícia para salvaguardar a saúde e segurança públicas, por reduzir o perigo de incêndio. Nesse mesmo sentido, o caso *Village of Euclid v. Ambler Realty Company* (1926) estipulou um precedente de extrema importância, considerando constitucional uma lei de zoneamento que dividia uma localidade em distritos, residenciais e comerciais, desse modo restringindo o tipo de construção de edifícios entre esses. Fundamentou tal entendimento na

---

<sup>184</sup> *Ibidem*

<sup>185</sup> ELY, *op. Cit.*, p. 118

<sup>186</sup> *Ibid*, p. 118

<sup>187</sup> *Ibid*, p. 119

proteção da saúde e segurança públicas, afirmando-se que “o poder da polícia incluía a autoridade para classificar terrenos e impedir a construção de edifícios comerciais em áreas residenciais. Para reforçar a sua decisão, o Tribunal traçou uma analogia entre o zoneamento e o poder de reduzir um incômodo (*power to abate a common law nuisance*)”<sup>188</sup>.

Na década de 1920, formou-se um consenso que “havia um papel para o governo na área da habitação. A questão era: qual era exatamente esse papel?”<sup>189</sup>. Algumas tentativas pontuais de intervenção foram feitas pelo governo americano no período da primeira guerra mundial, como a construção direta de residências em centros navais, em 1918. Após o final do conflito, entretanto, houve uma resistência por parte do congresso à continuação dos programas, “num espectro que ia da relutância em admitir tais programas até o arrependimento por terem sido autorizados, mesmo sob caráter temporário”<sup>190</sup>.

No entanto, a grave escassez de moradias para aluguel suscitou uma pressão por ações governamentais que atenuassem as dificuldades neste setor da economia. Em Nova York, milhares de famílias enfrentavam despejos mensais no ano de 1919, havendo uma explosão de ajuizamento de ações buscando a reversão desses, assim como “greves de aluguel” e diversas manifestações.

Em resposta, leis estaduais e municipais foram formuladas como respostas temporárias a uma “situação de emergência”, incluindo até mesmo o controle de preços de locação<sup>191</sup>. Noutro norte, diversos setores do empresariado também apresentaram propostas legislativas visando à criação de incentivos para os financiamentos hipotecários, principalmente por meio de isenções fiscais. Durante a década de 1930, o conceito de habitação moderna ganhou impulso, particularmente sob a égide da Administração de Obras Públicas (PWA), como parte de uma série de iniciativas do New Deal para combater as consequências da crise de 1929. A PWA representou uma tentativa de reformar a estrutura habitacional urbana, propondo moradias de qualidade acessíveis para todas as famílias, bem como a criação de comunidades urbanas com serviços sociais e recreativos adequados.

---

<sup>188</sup> *Ibid*, p. 120.

<sup>189</sup> RADFORD, *op. Cit.* P. 43

<sup>190</sup> *Ibid*. P. 45

<sup>191</sup> *Ibid*. P. 46

No entanto, este movimento enfrentou resistências consideráveis, principalmente de interesses dos desenvolvedores imobiliários e de políticos. Estes grupos, que tinham se beneficiado das várias formas de assistência governamental durante a Grande Depressão, viram na habitação pública uma ameaça aos seus interesses comerciais. Essa resistência foi um fator crítico que limitou o alcance e a eficácia das políticas habitacionais inovadoras da época.

A Lei de Habitação de 1937, surgida nesse contexto, foi moldada por essas tensões e limitações, restringindo o financiamento, o projeto e a escala dos empreendimentos de habitação pública. Esta legislação e as políticas subseqüentes favoreceram uma abordagem burocrática e *top down*, onde as autoridades muitas vezes sob influência de interesses imobiliários locais, exerciam controle significativo. As normas culturais predominantes de propriedade de casa unifamiliar foram reforçadas por políticas como as da Administração Federal de Habitação (FHA), que estruturaram o mercado imobiliário de maneira a beneficiar os grandes desenvolvedores e perpetuar o ideal da casa unifamiliar. Isso teve um impacto duradouro no desenvolvimento habitacional e urbano dos Estados Unidos, limitando a diversidade de formas de habitação e de organização comunitária.

Em resumo, as políticas habitacionais que emergiram durante a década de 1930 nos EUA, apesar de suas intenções inovadoras, acabaram favorecendo os interesses estabelecidos e mantendo o *status quo* no desenvolvimento urbano e habitacional, marginalizando as alternativas habitacionais mais progressistas e comunitárias.

No Brasil, a era Vargas marca o início da ascensão da questão habitacional a um problema que deve ser combatido nacionalmente. A federalização da questão, compatível com a tendência estatizante do seu governo, é fundamental para entender a maior divergência de trajetória que o mercado imobiliário passará a apresentar em relação ao desenvolvimento dos EUA — confirmando, assim, a ocorrência de dependência de trajetória oriunda das decisões jurídicas e econômicas que cristalizaram a instituição a propriedade em ambos os países.

A etapa decisiva de constituição do Estado brasileiro ocorre a partir da Revolução de 1930. As tarefas a serem enfrentadas eram inúmeras: a centralização e unificação do poder estatal, a "estatização das relações sociais", quando vários setores da sociedade passaram a buscar o Estado como *locus* privilegiado para garantir e ampliar seus interesses, a intervenção econômica minimamente planejada, a construção de um aparelho burocrático-administrativo, dentre outros. O destaque deve ser dado à simultaneidade de questões colocadas em um curto espaço de tempo para

o Estado brasileiro, ligadas à construção de um Estado nacional e de um Estado intervencionista com estruturas típicas do capitalismo avançado. E esta simultaneidade explica, historicamente, muitos avanços e continuidades na estrutura estatal brasileira<sup>192</sup>.

Os governos Vargas tiveram características inteiramente distintas, que fogem ao objetivo deste trabalho, mas guardam a semelhança do forte apelo social e nacionalista. O desenvolvimentismo varguista era voltado à construção de um pátio industrial robusto, incluindo-se no setor de energia. A construção da hidrelétrica de Itaipú e a exploração monopolista de petróleo por meio da Petrobrás demonstram o vigor com que esses objetivos foram buscados. No período, houve intensa migração interna em direção ao sudeste e aumento do êxodo rural. A população urbana seria maior do que a rural ainda em meados do século XX.

O aumento da classe trabalhadora, organizada em sindicatos, trouxe maior voz e poder de barganha dessa com relação às elites. Do ponto de vista legislativo, as reminiscências do Estado Liberal foram sendo substituídas por aquelas voltadas ao paradigma do Estado de Bem-estar social. As alterações começam, sobretudo, ao nível do direito administrativo e do direito econômico<sup>193</sup>, aumentando-se a atuação do Estado por meio de uma “complexa teia institucional, com a criação de órgãos e agências públicas, entidades representativas e reguladoras de setores da sociedade, marcando a mudança de um Estado patrimonial para um Estado burocrático”<sup>194</sup>.

Inspirado em Mussolini, Vargas utilizaria o Estado como mediador dos conflitos de classes por meio de procedimentos administrativos. Com essa finalidade, criou o Ministério do Trabalho pelo Decreto 5.452/1932 e as Juntas de Conciliação e Julgamento, órgãos do Poder Executivo destinado a conciliações dos conflitos oriundos de relações de trabalho. Em não sendo exitosas na composição, propunha-se solução por meio de arbitragem ou o encaminhamento do conflito ao Ministério do Trabalho. Essa experiência seria base para a criação da Justiça do Trabalho e propulsor da Consolidação das Leis Trabalhistas.

---

<sup>192</sup> BERCOVICI, Gilberto. “Tentativa de instituição da democracia de massas no Brasil: instabilidade constitucional e direitos sociais na Era Vargas (1930-1964)”. In: SEELANDER, Airton Cerqueira; FONSECA, Ricardo Marcelo (orgs). “História do Direito em perspectiva: do Antigo Regime à Modernidade”. Curitiba: Juruá, 2008, p. 376-414, p. 376

<sup>193</sup> *Ibid.*, p. 383

<sup>194</sup> ARAÚJO, Gabriel Frias; BOUCAULT, Carlos Eduardo de Abreu. “Direitos sociais e autoritarismo nos anos Vargas”. In: Seminário de Pesquisa em Direito da FDRP/USP, 2016, Ribeirão Preto. Caderno de Resumos do Seminário de Pesquisa em Direito da FDRP/USP, 2016, p. 2.

Outras iniciativas do Estado em relação à proteção de bens jurídicos até então regidos pelo paradigma mais próximo ao da propriedade liberal são aquelas normas afetas ao meio ambiente — alteradas pelo Código Florestal (Decreto 23.793/1934) e o Código das Águas (24.643/1934).

Com a justificativa de que o país estava sob ameaça comunista, Vargas realizou um golpe de Estado, com a subsequente imposição de uma nova constituição. O aumento das tensões entre a classe trabalhadora e a elite burguesa, fundadas em um aumento significativo da desigualdade social da introdução de novos e mais modernos meios de produção, do qual não recebiam partilha do lucro, acabaram levando ao fortalecimento de movimentos de esquerda — que seriam fortemente reprimidos em sequência. O preâmbulo da Constituição de 1937 é claro ao enunciar os objetivos do novo regime:

ATENDENDO às legítimas aspirações do povo brasileiro à paz política e social, profundamente perturbada por conhecidos fatores de desordem, resultantes da crescente a gravação dos dissídios partidários, que, uma, notória propaganda demagógica procura desnaturar em luta de classes, e da extremação, de conflitos ideológicos, tendentes, pelo seu desenvolvimento natural, resolver-se em termos de violência, colocando a Nação sob a funesta iminência da guerra civil;

ATENDENDO ao estado de apreensão criado no País pela infiltração comunista, que se torna dia a dia mais extensa e mais profunda, exigindo remédios, de caráter radical e permanente;

ATENDENDO a que, sob as instituições anteriores, não dispunha, o Estado de meios normais de preservação e de defesa da paz, da segurança e do bem-estar do povo;

Sem o apoio das forças armadas e cedendo às inspirações da opinião nacional, umas e outras justificadamente apreensivas diante dos perigos que ameaçam a nossa unidade e da rapidez com que se vem processando a decomposição das nossas instituições civis e políticas;

Resolve assegurar à Nação a sua unidade, o respeito à sua honra e à sua independência, e ao povo brasileiro, sob um regime de paz política e social, as condições necessárias à sua segurança, ao seu bem-estar e à sua prosperidade, decretando a seguinte Constituição, que se cumprirá desde hoje em todo o País:

A pretensão do Estado enquanto “pacificador social” teve reflexos diretos no exercício do direito de propriedade, que passaria a ser limitado constitucionalmente, nos termos do art. 122, 14):

Art 122 - A Constituição assegura aos brasileiros e estrangeiros residentes no País o direito à liberdade, à segurança individual e à propriedade, nos termos seguintes:

14) o direito de propriedade, salvo a desapropriação por necessidade ou utilidade pública, mediante indenização prévia. O seu conteúdo e os seus limites serão os definidos nas leis que lhe regularem o exercício;

A justificação para a supressão das liberdades individuais coube ao jurista mineiro Francisco Campos, um dos mais importantes da época e grande admirador de Kelsen, que passou a defender a necessidade de construir um Estado que correspondesse às necessidades e especificidades do Brasil<sup>195</sup>. Para Campos<sup>196</sup>, “o poder deixa de ser o inimigo, para ser o servidor, e o cidadão deixa de ser o homem livre, ou o homem em revolta contra o poder, para ser o titular e novos direitos, positivos e concretos, que lhe garantem uma justa participação nos bens da civilização e da cultura.“. Vê-se, assim, que as aspirações positivistas foram bastante influenciadas pelo positivismo funcionalista de Comte e Durkheim — herança ainda presente na contemporaneidade, como será visto a frente.

Para dar seguimento às aspirações de maior atendimento das massas, no intuito de pacificá-las, Vargas criou programas sociais financiados pela indústria. As Instituições de Aposentadoria e Pensões (IAPs) emergiram como instrumentos de política social com profundo impacto jurídico e no mercado imobiliário.

Juridicamente, os IAPs representaram uma inovação no direito previdenciário e urbanístico, ao passo que intervinham diretamente na dinâmica de oferta e demanda habitacional. Ao mesmo tempo que visavam amparar o trabalhador, essas instituições também operacionalizaram uma política de investimento público no setor de construção civil, o que acabou por fomentar uma transformação significativa no mercado imobiliário brasileiro, sobretudo nas áreas urbanas. A atuação das IAPs se dava em três frentes, sendo as duas primeiras de caráter social e a terceira voltada à classe média-alta:

Os três planos gradativamente adotados pelos institutos – que não tiveram um padrão uniforme de atuação – foram: a) Locação ou venda de unidades em conjuntos residenciais adquiridos ou construídos pelos Institutos; b) financiamento aos associados para aquisição da moradia ou construção em terreno próprio; c) empréstimos hipotecários feitos a qualquer pessoa física ou jurídica, assim como outras operações imobiliárias que o instituto julgasse conveniente, —no sentido de obter uma constante e mais elevada remuneração de suas reservas<sup>197</sup>.

---

<sup>195</sup> *Ibid*, p. 2.

<sup>196</sup> CAMPOS, Francisco. “O Estado nacional: sua estrutura, seu conteúdo ideológico”. 3. ed. Rio de Janeiro: José Olympio, 1941. p. 55

<sup>197</sup> FIX, *op. Cit.*, p. 77.

Com efeito, a atuação dos IAPs na habitação social serviu para canalizar as reservas previdenciárias para a construção de conjuntos habitacionais, mediante a promulgação de regulamentações que estruturavam o financiamento à aquisição da casa própria para os trabalhadores associados.

Tal intervenção estatal no domínio econômico, por meio dos IAPs, suscitou um estímulo significativo à indústria da construção. Não obstante, o impacto dos IAPs estendeu-se para além dos seus associados, influenciando a estruturação do mercado imobiliário em geral. O financiamento a construções de todo tipo, especialmente aquelas voltadas para classes média e alta, propiciou uma concentração de capital no setor imobiliário, desencadeando um processo de especulação e verticalização urbana sem precedentes<sup>198</sup>.

Os recursos das poupanças também foram direcionados à construção de novas unidades por meio de uma série de alterações das políticas de aplicação de recursos das Caixas Econômicas, que passariam a ser autorizadas a conceder empréstimos para a habitação. A mobilização de recursos até então “parados” ou utilizados para financiamento da dívida pública permitiu uma maior expansão e dinamização deste mercado, com certo grau de impacto sobre o setor — ainda que muito menor do que os crescimentos que serão vivenciados nas décadas subsequentes.

Para permitir o avanço sobre áreas ainda não urbanizadas, especialmente as zonas rurais próximas aos limites urbanos e as zonas de expansão urbana — cuja captura do valor é oriunda da transformação da venda cotada em hectares para uma venda cotada em metros quadrados — foram alvo de regulamentação, por meio do Decreto nº 58 de 1937, o loteamento de terrenos.

A legislação trouxe importantes disposições visando à redução dos custos de transação — como os de verificação, ao determinar a obrigação dos proprietários de terrenos que desejassem loteá-los depositassem no cartório de registro de imóveis memoriais contendo “relação cronológica dos títulos de domínio, desde 30 anos, com indicação da natureza e data de cada um, e do número e data das transcrições, ou cópia autêntica dos títulos e prova de que se acham devidamente transcritos”, “certidão negativa de impostos e ônus reais” e “exemplar de caderneta ou do contrato-

---

<sup>198</sup> *Ibid*, p. 78.

tipo de compromisso de venda dos lotes”. A divulgação do número e data de inscrição dos documentos mencionados no registro imobiliário era obrigatória na veiculação de propaganda de venda de lotes a prestações.

Assim, buscava-se incentivar maior segurança jurídica ao consumidor e ao empresário, tendo por objetivo construir um ambiente jurídico institucional favorável à criação de um estoque de lotes urbanos apropriado para o desenvolvimento de novas unidades. Ao mesmo tempo, o aumento da oferta no curto prazo tenderia a reduzir o nível de preços, o que levaria à redução do custo por unidade produzida com os recursos das IAPs.

Em 1946, com a promulgação de uma nova constituição, o art. 141 adicionou a possibilidade de desapropriação por interesse social e o art. 147 condicionou o seu uso ao “bem-estar social”, autorizando desapropriações com o objetivo de “promover a justa distribuição da propriedade, com igual oportunidade para todos”<sup>199</sup>. Na esteira das novas correntes de pensamento que ganhavam tração no pós-Segunda Guerra Mundial, pretendeu-se fundar uma nova ordem econômica e social. Os artigos 145 e 146 estipulam, respectivamente, que “ordem econômica deve ser organizada conforme os princípios da justiça social, conciliando a liberdade de iniciativa com a valorização do trabalho humano” — por um lado, assegurando “trabalho que possibilite existência digna” e, por outro, classificando o trabalho como “obrigação social”.

Quanto aos mercados, autorizou-se a intervenção Estatal na economia. A União, desde que tivesse “por base o interesse público e por limite os direitos fundamentais assegurados nesta Constituição”, poderia “intervir no domínio econômico e monopolizar determinada indústria ou atividade”<sup>200</sup>. Reforçou-se a propriedade da União sobre “minas e demais riquezas do subsolo, bem como as quedas d’água”, que passaram a ser consideradas como “propriedade distinta da do solo para o efeito de exploração ou aproveitamento industrial”<sup>201</sup>.

Além disso, visou criar uma legislação que evitasse a formação de agentes econômicos que atuassem com “abuso de poder econômico” — ou seja, agissem com a finalidade de “dominar os mercados nacionais, eliminar a concorrência e aumentar arbitrariamente os lucros”<sup>202</sup>.

---

<sup>199</sup> Art 147 - O uso da propriedade será condicionado ao bem-estar social. A lei poderá, com observância do disposto no art. 141, § 16, promover a justa distribuição da propriedade, com igual oportunidade para todos.

<sup>200</sup> Art. 146.

<sup>201</sup> Art. 152

<sup>202</sup> Art. 148

Enveredou-se na consolidação da proteção aos direitos dos trabalhadores, com um amplo rol de direitos incluídos nos artigos 157 a 160, afetando os horizontes da exploração da mão de obra e, ao mesmo tempo, abrindo espaço para que: (i) fosse garantida, por meio de tributos sobre as folhas de salário, os recursos que financiariam os programas de assistência social e os voltados à habitação; e (ii) garantindo um valor mínimo de salário, assim como estabilidade e outros benefícios, que permitiriam uma maior disponibilidade de renda ao trabalhador e uma menor incerteza quanto ao futuro. Tais elementos são essenciais para um mercado de consumidores de massa, garantindo a formação de poupança nacional e a demanda efetiva pelos bens produzidos.

Como elucidado por Bonduki<sup>203</sup>, a atuação do Estado sob a legislação varguista é, em muitos aspectos, contraditória. Servia, de um lado, como fonte de legitimação do regime autoritário — ao endereçar problemas sociais da maior ordem de importância para a classe trabalhadora — e, ao mesmo tempo, viabilizar uma maior acumulação de capital, por meio da redução dos custos de reprodução da força de trabalho.

Em outras palavras, o problema da habitação — com condições precárias, alto custo e dificuldade de acesso à rede de transporte — ocasionava maior custo de transação para os proprietários do capital, que necessitavam despendar maiores recursos por trabalhador para custear a mesma quantidade de horas de trabalho. Ao realizar a construção de empreendimentos voltados para a classe trabalhadora, muitas vezes próximo ao local de trabalho, permitiu-se o pagamento de salários comparativamente menores, diante da redução do custo de vida, aumentando o fluxo de investimentos e os lucros obtidos.

A mobilização dos recursos que seriam direcionados à aposentadoria — portanto, com baixa demanda por liquidez e igualmente baixo custo de captação, o que permite a cobrança de juros mais baixos, tornando o crédito mais acessível — impulsionaria a construção de unidades

---

<sup>203</sup> BONDUKI, Nabil Georges. "Origens da habitação social no Brasil". *Análise Social*, vol. XXIX (127), 1994, nº 3, P. 717: "[...] a intervenção do Estado na questão habitacional teve o duplo sentido de ampliar a legitimidade do regime e viabilizar uma maior acumulação de capital no setor urbano através da redução do custo de reprodução da força de trabalho. "Necessitados do apoio das massas urbanas, os detentores do poder se vêem obrigados a decidir, no jogo dos interesses, pelas alternativas que se enquadram nas linhas de menor resistência ou de maior apoio popular. (Weffort, 1966, 144.) Como a habitação sempre representou um grande ônus e um problema dos mais graves a ser resolvido pela classe trabalhadora urbana, visto o aluguel da moradia consumir uma parcela considerável do salário, a formulação pelo Estado de um programa de produção de moradias e de uma política de proteção ao inquilinato tinha ampla aceitação pelas massas populares urbanas e mostrava um governo preocupado com as condições de vida da população menos favorecida"

que favoreceriam os próprios membros da categoria, ao mesmo tempo que geravam um efeito multiplicador por meio da injeção de novos recursos no circuito imobiliário — puxando a demanda da construção civil.

Apesar dos avanços na criação de uma capacidade institucional de oferecer fundos emprestáveis para financiamento imobiliário, o déficit habitacional ainda se expandia. Isso, porque, segundo Melo<sup>204</sup>, o “boom construtivo não se constituiu, no entanto, uma solução à crise de habitação”. O autor atribui o fato a uma contradição entre a “lógica da apropriação privada da acumulação e as necessidades coletivas”, fazendo referência Além disso, o modelo ocasionou uma forte crise, em razão da especulação imobiliária,

Assim, cabe discutir as limitações institucionais do modelo, que eram amplamente discutidas à época e serão os focos de enfrentamento das tentativas de reformulação das políticas públicas voltadas à habitação nos governos subsequentes.

A forte entrada de moeda estrangeira e o grande volume de recursos dos fundos de aposentadoria dos institutos de previdência, que cresceram com o aumento do número de segurados e foram usados para financiar a habitação; os efeitos causados pelo intenso movimento migratório do campo para a cidade na década de trinta e a vinda de capitais europeus por causa da guerra seriam os principais fatores que levaram ao superaquecimento da economia, conforme conclui Melo<sup>205</sup>. Sobre o episódio, o autor ainda destaca o modo como as alterações institucionais ocorridas entre 1928 e 1933 seriam fundamentais para a sua ocorrência:

O boom imobiliário que se iniciou em meados dos anos trinta adquire grande força a partir de 1939, impulsionado pela grande expansão de meios de pagamento nos anos seguintes (índices 1939=100;1942=166; 1944=280).

As bases legais para a especulação imobiliária foram estabelecidas em 1928 em legislação que dispõe sobre a alienação da propriedade em condomínio (venda de apartamentos); em 1937 com a regulamentação das compras a prestação (até então regidas pelo código civil que facultava às partes romperem o contrato antes de assinada a escritura de compra e venda) e, em 1933, com a fixação do juro máximo para financiamento imobiliário em 10% para hipotecas urbanas, em lugar das taxas vigentes superiores a 20%.

Com a superestrutura jurídica definida e na ausência de um mercado financeiro maduro, os capitais excedentários - num quadro de desvalorização da moeda - foram canalizados para o mercado imobiliário.<sup>206</sup>

---

<sup>204</sup> MELO, Marcus André B.C. “Política de habitação e populismo: a Fundação da Casa Popular 1946-1964”. Ed. Rua. Revista de Arquitetura e Urbanismo, v. 3,1990, p. 41.

<sup>205</sup> *Ibid.*, p. 41

<sup>206</sup> *Ibid.*, p. 41

Em adição, aos fatores trazidos por Melo, pode-se citar a alteração do estado de confiança do mercado após a edição do Decreto-Lei nº 4.598/1942, a Lei do Inquilinato, que congelou o valor locatício, estabeleceu critérios para a estipulação desses a partir da sua vigência e limitou as hipóteses de despejo. Assim, os altos potenciais de lucros (que chegaram a proporcionar “lucros variáveis de 50 a 100%”<sup>207</sup> —estavam impedidos de se concretizar, uma vez que o valor locatício irrealizável seria corroído pela alta inflação. Cabe destacar que o descumprimento da medida era tipificado como crime contra a economia popular, sujeitando o proprietário ao julgamento pelo Tribunal de Segurança Nacional.

Pelo baixo impacto comparativo, em termos de volume, não serão abordadas as alterações pontuais ocorridas entre o governo Dutra e a formação do Sistema Financeiro de Habitação. Entretanto, cabe destacar a contribuição das tentativas de reformulação do sistema, com a criação da Fundação da Casa Popular: as tentativas malsucedidas de centralização normativa e unificação das carteiras hipotecárias das IAPs — que só foi levada a cabo com a criação do BNH, com a unificação dos IAPs e a fundação do Instituto Nacional de Previdência Social (INPS), em 1967<sup>208</sup>; e a profusão de grandes obras Estatais no governo de Juscelino Kubistchek, responsáveis por permitir maior utilização do capital e atualização tecnológica das empresas.

#### **4. AS GRANDES MUDANÇAS INSTITUCIONAIS: O SFH, A FINANCEIRIZAÇÃO DO REAL ESTATE E A CRIAÇÃO DO SFI**

As experiências históricas mais importantes para o mercado imobiliário brasileiro — e mundial — tomaram forma a partir da segunda metade do século XX. No Brasil, a discussão relativa à propriedade — em especial a imobiliária — fomentou todos os setores da sociedade civil. Após a renúncia de Jânio Quadros, o governo João Goulart adotaria uma postura mais à esquerda quanto à política de habitação. O crescimento da insatisfação com os altos aluguéis e a concentração de terra no campo levou o governo a anunciar medidas de congelamento de preços e

---

<sup>207</sup> ORLANDO, Mário. "Crédito Imobiliário", O Observador Econômico e Financeiro, n. 45, nov., p.100-109, 1943.p. 108.

<sup>208</sup> MELO, *op. Cit.*, p. 43

desapropriações com vistas à reforma agrária. As Reformas de Base propunham uma completa alteração da lógica da propriedade no Brasil, como ressalta Moreira<sup>209</sup>:

O projeto — como reiterou muitas vezes — respeitava a propriedade privada; entretanto ponderava que a mesma deveria ter uma função social. Tentava conjugar a defesa dos direitos dos trabalhadores com a livre iniciativa, buscando uma relação mais equilibrada, ou harmônica, para usar suas palavras, entre trabalho e capital num Estado democrático de Direito.

Seus principais objetivos eram alterar o cenário institucional, pautados nos pontos elencados na Mensagem ao Congresso de 1964<sup>210</sup>:

a) a inexistência na administração pública federal de uma infraestrutura que lhe permitisse a integral coordenação de medidas para a solução do problema; b) a vigência de uma legislação atrasada; c) a permanência de um conceito tradicional quanto ao uso da terra e o direito de propriedade, com a falta de regulação do setor imobiliário; d) a ausência de uma estrutura agrária que contribuisse para a fixação do homem no campo, reduzindo o êxodo rural; e) a existência de bases operativas para as entidades financiadoras de habitação, que tornavam o valor das moradias cada vez mais elevado; f) a falta de aparelhamento e organização adequada dos organismos da administração pública federal; g) a falta de mais estreita colaboração entre os técnicos e as indústrias da construção civil, e da introdução de novos métodos e processos de edificação, destinadas principalmente a reduzir o custo de moradias; h) a inexistência de centros de estudos e pesquisas para o desenvolvimento de atividades que visassem o aproveitamento dos recursos regionais ou locais para a construção de habitações; e i) a falta de planejamentos urbanísticos locais e de desenvolvimento regional.

A reorganização compreensiva e a revisão dos fundamentos normativos e regulatórios orientadores das iniciativas privada e estatais eram pré-requisitos para estabelecer uma política habitacional com foco no bem-estar comum, segundo o plano de governo. Isso pode ser visto na apresentação de diversos projetos de lei, entre 1963 e 1964, de renovação dos institutos jurídicos básicos, notadamente, dos “Códigos Civil, do Processo Civil, Comercial, Penal, do Processo Penal, do Trabalho, Judiciário do Trabalho e de Contabilidade Pública”<sup>211</sup>. Neste contexto, o Governo Goulart instituiu o Conselho Federal de Habitação para implementar as políticas urbanas estabelecidas. Adicionalmente, um projeto de lei para a reforma urbana foi submetido ao Congresso Nacional, visando lançar as bases para abordagens renovadas para os desafios habitacionais, com ênfase especial na moradia popular.

---

<sup>209</sup> MOREIRA, Caio Silva. “O projeto de nação do Governo João Goulart: o plano trienal e as reformas de base (1961-1964)”. Tese de doutorado. UFRGS. 2011. P. 97.

<sup>210</sup> *Ibid*, P. 213.

<sup>211</sup> MOREIRA, *op. Cit.*, P.225.

Segundo Moreira<sup>212</sup>, a proposta de um Plano Nacional de Habitação se apoiava na ideia de um planejamento integrado e multidimensional, abrangendo: a sincronização dos investimentos em habitação de várias origens; a harmonização dos programas governamentais para garantir uma atuação conjunta; a organização e promoção do setor privado na área habitacional; iniciativas para o setor industrial que apoiassem a construção civil, tornando-a mais eficiente e menos custosa; e a realização de estudos e pesquisas sobre o tema habitacional.

Diante do exposto, não há razão para discordar que o estopim da crise entre as forças democráticas e os militares — que levou ao período mais trágico da história recente do Brasil, iniciado com o golpe de 1964 — foi, sobretudo, baseada na questão fundiária e habitacional. A defesa da “sociedade de proprietários”, nos moldes estadunidenses, levou à destituição da democracia. Não foi por outro motivo que os esforços iniciais do regime militar se focaram no setor da habitação e da tentativa de trazer, a partir da experiência americana, um sistema de direitos de propriedade mais fortes.

Nos Estados Unidos, a atuação do Estado era fortalecida naquele momento histórico. Ponto focal para o mercado imobiliário seria o desenvolvimento de novas formas de financiamento para a construção e aquisição de residências. No início do século, eram às poupanças individuais e aos empréstimos obtidos com amigos e familiares<sup>213</sup>. Na metade do século, o fornecimento de empréstimos era local e descentralizado, sendo concedido por instituições por bancos regionais e associações de poupança e empréstimos — *savings and loans associations (S&L)* ou *thrifts*, similares, até certo ponto, às caixas econômicas e às APES —, “que operavam um sistema regulamentado quanto à extensão espacial, leque de produtos e custos dos fundos disponíveis para empréstimos”<sup>214</sup>.

A limitação à tributação mais robusta em nível federal, que perdurou durante décadas; a aversão ao endividamento público; e a permeabilidade da associação entre liberdade individual e propriedade liberal nos julgados da Suprema Corte restringiram que o Estado atuasse de forma mais direta no mercado imobiliário. Somente após a crise de 1929 houve uma maior flexibilização

---

<sup>212</sup> *Ibid.*, P.225.

<sup>213</sup> RADFORD, *op. Cit.*, P. 12

<sup>214</sup> FIX, *op. Cit.*, p. 11

quanto à possibilidade de intervenção do Estado no mercado. Ainda assim, a formatação preferencial da intervenção se dava pela concessão de incentivos fiscais e garantias.

Nesse sentido, em 1934, foi criada a legislação federal de incentivo à habitação. O *National Housing Act*. A política implementada tinha por objetivo estimular a construção de novas unidades habitacionais sem gastos diretos do governo e surgiu como um esforço do *New Deal*. O principal objetivo era de promover e incentivar a realização de empréstimos hipotecários residenciais. Assim, foram criadas a *Federal Housing Association* (FHA) e a *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae).

Apesar de não haver a atuação direta no mercado, seja pela concessão de crédito ou pela construção direta, é inegável que houve forte envolvimento do Estado. A via encontrada foi a indução de aplicação de créditos no mercado imobiliário por meio da concessão de garantias estatais às transações imobiliárias, formatação que seria fonte de inspiração para o Banco Nacional de Habitação, no Brasil, décadas mais tarde. O FHA seria garantidor de US\$ 119.000.000.000,00 nos primeiros quarenta anos de operação, impulsionando o aumento do percentual de famílias que detinham casa própria de 44%, em 1940, para 62%, em 1960<sup>215</sup>.

Cabe destacar que o modelo, que foi utilizado como base para o Sistema Financeiro de Habitação, já mostrava sinais de desgastes. As S&L entrariam em crise anos 1970, em razão da competição com outros instrumentos financeiros, que ofereciam remuneração maior. Fix narra que “*as associações eram particularmente vulneráveis aos aumentos da taxa de juros, por conta de sua dependência dos depósitos de curto prazo com taxas de juros reguladas e de seus investimentos predominantemente de longo prazo, com taxas de juros fixas*”<sup>216</sup>. Essa mesma característica, que foi importada ao sistema brasileiro, levaria à derrocada do SFH no final do século.

#### **4.1. O Sistema Financeiro de Habitação (SFH)**

Em 1º de abril de 1964, seria concretizado o golpe de Estado que levou os militares ao poder durante as duas décadas subsequentes. Como destaca Aragão, ex-presidente do BNH entre

---

<sup>215</sup> *Ibid*, p. 11.

<sup>216</sup> *Ibid*, p. 11.

1985 e 1986, as motivações básicas da colocação da habitação como a maior prioridade para o novo governo seriam as seguintes:

I — a necessidade de atenuar, mediante um forte impulso à indústria de construção civil, os impactos negativos, sobre o nível de emprego, das inevitáveis medidas recessivas requeridas pela política de combate a uma inflação cuja projeção anual, em março, já alcançava a casa dos três dígitos, até então sem precedentes na história econômica brasileira;

II - a conveniência política de neutralizar, ainda que em forma parcial, através do aumento da oferta de habitações populares, principalmente nos grandes centros urbanos, os efeitos perversos, para a classe trabalhadora, da política de contenção dos salários e de restrições à liberdade de organização (intervenções em sindicatos, prisões de líderes sindicais etc.) e de mobilização (repressão às greves, cassação de mandatos e suspensão de direitos políticos de numerosos parlamentares oriundos do meio sindical etc.), adotada pelo novo regime;

III - a busca de base mais ampla de legitimação social para a clara opção por um sistema de economia de mercado, fundado na propriedade privada, adotada pelo novo governo em contraposição às medidas "socializantes" que ganhavam espaço na fase final da administração Goulart. Este objetivo seria perseguido pelo esforço no sentido de incorporar à condição de proprietários um número crescente de assalariados de baixa renda e dos estratos inferiores da classe média. (ANDRADE, 1976; ARAGÃO, 1974-a; SOUZA, 1974; AZEVEDO e ANDRADE, 1982; BOLAFFI, 1977; GUERRA, 1982; MARICATO, 1979; MELO, 1988; PORTES, 1978; VALLADARES, 1976 e 1979)<sup>217</sup>.

Em 21 de agosto de 1964, foi publicada a Lei nº 4.380, que cria o Sistema Financeiro de Habitação (SFH). O SFH foi arquitetado a partir de uma lógica de intervenção estatal que buscava coordenar, de forma centralizada, o investimento em habitação e alavancar a economia de mercado por meio do fomento da atuação do setor privado. Assim como no sistema estadunidense vigente à época, a principal ideia era a criação de uma política pública que fosse autofinanciável e sem envolvimento do Estado na atuação direta junto ao consumidor.

A referida legislação desenvolveu um subsistema particular, em que a atividade do setor imobiliário seria garantida pelo Estado por meio de diversos mecanismos, com a coordenação e supervisão do Banco Nacional da Habitação (BNH), criado com fundos integralmente públicos destinados pela União. A função principal do BNH era a de ser o braço de operação da política pública, como extraído do parágrafo único do art. 18 da referida lei:

No exercício de suas atribuições, o Banco Nacional da Habitação obedecerá aos limites globais e as condições gerais fixadas pelo Conselho da Superintendência da Moeda e do

---

<sup>217</sup> ARAGÃO, José Maria. "Sistema Financeiro da Habitação. Uma análise sociojurídica da gênese, desenvolvimento e crise do sistema". Juruá, 2010. P. 77-78

Crédito, com o objetivo de subordinar o sistema financeiro de habitação à política financeira, monetária e econômica em execução pelo Governo Federal.

O sistema era integrado pelo Banco Nacional de Habitação, as Sociedade de Crédito Imobiliário e as Associações de Poupança e Empréstimo. Os recursos seriam oriundos das cadernetas de poupança e dos depósitos do FGTS. Mais a frente, em 1967, adicionou-se ao *framework*, o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), garantindo ao credor e ao devedor a satisfação da dívida<sup>218</sup>.

A atuação *sui generis* do BNH é descrita no parágrafo único do art. 17 da lei supra referida, que vedava a operação como instituição financeira (como a concessão de empréstimos): “O Banco Nacional da Habitação operará exclusivamente como órgão orientador, disciplinador e de assistência financeira, sendo-lhe vedado operar diretamente em financiamento, compra e venda ou construção de habitações, salvo para a venda dos terrenos referidos no artigo 26 ou para realização de bens recebidos em liquidação de garantias”.

O BNH, portanto, possuía atividade de caráter normativo, direcionando recursos das fontes de financiamento da política pública (oriundos de saldos de depósitos e poupança, financiamentos por entidades brasileiras e estrangeiras, bem como as Letras Imobiliárias), determinando os percentuais que deveriam ser observados pelos agentes financeiros na aplicação dos referidos recursos, levando em consideração as faixas de preço dos imóveis, assim como outras competências estabelecidas na legislação de regência<sup>219</sup>. Atividade de importância foi estipulada no art. 18 do normativo, qual seja, a de “órgão regulador” do subsistema de seguros imobiliários.

---

<sup>218</sup> BRASIL. Ministério do Planejamento e Orçamento; Ministério da Fazenda. “Exposição de Motivos Interministerial N° 032/MPO-MF”. Brasília, 9 de junho de 1997, p. 35.

<sup>219</sup> Art. 17. O Banco Nacional da Habitação terá por finalidade:

- I - orientar, disciplinar e controlar o sistema financeiro da habitação;
- II - incentivar a formação de poupanças e sua canalização para o sistema financeiro da habitação;
- III - disciplinar o acesso das sociedades de crédito imobiliário ao mercado nacional de capitais;
- IV - manter serviços de redesconto e de seguro para garantia das aplicações do sistema financeiro da habitação e dos recursos a ele entregues;
- V - manter serviços de seguro de vida de renda temporária para os compradores de imóveis objeto de aplicações do sistema;
- VI - financiar ou refinanciar a elaboração e execução de projetos promovidos por entidades locais ... (Vetado)... de conjuntos habitacionais, obras e serviços correlatos;
- VII - refinanciar as operações das sociedades de crédito imobiliário;
- VIII - financiar ou refinanciar projetos relativos a ... (Vetado)... instalação e desenvolvimento da indústria ... (Vetado)... de materiais de construção e pesquisas tecnológicas, necessárias à melhoria das condições habitacionais do país ... (Vetado).

Esta atividade compreendia não apenas o estabelecimento de critérios gerais, mas de todas as condições associadas à operação dos financiamentos, incluindo-se a estipulação de condições gerais de pagamento e da instituição de seguros obrigatórios associados ao SFH. Transcreve-se:

Art. 18. Compete ao Banco Nacional da Habitação:

II - fixar as condições gerais quanto a limites, prazos, retiradas, juros e seguro obrigatório das contas de depósito no sistema financeiro da habitação;

III - estabelecer as condições gerais a que deverão satisfazer as aplicações do sistema financeiro da habitação quanto a limites de risco, prazo, condições de pagamento, seguro, juros e garantias;

VI - fixar os limites de emissão e as condições de colocação, vencimento e juros das Letras Imobiliárias, bem como as condições dos seguros de suas emissões;

VII - fixar as condições e os prêmios dos seguros de depósitos e de aplicações a que serão obrigadas as entidades integrantes do sistema financeiro da habitação;

IX - determinar as condições em que a rede seguradora privada nacional operará nas várias modalidades de seguro previstas na presente lei.

Importa destacar que a contratação de seguros associados ao financiamento imobiliário era obrigatória não apenas para os mutuários, mas também para os recursos captados das fontes de financiamento (depósitos e poupanças, por exemplo). Assim, dentre as competências do BNH incluíam-se *“fixar as condições e os prêmios dos seguros de depósitos e de aplicações a que serão obrigadas as entidades integrantes do sistema financeiro da habitação”* e *“determinar as condições em que a rede seguradora privada nacional operará nas várias modalidades de seguro previstas na presente lei”*.

A atuação do Estado como garantidor dos recursos privados, portanto, era não apenas uma possibilidade, mas uma condição de existência do próprio SFH — que dependia do setor privado para a sua concretização. Assim, a contratação de Seguro Habitacional se fazia imperiosa para que o mercado alcançasse o nível de confiança no Sistema Financeiro Nacional que era necessário para que fossem realizadas aplicações de vultosos recursos com prazos extremamente longos.

O Banco Nacional de Habitação (BNH), também, desempenhou um papel fundamental no Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), uma vez que a operacionalização deste último era dividida entre o Banco Central e o BNH, sendo esses responsáveis pela elaboração de diretrizes que iam desde a supervisão interna dos agentes do sistema até a definição de taxas de juros aplicáveis. Além disso, o BNH tinha a incumbência de regular e monitorar as carteiras

imobiliárias das instituições financeiras, gerenciando aspectos financeiros, urbanísticos e de tipologia arquitetônica<sup>220</sup>. Essa entidade estabelecia padrões de projeto em âmbito nacional, concentrando a maioria das decisões relacionadas a esses recursos<sup>221</sup>. De forma mais específica, o art. 24 assim dispôs:

Art. 24. O Banco Nacional da Habitação poderá operar em:

I - prestação de garantia em financiamento obtido, no país ou no exterior, pelas entidades integrantes do sistema financeiro da habitação destinados a execução de projetos de habitação de interesse social;

II - carteira de seguro dos créditos resultantes da venda ou construção de habitação a prazo ou de empréstimos para aquisição ou construção de habitações;

III - carteira de seguro dos depósitos nas entidades integrantes do sistema financeiro da habitação;

IV - carteira de desconto para assegurar a liquidez do sistema financeiro da habitação;

V - carteira de seguro de vida de renda temporária dos adquirentes, financiados pelo sistema financeiro da habitação;

VI - carteira de seguro de resgate e pagamento de juros das Letras Imobiliárias emitidas pelas sociedades de crédito imobiliário;

VII - financiamento ou refinanciamento da elaboração ou execução de projetos de construção de conjuntos habitacionais ...(Vetado) ... instalação e desenvolvimento da indústria ...(Vetado)... de materiais de construção e pesquisas tecnológicas;

VIII - refinanciamento parcial dos créditos concedidos pelas sociedades de crédito imobiliário.'

Da mera leitura da legislação exsurge clara a intrínseca importância do sistema de seguros para a consecução das finalidades públicas no subsistema do SFH. Os artigos 5º e 6º estabeleciam as diretrizes para o financiamento habitacional, permitindo a aquisição de moradias mediante amortizações a longo prazo e a taxas de juros favorecidas, facilitando assim o acesso à casa própria para as classes menos favorecidas. Estes dispositivos legais buscavam democratizar o acesso à moradia, aliviando o ônus financeiro imediato para o cidadão. Já o artigo 9º impunha critérios para a aplicação dos recursos, demandando que as habitações financiadas pelo SFH atendessem a padrões de habitabilidade e localização que assegurassem a melhoria da qualidade de vida dos beneficiários.

---

<sup>220</sup> ROYER, Luciana de Oliveira. "Financeirização da política habitacional: limites e perspectivas". 2009. 194 f. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo) – Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 53

<sup>221</sup> *Ibid.*, p. 53

As consequências do estabelecimento do SFH foram expressivas para o mercado imobiliário. Foi observado o incremento na construção de novas unidades habitacionais, contribuindo para o crescimento do setor e para a valorização imobiliária. O SFH também teve um impacto significativo na facilitação do acesso à moradia e na formação de patrimônio por uma parcela da população que antes estava marginalizada do mercado imobiliário.

Cabe destacar os esforços de reforma institucional no período. Em 1964, também foram introduzidos o regime jurídico dos condomínios edilícios, dando-se maior incentivo para a produção de unidades verticais, assim como estabelecendo limites a serem observados pelos incorporadores e construtores.

A partir de 1965, houve uma aceleração da implementação de um modelo de crédito imobiliário similar ao americano, porém com alcance nacional<sup>222</sup>. A Lei nº 4.864, de 29 de novembro de 1965, que teve como objetivo “Cria[r] Medidas de estímulo à Indústria de Construção Civil”, demonstra a tentativa de integração da indústria ao sistema de incentivos tributários e possibilidade de reajuste das prestações pelos índices inflacionários (reduzindo-se os riscos das atividades) no setor de base da economia. Nas palavras de Royer<sup>223</sup>

A Lei no. 4.864, de 29 de novembro de 1965 [...] é um exemplo do que o governo pretendia com a instituição de um sistema financeiro destinado à habitação: incentivos tributários como a isenção de IPI para “preparações e blocos de concreto”, normatização de índices e outros instrumentos para a correção monetária de prestações e saldos devedores, independente se os financiamentos encontravam-se ou não no âmbito do SFH, mudança nos limitadores para aplicação dos recursos: 60% dos recursos aplicados em habitações de valor unitário inferior a 300 salários mínimos (na Lei no. 4.380, de 21 de agosto de 1964, que havia instituído o BNH, esse limite era de 100 salários); 20% dos recursos aplicados em habitações de valor unitário superior a 400 salários-mínimos (na lei do BNH esse limite era 250 salários)

A criação do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) em 1966, por meio da Lei nº 5.107 de 13 de setembro de 1966, também se demonstrou de relevância incomparável para a estruturação de um sistema de captação de recursos para o *funding* do mercado imobiliário, fornecendo recursos adicionais para o BNH. Como destacado por Royer<sup>224</sup> o FGTS “assegurou, até 1980, excelentes resultados quantitativos, demonstrando que essa fonte de recursos era de crucial

---

<sup>222</sup> *Ibid.*, p. 47

<sup>223</sup> *Ibid.*, pp. 48-49.

<sup>224</sup> *Ibid.*, p. 51

importância tanto do ponto de vista do custo de captação do recurso para a execução de política habitacional para renda média e média baixa, quanto do fomento à indústria da construção civil”.

A contribuição mensal dos empregadores ao FGTS, equivalente a 8% da remuneração e cujo depósito se dava em contas vinculadas mostrou-se como meio de manter, de certa forma, a lógica de utilização dos recursos de fundos de aposentadoria para financiamento da atividade imobiliária. Porém, ao invés de estarem distribuídas em vários fundos distintos, a unificação deu ganhos de escala à captação e permitiu ao BNH aumentar substancialmente as somas emprestadas.

Em novembro de 1966, o Conselho de Administração do BNH, por meio da RC N° 101/66, deu início à primeira grande tentativa de se colocar em vigor uma aproximação entre o mercado imobiliário e o mercado de capitais (regulamentado, também de forma recente, pela Lei n° 4.728, de 14 de julho de 1965), característica essencial à financeirização.

A tentativa de estruturação de um sistema de mercado secundário de hipotecas, tal qual ocorria nos Estados Unidos, deu-se sob a justificativa de que a regulamentação e institucionalização do “mercado de hipotecas de habitações estará contribuindo para permitir mais rápida ativação da indústria da construção civil, ainda em recesso em algumas áreas do país”. Além disso, a institucionalização estaria “contribuindo para a necessária diferenciação de processos e mecanismos financeiros que devem existir no Sistema Financeiro da Habitação”<sup>225</sup>. É neste sentido que o item I da resolução assim destaca:

I. Com as finalidades de:

- a. estimular a construção de novas habitações em áreas onde se faça necessário pelo insatisfatório desenvolvimento de outros instrumentos do Sistema Financeiro da Habitação;
- b. reativar a indústria da construção civil e aumentar os níveis de emprego locais;
- c. aplicar disponibilidades não comprometida em outros programas, e
- d. servir como regulador e reserva de liquidez do mercado.

O Banco Nacional da Habitação está autorizado a adquirir ou prometer adquirir, nos mercados locais, créditos hipotecários corrigidos e assegurados desde que obedecidas as normas e condições aprovadas nesta Resolução, que constitui o regulamento do mercado nacional de hipoteca.

---

<sup>225</sup> *Ibid.*, p. 143.

Vê-se, com clareza, o papel estimulador à indústria da construção civil e a centralidade do BNH no papel de regulador econômico, garantindo a liquidez do mercado.

Quanto à estrutura operacional, a Resolução trazia definições claras de quais entidades estariam envolvidas no processo, como Banco (BNH), Agentes (Caixas Econômicas, Sociedades de Crédito Imobiliário, Associações de Poupança e Empréstimo), Iniciadores (pessoas físicas ou jurídicas credoras dos créditos hipotecários), Programas, Hipotecas, Promessas, Financiadores e Cobradores. Assim, as construtoras e incorporadoras, atuando como Iniciadores, firmavam contratos com o BNH (Banco). Este comprometia-se a adquirir créditos hipotecários resultantes das vendas de unidades imobiliárias. Estes créditos formavam a base de contratos de empréstimo entre os Iniciadores e as instituições financeiras (Agentes). O BNH, após repassar os recursos para a construção aos Iniciadores, assumia a posição de credor hipotecário dos mutuários finais —após a liquidação das dívidas entre o Iniciador e o Banco, incorporando todo o risco da operação.

Vê-se, portanto, que a formulação desse subsistema buscou reduzir os custos de transação e informação, por meio da centralização das informações e definição clara do papel de cada uma das partes que o compunham. Além disso, reduziu a incerteza do investimento a partir da assunção dos riscos, o que levaria a uma maior segurança do pagamento do crédito. Por outro lado, em razão de estar se envolvendo recursos públicos, a Resolução também estabeleceu critérios para a aceitação de hipotecas, tais como a limitação a aquisição de financiamentos de até 80% do valor dos imóveis, que deveriam ser previamente avaliados, assim como elencando-se a documentação necessária, e condições de financiamento (juros mínimos de 7% ao ano, prazo máximo de 20 anos e valor máximo da habitação financiada em 500 salários-mínimos).

Conforme Aragão, além de terem o BNH como grande investidor institucional, que teria a capacidade de atuar como órgão regulador das cotações das cédulas hipotecárias diante de sua capacidade financeira, “as cédulas hipotecárias teriam um seguro de crédito, correção monetária pelas ORTNs e juros anuais de 10%, bem superiores aos de 6% pagos às letras hipotecárias e cadernetas de poupança”<sup>226</sup>. Assim, a expectativa do governo era de que os títulos fossem altamente atrativos e populares entre os investidores, ganhando uma incremental participação no mercado de capitais.

---

<sup>226</sup> ARAGÃO, *op. Cit.*, p. 104

Quantitativamente, os resultados foram positivos, tendo o BNH financiado, até 1971, 74.428 unidades via Mercado de Hipotecas. Porém, ainda segundo o autor, “o aparente êxito quantitativo não impediu o fracasso do programa em seu aspecto operacional, não superado com as mudanças normativas posteriores”. Os pontos de principal falha do projeto foram: a facilidade com que os recursos eram aprovados que, somados à inexperiência do BNH e à desarticulação com órgãos municipais e estaduais, levaram a uma aplicação dos recursos em empreendimentos de viabilidade duvidosa, que eram levados a cabo sem uma fiscalização adequada. Entre 1970 e 1971, os prejuízos aos credores e ao governo se tornaram tão severos que o programa foi desativado.

Outro fundo de extrema importância para o mercado imobiliário à época foi o Fundo de Compensação das Variações Salariais (FCVS), criado pela Resolução nº 25, de 16 de junho de 1967, do Conselho de Administração do BNH<sup>227</sup>. O FCVS tinha como principal objetivo equilibrar as correções monetárias do sistema, de modo a assegurar aos credores, por meio de garantia do Governo Federal (assim como realizado pelo sistema estadunidense) que diferenças no saldo devedor, ao final do prazo regular de pagamento, fossem pagas pelo FCVS. Assim, garantia-se que fosse criada segurança jurídica ao credor sem custos para os mutuários. No preâmbulo da Resolução nº 25 supracitada, o BNH manifesta o interesse em manter a justiça social e a igualdade de oportunidades no financiamento habitacional. A correção monetária dos empréstimos, como apontado, visava não apenas à manutenção do valor real dos recursos investidos em habitação, mas também à promoção da justiça social, assegurando que os mutuários não fossem desproporcionalmente afetados pela inflação.

A Resolução considerava os resultados positivos da Instrução nº 5 do BNH, que já teria se mostrado para muitos adquirentes de habitação. No entanto, havia a necessidade de aprimorar a segurança técnica do sistema e eliminar a incerteza dos mutuários, especialmente aqueles que não tinham pleno conhecimento dos detalhes operacionais dessa instrução e que enfrentavam dívidas com prazos de amortização limitados.

O FCVS foi, portanto, concebido com a finalidade de alinhar o reajuste das prestações com os reajustes salariais, proporcionando uma maior previsibilidade e segurança aos mutuários. Ao manter o princípio de correção do saldo devedor, o sistema buscava garantir que o valor real

---

<sup>227</sup> BRASIL. Banco Nacional da Habitação (BNH). “Resolução nº 25, de 16 de junho de 1967”. Conselho de Administração. Brasília. 1967.

dos recursos investidos em habitação fosse preservado, sem comprometer o poder aquisitivo dos mutuários. Isso, no intuito de “constituir um sistema e um fundo que fossem autossustentáveis.”

Os esforços institucionais na busca pelo aumento da segurança jurídica e pela criação de incentivos para que a propriedade pudesse ser devidamente protegida pelo Estado são notórios. Foram introduzidas legislações, como a Lei de Registros Públicos, que deu segurança aos adquirentes quanto à veracidade da propriedade do imóvel ofertado pelo vendedor e, ao mesmo tempo, simplificou o acesso das informações, reduzindo os custos de verificação. A concentração dos atos registrais na matrícula do imóvel também permitiu aos adquirentes terem maior grau de certeza quanto ao estado do bem e eventuais litígios que eventualmente o envolvessem.

A presunção de veracidade e certeza, por sua vez, reduziram as chances de que vícios na constituição do título fossem um risco tão presente quanto no sistema de transcrições. Ainda no âmbito da redução dos custos de transação, viu-se também a melhora mediante a intervenção do Estado. A insegurança ao credor, por outro lado, foi respondida por meio de políticas públicas de fomento desse mercado.

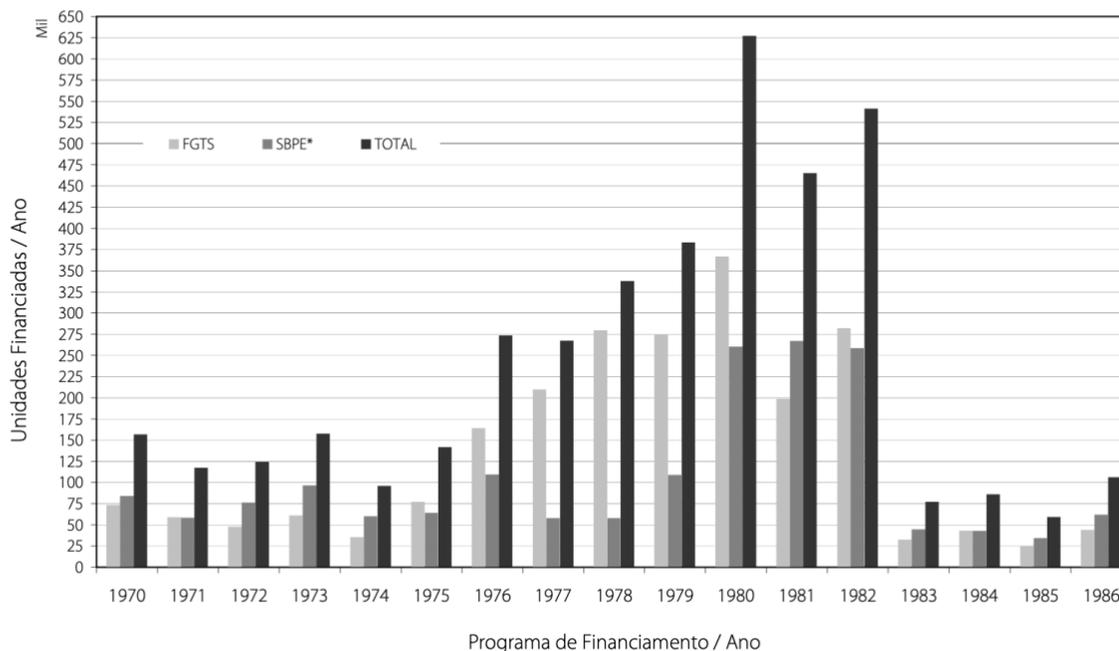
Deve-se destacar que, apesar das críticas (em sua maioria, válidas) que podem ser levantadas à formulação do arcabouço contido no SFH, esse foi exitoso na produção de unidades imobiliárias em quantidade até então nunca vista. O SFH financiou mais de 6 milhões de unidades residenciais. Em 1997, o setor imobiliário era responsável por 66% dos investimentos totais do país (8% do PIB), representando aproximadamente 4,5 milhões de empregos formais.<sup>228</sup> A relevância do sistema para o mercado imobiliário, bem como o seu declínio, pode ser vista de forma mais evidente no gráfico a seguir:

---

<sup>228</sup> ARAGÃO, *op. Cit.*, p. 104.

GRÁFICO 1

SFH / BNH: Financiamentos habitacionais concedidos - Unidades Habitacionais - 1970 a 1986.



Fonte: ROYER, Financeirização da política habitacional, p. 63.

O sistema funcionaria enquanto o Estado seguisse com saúde financeira. No entanto, a alta inflação do final da década de 1970 (após a alta dos juros estadunidenses no período) excedeu as capacidades do FCVS, criando um passivo significativo em desfavor da União, que perdura até hoje. Em janeiro de 2023, a dívida atingiu R\$ 92 bilhões de reais, sendo projetado que a soma chegue a R\$ 250 bilhões a partir de 2027<sup>229</sup>.

#### 4.2. A financeirização do Real Estate nos Estados Unidos

Nos anos 1980, o SFH já apresentava sinais de esgotamento. A média de financiamentos estava próxima de 100 mil unidades ao ano, apesar da estimativa de demanda ser

<sup>229</sup> PIMENTA, Guilherme. "Governo vai propor acordo ao TCU para evitar 'bomba' do FCVS". Valor, Brasília, 15 ago. 2023. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2023/08/15/governo-vai-propor-acordo-ao-tcu-para-evitar-bomba-do-fcvs.ghml>>. Acesso em: 17/10/2023.

dez vezes superior. Assim, apesar dos avanços promovidos pelo SFH, surgiram críticas acerca de sua capacidade em atender às necessidades habitacionais da população de baixa renda, sobretudo pelo fato de que o sistema tendia a favorecer segmentos de maior renda, capazes de assumir financiamentos imobiliários. Além disso, questionava-se o alinhamento das políticas habitacionais com os interesses do mercado, em possível detrimento da função social da propriedade, prevista na Constituição Federal.

O desaquecimento da atividade imobiliária pode ser ligado aos índices inflacionários astronômicos experimentados entre 1980 e 1990, aos altos níveis de endividamento externo do Estado brasileiro e à desvalorização acentuada do câmbio. A situação somente veio a ser controlada após a implementação do Plano Real, que permitiu o controle do câmbio e da inflação, tornando possível a emergência de um novo estado de expectativas no qual os agentes econômicos poderiam crer na maior estabilidade do sistema no futuro.

Entretanto, a estabilidade econômica por si não era suficiente para sanar todas as preocupações associadas ao *funding* do mercado. O SFH foi fortemente afetado pela redução dos depósitos em poupança (cujo receio de depósito ainda rondava, após as inconsequentes ações do Plano Collor), a redução dos recursos do FGTS e a maior representatividade dos fundos de investimento como escolha de aplicação de recursos por parte das famílias. Para agravar a situação, o FCVS não possuía recursos suficientes para dar seguimento ao papel de garantidor dos pagamentos.

Essa problemática reflete a tensão entre a necessidade de prover moradia e o modelo de desenvolvimento econômico adotado, bem como entre a concepção de moradia como direito social e como mercadoria. As políticas subsequentes de habitação no Brasil viriam a refletir essas críticas, procurando endereçar as falhas do SFH e realinhar o direito à moradia com as necessidades da população de baixa renda e com a função social da propriedade. A legislação habitacional brasileira continuaria, assim, a evoluir, buscando equilibrar os interesses do mercado com a garantia do direito à moradia digna para todos os cidadãos.

A financeirização do mercado imobiliário — que será mais bem explorada no capítulo seguinte — ganhou tração no mercado estadunidense partir da década de 1970. Após os choques do petróleo, ocorridos em 1973 e 1989, atribuiu-se a culpa às políticas intervencionistas do período, vendo na redução do papel do Estado e no retorno ao *laissez-faire* a opção para a retomada do

crescimento. Além disso, o desmantelamento da União Soviética tornaria menos provável a ocorrência de revoluções e de um conflito armado de larga escala. A opinião pública americana passava a ver o Estado como ineficiente e excessivamente burocrático. A eleição de Ronald Reagan, nos Estados Unidos, e Margaret Thatcher, no Reino Unido, são demonstrações desse fenômeno. “A sociedade não existe. Existem homens, existem mulheres e existem famílias<sup>230</sup>”, disse a premiê britânica.

A primeira questão reduziu o apelo, às elites, de justificar a legitimidade da propriedade privada do sistema capitalista como a opção que traria maior bem-estar à população, passando-se a focar no sucesso individual e no retorno à ideia de capitalismo como um sistema “natural” — em oposição às experiências soviéticas, que seriam acidentes históricos fadados ao fracasso.

A segunda questão levou ao questionamento do papel do Estado em uma economia em tempos de paz. O século XX, até aquele momento, vivia sob constante ameaça de conflito armado, em que a validade do papel do Estado na condição de direcionador dos esforços produtivos é evidente. Além disso, a necessidade de taxaço de grandes parcelas dos lucros e imposição de impostos substanciais para custear as despesas militares também seria visto como desnecessário.

A liberalização ocorrida seria focada principalmente nas modalidades que permitiam a maior facilidade de movimentação e a maior fluidez de circulação. Os investimentos financeiros, portanto, tornaram-se a principal modalidade de aplicação de recursos. Não havia necessidade de maturação do investimento para se obter o retorno do valor investido, como na produção real da economia. A única valorização importante era a valorização dos papéis, independentemente do ativo subjacente. Isso, porque o objetivo do mercado financeiro é justamente “ganhar do mercado”. Encontrar as distorções, os desajustes de preço, e explorá-los de forma inerentemente especulativa.

Desse modo, se houvesse uma constante paridade entre oferta e demanda na definição dos preços à “taxa natural de juros”, não haveria possibilidade de se atuar de forma a obter expressivos ganhos contra os valores de mercado. Assim, a essência da financeirização é a obtenção de retornos monetários a partir não apenas do “garimpo” de desajustes, mas a sua promoção

---

<sup>230</sup>EL PAÍS. “A Inglaterra que ‘Maggie’ Thatcher nos deixou”. 28 de novembro de 2020. Disponível em: <<https://brasil.elpais.com/internacional/2020-11-28/a-inglaterra-que-maggie-thatcher-nos-deixou.html>.> Acesso em 01/12/2023.

continuada, de maneira a, cada vez mais, obter-se maior retorno financeiro às custas dos investidores.

Desse modo, nos países centrais, a financeirização do imobiliário operou e opera por múltiplos canais, que se reforçam mutuamente. Dentre eles, destacam-se: a casa própria como principal forma de moradia; a expansão do crédito hipotecário em um contexto de salários reais decrescentes; a inclusão de consumidores de menor renda e maior risco de inadimplimento no setor bancário; a crescente influência de grandes aglomerados de capital, como fundos e investimento e fundos de pensão; a globalização dos mercados financeiros; e a criação de mercados secundários de hipoteca via securitização<sup>231</sup>.

No contexto da liberalização financeira nos Estados Unidos, iniciada nas últimas décadas do século XX, observa-se uma evolução significativa dos instrumentos financeiros, particularmente no mercado imobiliário. Este desenvolvimento foi marcado pela emergência de instrumentos sofisticados, fundamentais na financeirização do setor.

É possível apontar que, de certa maneira, a modelagem dos direitos de propriedade se alterou, nos Estados Unidos, buscando-se a maximização do bem-estar social durante a reconstrução pós crise de 1929, com o surgimento do *New Deal*, em que as tentativas do governo de criar um sistema sólido de incentivos econômicos conscientes e uma atuação do Estado direta em determinadas áreas da economia — somada à visão mais progressista da Suprema Corte estadunidense — levaram à criação de maiores benefícios sociais distribuídos a um número grande de pessoas.

Apesar de não o realizar pela direta construção de unidades imobiliárias, o fez a partir da regulamentação dos setores a serem desenvolvidos, bem como nas formas de acesso ao crédito imobiliário. Com isso, permitiram-se maior acesso e capacidade financeira para que ativos imobiliários, em especial, pudessem ser amplamente acessados, criando-se uma *home ownership society*.

Porém, é esta conformação da sociedade de proprietários que reacenderá a chama da visão mais conservadora da propriedade, máxime diante da escassez cada vez maior, que se

---

<sup>231</sup> TORRES, Ramon da Silva, TONUCCI, João Bosco Moura Filho, ALMEIDA, Renan Pereira. “Financeirização do imobiliário no Brasil: uma análise dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (2005-2020)”. Cad. Metrop., São paulo, v.24, n.53, pp. 35-62, jan/abr 2022. P. 36

movimentaria no sentido do neoliberalismo como resposta aos seus anseios. Assim, considerações mais sociais que, por vezes, eram vistas no período do *New Deal*, como apresentado alhures, serão transformadas em decisões mais formalistas e restritivas a considerações desta natureza, privilegiando os interesses dos credores em relação aos devedores.

Como se verá a seguir, foi este movimento institucional que revogou uma ordem baseada no bem-estar social, em favor de uma perspectiva cada vez mais individualista, que deu espaço para a ocorrência da crise de 2008. É justamente o ambiente de maior adesão à visão patrimonialista da propriedade que acabou devastando o mercado imobiliário — cortando à metade o preço dos imóveis e levando uma massa de proprietários para a condição de não-proprietários.

A partir desta situação, viu-se de que modo as contradições da excessiva preocupação com a liberdade de iniciativa e a utilização da propriedade, sem que se levem em consideração a sociedade e as limitações materiais a que se sujeitam, acabam por afetar negativamente tanto os proprietários quanto os não-proprietários. Em especial, vê-se que os efeitos negativos de tais mudanças institucionais podem ser bruscas e duradouras, trazendo efeitos negativos, em função da dependência de trajetória, de forma sustentada à economia, tornando-se necessária a compreensão do fenômeno para que se possa buscar soluções que impeçam ou retardem o acontecimento de prejuízos desta natureza.

É nesse sentido, portanto, a necessidade de o “Estado [atuar] para equilibrar o mercado”, função caracterizada por Viegas como “extremamente importante na manutenção da estabilidade entre proprietário e não proprietário<sup>232</sup>”.

O caráter cíclico de aumento da regulamentação em períodos pós-crise, levando a uma maior estabilidade econômica que, depois, é seguido por uma ampla desregulamentação é observado em diversos momentos. A título de exemplo, após a crise de 1929, o *New Deal* estadunidense colocou em prática diversas “travas” institucionais a atividades de risco, com regulamentações que estabelecem “pisos e tetos” (*ceilings and floors*) às atividades empresariais — em especial, no sistema de crédito bancário, que é o centro do financiamento à produção.

Quanto maior for a oferta de crédito para um determinado setor, menores tendem a ser as taxas de juros cobradas pelo mercado e, portanto, maior o incentivo ao desenvolvimento das

---

<sup>232</sup> VIEGAS DE LIMA, *op. Cit.*, p. 44.

atividades empresariais. Isso, porque a taxa de lucro esperada e as barreiras de entrada experimentadas pelo empreendedor para uma determinada atividade serão tão menores quanto mais reduzidos sejam os custos fixos e variáveis para desempenhá-la.

Diante do exposto, a alocação dos custos de transação, pelas instituições, exerce um papel de força motriz ao desenvolvimento de certas práticas empresariais. Servem como a bússola do mercado, que sempre busca um maior lucro frente às atividades desenvolvidas. Quanto maior forem os custos de transação em uma economia de mercado, maiores serão os desafios para que as atividades sejam postas em prática. No agregado, é possível que as taxas de lucro sejam menores, o que leva os representantes dos setores a tentar, por meio de pressões políticas e tentativas de captura regulatória, reduzir a todo o custo as regulamentações estatais que incidem sobre as atividades.

É neste movimento dialético que se pode observar de que maneira as instituições implicam grandes alterações, ao longo do tempo, não apenas na atividade econômica, mas também no *framework* legislativo que permite o exercício dos direitos de propriedade em compatibilidade com o interesse econômico dos mercados. Em uma economia em que o Estado exerce um papel secundário, é necessário que haja incentivos institucionais para que os detentores do capital estejam interessados em investir seus recursos acumulados, aplicando-os em atividades produtivas que gerem renda e emprego à maior parte da população, que vive da venda de sua força de trabalho, permitindo que a sociedade viva com maior grau de bem-estar social. Sem que as instituições guiem o desenvolvimento econômico, não há qualquer razão para assumir que haverá o desenvolvimento natural de tendências de distribuição eficientes de recursos via mercado.

Porém, muitas das alterações que têm por objetivo facilitar a atividade de determinados setores da economia acabam trazendo consequências inesperadas e aumentando os custos de transação sistêmicos nas atividades econômicas, colocando os objetivos de determinados setores em rota de colisão com os objetivos que seriam mais adequados à uma distribuição mais justa e equitativa dos recursos oriundos do processo produtivo.

O mercado imobiliário, tradicionalmente dominado por instituições de poupança e empréstimo locais, passou por uma transformação com a incorporação de um sistema de financiamento que transcendia fronteiras geográficas, integrando-se ao mercado de capitais nacional e internacional. Esse desenvolvimento resultou na padronização do financiamento

habitacional, desde a originação de empréstimo até aspectos como seguros de título e avaliação de crédito, a partir da profusão das práticas de securitização.

A securitização é um processo pelo qual ativos financeiros, como hipotecas, são agrupados e transformados em títulos negociáveis. Este processo envolve a venda de ativos financeiros a uma entidade securitizadora, que, então, emite títulos baseados nestes ativos. Essa permite a distribuição do risco de inadimplência entre um maior número de investidores, diluindo assim os riscos de crédito e pré-pagamento, anteriormente concentrados em um único mutuário e/ou local geográfico. A percepção de um possível apoio do governo federal americano a entidades como Fannie Mae e Freddie Mac, *Government Sponsored Enterprises* (GSE), conferiu uma sensação de segurança ao mercado, elevando as classificações de crédito dessas instituições. Paradoxalmente, a securitização privada incentivou a concessão de hipotecas de alto risco, com taxas de inadimplência superiores às das hipotecas securitizadas por GSEs.

Cabe, neste momento, analisar os instrumentos financeiros surgidos (que, além de sua relevância no mercado estadunidense, serviram de inspiração ao SFI). O primeiro deles, as *Mortgage Backed Securities* (MBS) têm por objetivo viabilizar a conversão de hipotecas individuais em produtos negociáveis no mercado de capitais. As MBS são estruturadas por meio de um processo de securitização, no qual as hipotecas são empacotadas em uma estrutura fiduciária, que emite as MBS vendidas a investidores.

Os pagamentos das hipotecas subjacentes são repassados aos detentores das MBS, descontadas as taxas devidas aos gestores do *trust*. Até 2010, as MBS eram parcialmente regulamentadas pela *Securities Act* de 1933 e pela *Securities Exchange Act* de 1934, que estabeleciam os requisitos para a oferta e negociação de valores mobiliários em geral. As MBS transformaram o mercado de hipotecas, também, por permitir que as instituições financeiras removessem os créditos hipotecários de seus balanços contábeis e, assim, reduzissem a exposição ao risco — que era transferido ao mercado a partir de empacotamentos, o que será mais bem tratado ao se apresentar os CDOs.

Ademais, tem-se os *Real Estate Investment Trusts* (REITs). Esses fundos de investimento possuem, operam e/ou financiam propriedades geradoras de renda imobiliária. Eles permitem que investidores individuais invistam em grandes carteiras imobiliárias sem a necessidade de comprar diretamente os imóveis e sem os custos de carregamento associados, tais

como tributos, segurança e manutenções. Os REITs, por disposição legal, devem distribuir a maior parte de seus lucros tributáveis aos acionistas na forma de dividendos, o que os torna atraentes para investidores em busca de rendimentos regulares. No contexto da financeirização do mercado imobiliário, os REITs contribuíram para a democratização do investimento imobiliário, permitindo a participação de pequenos investidores no mercado imobiliário de alto padrão, como *shoppings centers*, hotéis e hospitais.

Os *Collateralized Debt Obligations* (CDOs), por sua vez, são instrumentos financeiros complexos que agrupam diversos tipos de dívidas, incluindo hipotecas, empréstimos corporativos e outras formas de dívida, convertendo-os em títulos negociáveis. Esses títulos são estratificados em diferentes tranches (camadas), cada uma com um nível distinto de risco e retorno. As camadas superiores, com menor risco, são as primeiras a receber os pagamentos dos ativos subjacentes, enquanto as inferiores, com maior risco, recebem pagamentos por último.

A ideia subjacente aos CDOs era de que o empacotamento de hipotecas *suprime* de diferentes regiões dos EUA resultaria em um conjunto não-correlacionado de fluxos de caixa, permitindo, assim, que essas obrigações pudessem ter *rating* AAA mesmo sendo originadas tendo como base devedores de alto risco. A estrutura dos CDOs, ademais, foi criticada por sua complexidade e falta de transparência, especialmente em relação à avaliação do risco dos ativos subjacentes. Sobre a influência dos CDOs no aumento do risco sistêmico, destaca Gylfason *et al*<sup>233</sup>:

Historicamente, os bancos comerciais emitiam e mantinham hipotecas nos seus próprios livros até serem liquidadas. Na década de 1980, os bancos começaram a mudar para um modelo de origem e distribuição. Dariam origem a hipotecas como antes, mas depois venderiam-nas no mercado como tranches de obrigações de dívida colateralizadas (CDO) criadas a partir de um conjunto de hipotecas num processo conhecido como titularização. Também foram criados produtos estruturados a partir de conjuntos de outros empréstimos – empréstimos para aquisição de automóveis, empréstimos para cartões de crédito, empréstimos para aquisição de habitação e empréstimos para estudantes, para citar algumas das principais categorias. O enorme aumento no volume de produtos estruturados emitidos, especialmente desde 2000, está por trás do crescimento explosivo do sistema bancário paralelo.

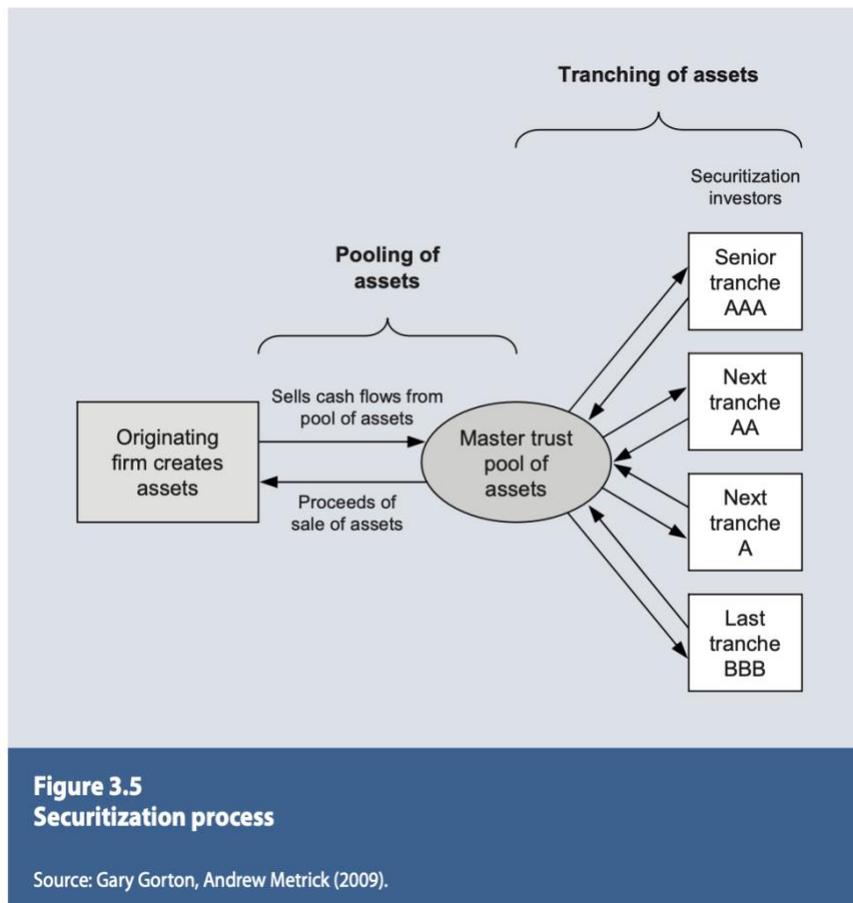
Então, o que impulsionou o crescimento dos produtos estruturados? Esta é a questão crítica na qual queremos nos concentrar. Aqueles que vêem Wall Street como a causa da crise tendem a ver o agrupamento e a divisão em tranches de vários tipos de ativos como maquinações de banqueiros de investimento inescrupulosos, que lucraram com taxas de transação e com os preços excessivos que podiam cobrar aos compradores, que eram

---

<sup>233</sup> GYLFASON, Thorvaldur; HOLMSTRÖM, Bengt; KORKMAN, Sixten; SÖDERSTRÖM, Hans Tson; VIHRIÄLÄ, Vesa. “*Nordics in Global Crisis: Vulnerability and Resilience*”. Helsinki: Taloustieto Oy, 2010. P. 55

incapazes de avaliar os verdadeiros riscos dos produtos estruturados opacos que compravam.

Do disposto acima, vê-se o papel central do CDO no rápido crescimento do mercado de hipotecas *subprime* estadunidense, uma vez que conferiu liquidez para este mercado ao convencer os investidores de que os riscos estariam suficientemente alocados entre os atores do mercado. Para que seja possível uma visualização mais clara do fluxo financeiro do CDO, recorre-se à representação gráfica:



FONTE: GYLFASON *et al*, p. 59.

Como se vê da ilustração gráfica acima, as tranches recebem diferentes classificações de crédito com base em sua senioridade na "estrutura de capital". Como explicado por Gylfason *et*

al<sup>234</sup>, a tranche mais sênior recebe primeiro o pagamento e recebe a classificação de crédito mais alta (AAA na imagem). A tranche mais júnior é a que recebe por último o pagamento e tem a classificação de crédito mais baixa (BBB). Em princípio, as regras para criar diferentes tranches de títulos podem ser arbitrariamente complexas, como bem resumido por Felix Salmon<sup>235</sup>:

Como resultado, praticamente tudo poderia ser agrupado e transformado em títulos AAA – títulos corporativos, empréstimos bancários, títulos garantidos por hipotecas, o que você quisesse. Os pools resultantes eram frequentemente conhecidos como obrigações de dívida colateralizadas, ou CDOs. Você poderia parcelar esse pool e criar um título triplo A, mesmo que nenhum dos componentes fosse triplo A. Você poderia até pegar tranches de outros CDOs com classificações mais baixas, colocá-las em um pool e trancá-las – um instrumento conhecido como CDO-quadrado, que naquele momento estava tão distante de qualquer título, empréstimo ou hipoteca real subjacente que nenhum alguém realmente tinha uma ideia do que incluía. Mas isso não importava.

A complexidade e a distância dos ativos subjacentes tornaram quase impossível ao investidor e aos reguladores compreenderem, de fato, o que está sendo incluído em instrumentos dessa natureza, como os CDOs quadrados. Isso, porque as inúmeras camadas criadas alçaram os custos de verificação dos ativos subjacentes a níveis nunca antes vistos.

Esses instrumentos financeiros, cada um com suas características e riscos específicos, desempenharam papéis centrais na transformação e na eventual crise do sistema financeiro global. Cabe destacar, também, o papel dos *shadow banks*, instituições como bancos de investimento e *hedge funds*, dentre outras entidades. Os ativos mantidos pelo sistema bancário paralelo eram relativamente pequenos, representando menos de 10% dos ativos mantidos pelos bancos tradicionais em 1980. Em 2007, o volume financeiro de crédito fornecido pelos *shadow banks* ultrapassou o dos bancos tradicionais<sup>236</sup>. Como trazido por Gylfason *et al*:

A forma como os mercados financeiros têm funcionado em países-chave contribuiu para a bolha do mercado de ativos, para estruturas financeiras frágeis e para a eventual perturbação. A inovação financeira criou instrumentos e vias de intermediação altamente complexos (“sistema bancário paralelo”), o que tornou mais fácil contrair empréstimos e mais atraente para investir em ativos aparentemente de baixo risco. Isto facilitou e encorajou uma alavancagem mais elevada do que seria possível num sistema financeiro com regulamentação e supervisão mais adequadas.<sup>237</sup>

---

<sup>234</sup> GYLFASON *et al*, *op. Cit.*, p. 60.

<sup>235</sup> SALMON, F. (2009). “*Recipe for disaster: The formula that killed Wall Street*”. Wired, 23 de fevereiro. Disponível em: [http://www.wired.com/print/techbiz/it/magazine/17-03/wp\\_quant](http://www.wired.com/print/techbiz/it/magazine/17-03/wp_quant) .

<sup>236</sup> GYLFASON *et al*, *op. Cit.*, p. 15

<sup>237</sup> *Ibid.* P. 15

Introduzidos os instrumentos financeiros, passa-se à análise da crise financeira que se instalou em 2008.

Para Hyman Minsky<sup>238</sup>, a análise de grandes colapsos econômicos, tais como a crise de 1929 (e, posteriormente, a crise de 2008) envolve compreender a interligação de diversos fatores, tais como o estado de maturidade do sistema financeiro, a atuação do Estado e as mudanças nos direitos de propriedade e no perfil do endividamento. Este último fator é de especial importância para Minsky, que o explora na sua conhecida Hipótese da Instabilidade Financeira.

O autor entende que os bancos não são meros intermediários de recursos. Ao concederem um empréstimo ou adquirir um título, faz-se uma criação ativa de um depósito ao tomador, diferente da criação passiva de depósitos, quando estes dependem de recursos disponíveis previamente ao depositante antes que esse transfira a guarda e conservação ao banco. Isso significa que a oferta agregada de financiamento é determinada pela disposição dos bancos em criar crédito, refletindo a preferência pela liquidez dos bancos, e não apenas pela preferência intertemporal dos poupadores. Diante disso, “oferta agregada de financiamento é determinada pelo desejo dos bancos de criar ativamente crédito e depósitos (ou seja, depende da preferência pela liquidez dos bancos) e não pela preferência intertemporal dos poupadores”<sup>239</sup>.

Uma vez que uma expansão no crédito aumenta a iliquidez dos bancos, é evidente que haverá (seja por vontade própria ou por disposição regulatória) a necessidade de aumentar a posição em ativos líquidos, restringindo o empréstimo a tomadores com melhor perfil e, por outro lado, aumentando-se as taxas de juros aos demais. Assim, é inevitável a ocorrência de *booms and bursts* de forma cíclica, correspondendo à preferência por liquidez das instituições financeiras — sendo possível que aperfeiçoamentos institucionais suavizem os picos e vales associados.

Adotando-se a perspectiva de análise sistêmica que é privilegiada por Minsky, passa-se a compreender de que maneira a expectativa quanto à preferência por liquidez dos bancos

---

<sup>238</sup> WRAY, L. Randall. “*Why Minsky Matters: An Introduction to the Work of a Maverick Economist*”. Princeton: Princeton University Press, 2015. P. 40

<sup>239</sup> PAULA, Luiz Fernando de. “Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: Uma Abordagem Pós-Keynesiana”. Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ), Rio de Janeiro, RJ, 2013.

impacta na postura de endividamento das empresas. O autor divide o perfil de endividamento das firmas em três categorias: *hedge*, especulativa e Ponzi<sup>240</sup>.

A postura *hedge* é caracterizada por uma gestão de riscos mais conservadora por parte das empresas. Nessa abordagem, opera-se com uma margem de segurança tal que, mesmo em cenários adversos, o fluxo de caixa gerado é suficiente para cobrir o pagamento dos juros e amortizações associados à dívida. Essas unidades mantêm um "colchão de liquidez" para lidar com imprevistos, garantindo uma maior estabilidade financeira. Elas definem a relação desejada entre o volume de ativos líquidos e o valor presente das obrigações contratuais, conhecida como "*liquid asset kicker*". Firms com postura *hedge* têm um *liquid asset kicker* maior que zero, o que implica uma gestão financeira que prioriza a liquidez e a minimização do risco. Isso significa que empresas com postura *hedge* são menos dependentes de refinanciamentos ("rolagem" da dívida), o que as torna mais resilientes às variações macroeconômicas.

Por outro lado, as posturas especulativas e Ponzi representam abordagens menos conservadoras quanto à exposição ao risco. Na postura especulativa, o fluxo de caixa esperado é inferior aos encargos contratuais para determinados períodos, embora seja suficiente para o pagamento de juros. Isso exige que as firmas recorram ao refinanciamento periódico de suas posições para honrar seus compromissos, tornando-as mais vulneráveis a aumentos nas taxas de juros. A postura Ponzi — que, ao contrário do que é esperado pelo nome, não pressupõe uma fraude — é ainda mais arriscada: o fluxo de caixa esperado no curto prazo é insuficiente para cobrir até mesmo os encargos com juros, o que exige um constante refinanciamento e a esperança de que o valor dos seus ativos aumente em velocidade superior ao aumento dos juros de refinanciamento, de modo a viabilizar o pagamento das dívidas acumuladas.

Segundo a Hipótese da Instabilidade Financeira, é a distribuição percentual entre as diferentes posturas financeiras nas empresas que determina a fragilidade financeira da economia<sup>241</sup>. Uma predominância de posturas especulativas e Ponzi aumenta a vulnerabilidade do sistema, tornando pequenas variações nas taxas de juros suficientes para que possa ocasionar um ponto de inflexão: quando pequenas elevações nas taxas de juros tornam muitas firmas insolventes,

---

<sup>240</sup> MINSKY, Hyman P. "*The Financial Instability Hypothesis*". Working Paper No. 74. Annandale-on-Hudson, NY: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, maio de 1992. Preparado para Handbook of Radical Political Economy, editado por Philip Arestis e Malcolm Sawyer, Edward Elgar: Aldershot, 1993.

<sup>241</sup> *Ibid.*

forçando-as a buscar fontes secundárias de caixa, como a venda de ativos, para honrar seus compromissos.

A venda forçada de ativos leva a uma espiral deflacionária que reduz o nível de preços da classe vendida. Por consequência, afeta empresas em posições semelhantes que precisariam se desfazer de tais ativos. O impacto no nível de preços passa a afetar o valor das garantias, por exemplo, de empresas solventes, que podem transicionar de *hedge* para especulativa e de especulativa para Ponzi. É nesse contexto que as dificuldades de pagamentos ocasionada pela postura de tomada de risco excessivo pode levar ao contágio de outros setores da economia. Por outro lado, as Firms que adotam a postura *hedge* contribuem para a estabilidade do sistema financeiro, tendo em vista que elas não só contribuem para a sua própria estabilidade, mas também mantêm uma margem de segurança que as protege contra flutuações inesperadas no mercado, garantindo o fluxo de pagamentos que se obrigou, evitando que situações de insolvência se espalhem para os demais setores.

Portanto, a análise de Minsky<sup>242</sup> sugere que a estabilidade do sistema financeiro é influenciada não apenas por fatores macroeconômicos, mas também pela composição das estratégias financeiras das empresas individuais. Essa dinâmica ilustra como as decisões individuais de gestão de risco e financiamento, embora racionais do ponto de vista de cada agente econômico, podem levar a um aumento da fragilidade financeira sistêmica, culminando em crises financeiras. A compreensão desse processo é crucial para a formulação de políticas que visem à estabilidade do sistema financeiro como um todo. Tais políticas devem visar não apenas à mitigação de riscos individuais, mas também a promoção de uma estrutura financeira mais estável e menos suscetível a crises sistêmicas.

Minsky defendia que a economia capitalista passa por períodos de estabilidade aparente que, paradoxalmente, semeiam as sementes para futuras instabilidades. Durante estes períodos, as instituições financeiras e os agentes econômicos tendem a assumir maiores riscos, acreditando na continuidade da estabilidade econômica. Este comportamento leva ao aumento da alavancagem e à fragilidade financeira, culminando em crises como a de 2008. Sobre o tema, Wray<sup>243</sup> assim descreve a perspectiva Minskyana de instabilidade financeira:

---

<sup>242</sup> *Ibid.*

<sup>243</sup> WRAY, *op. Cit.*, p. 31.

O comportamento pró-cíclico dos empréstimos bancários amplifica o ciclo económico, aumentando o impulso para a instabilidade. Para Minsky, o ciclo económico moderno é um ciclo financeiro. O aumento dos gastos e as compras de ativos exigem financiamento. Assim, enquanto os bancos estiverem dispostos a satisfazer a procura de financiamento, a produção e os preços dos ativos aumentam. Este crescimento pode aumentar a procura de crédito, bem como a disponibilidade dos bancos para emprestar.

Como explicou Chuck Prince, CEO do Citigroup, “enquanto a música estiver tocando, você precisa se levantar e dançar”. Mas quando a música para, de repente você descobre que seu banco possui ativos que não quer e não pode vender. Os empréstimos, os gastos e os preços dos ativos entram em colapso. Sem este comportamento pró-cíclico das finanças, ainda poderíamos ter ciclos económicos, mas estes seriam muito atenuados e a deflação da dívida seria impossível. Podemos pensar no sector financeiro como um acelerador do ciclo – em ambas as direções.

Observa-se que a revogação dos marcos institucionais que segregavam as atividades dos bancos e o surgimento de setores completamente à margem da regulamentação, tais como os associados ao *shadow banking*, como já descrito anteriormente, criaram um ambiente ideal para a expansão do crédito imobiliário de forma excessiva, incluindo para consumidores de menor renda e maior risco de inadimplemento, que muitas vezes se viam seduzidos pelas chamadas *teaser rates*, taxas de juros módicas nos anos iniciais, com flutuação a mercado nos anos seguintes. Muitos desses tomadores de crédito assumiam uma postura Ponzi, dado que possuíam recursos para pagar apenas uma parte das obrigações, no momento de menor incidência dos juros. Assim, por assumirem que o valor dos seus imóveis sempre fosse crescer. Tão logo o valor das obrigações passasse a ser maior do que o valor que dispunha, tinham por certo a possibilidade de venda para um terceiro ou a possibilidade de refinanciamento da dívida, reiniciando-se o ciclo<sup>244</sup>.

A visão de Minsky sobre a instabilidade inerente ao capitalismo e a necessidade de uma regulação financeira eficaz são fundamentais para compreender a crise de 2008. Ele argumentava que, sem uma regulação adequada e uma atuação proativa do Estado, o sistema capitalista está sujeito a ciclos de expansão e contração, levando a crises financeiras recorrentes. Os atos subsequentes da crise também destacam o papel fundamental do Estado como um agente estabilizador do ambiente económico. No caso em análise, esse se deu por meio da atuação do Federal Reserve e do governo federal estadunidense, que se avolumou na casa dos trilhões de dólares. Apesar de controversa, Minsky enfatizava a importância de um "*Big Government*" e um "*Big Bank*" (FED)<sup>245</sup> para intervir durante crises financeiras e garantir a estabilidade do sistema.

---

<sup>244</sup> MINSKY, *ibid.*

<sup>245</sup> WRAY, *op. Cit.*, p. 39.

A crise evidenciou as falhas na regulamentação e supervisão desses produtos financeiros, levando à adoção de medidas mais rigorosas, como as implementadas pelo Dodd-Frank *Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, para prevenir futuras instabilidades no sistema financeiro. A referida legislação não será alvo de análise neste trabalho, sendo reservada a discussão acerca dos erros e acertos pós-crise para trabalhos futuros.

### **4.3. A criação do Sistema de Financiamento Imobiliário no Brasil**

A financeirização do setor imobiliário foi instituída com maior vigor no Brasil de forma tardia, pelas reformas liberais que se proliferaram a partir da década de 1990. Entretanto, como relatado ao longo deste trabalho, a inserção do mercado imobiliário no ciclo financeiro somente se completou com a criação do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI).

Entre o final da década de 1980 até o final da década de 1990, a grande instabilidade econômica brasileira levou a uma retração de crédito severa, impactando não apenas os consumidores, mas as próprias construtoras e incorporadoras.

Do ponto de vista do consumidor individual, o investimento em imóveis era “seguro”, pois agia como uma reserva de valor em comparação ao dinheiro (que chegava a tamanha desvalorização que supermercados reetiquetavam os seus produtos várias vezes ao longo do dia). Assim, por maior que fosse a flutuação dos valores do metro quadrado em determinada região, esperava-se que fosse muito menos ampla do que a constante desvalorização do dinheiro.

Outrossim, diante do panorama anterior, em que vasta quantidade de unidades imobiliárias eram constantemente produzidas sem grandes percalços (em parte, pelas amplas garantias e facilidades criadas pelo governo no âmbito do SFH), o estado de confiança no sistema imobiliário era muito positivo.

Do ponto de vista das construtoras e incorporadoras, porém, optar pela atividade imobiliária era muito mais arriscado. Os custos de transação, diante da situação caótica da economia brasileira, explodiram. Diante da grande incerteza sobre o futuro, as instituições bancárias restaram extremamente receosas com empréstimos de altas somas e de longo prazo — justamente as principais características de empréstimos imobiliários. Outrossim, a capacidade de

pagamento das empresas com relação aos seus empréstimos tornou-se ainda mais duvidosa. Isso, porque saiu-se de um sistema cujos recebimentos eram completamente previsíveis (parcelas não reajustáveis ou reajustáveis em determinada periodicidade), com seguro obrigatório com a sinistralidade coberta com recursos do FCVS (garantindo, portanto, o retorno sobre o investimento), para um ambiente de maior autonomia privada.

Da perspectiva dos bancos, a capacidade de pagamento de dívidas, tanto pelas empresas quanto pelos consumidores era completamente imprevisível. A hiperinflação levou à falência inúmeras empresas e número ainda maior de consumidores tornaram-se insolventes. O desemprego alto levou a uma redução de arrecadação de recursos para o FGTS; enquanto o maior índice de inadimplência bombardeou o FCVS com a necessidade de fazer frente ao índice alarmante de sinistralidade.

Noutro norte, a variação dos preços levou à redução do hábito de poupança dos consumidores, já que o consumo hoje certamente seria melhor do que o consumo no mês seguinte, quando os preços seriam maiores. A preferência por liquidez, portanto, expandiu-se grandemente.

A Taxa Referencial (TR) também deixava de ser atrativa como fator de correção monetária, especialmente pela necessidade de manter o dinheiro “parado” durante 30 dias, recebendo-se taxa de juros baixa para o cenário existente. A redução dos recursos disponíveis para empréstimo imobiliário por meio do SBPE e do FGTS tornaram ainda mais difícil a concessão de crédito imobiliário. As condições de financiamento mostravam a dificuldade intensa por que passam as empresas: as taxas de juros médias chegavam a 27% ao ano, a serem pagos entre 3 e 4 meses<sup>246</sup>.

Em 1986, o BNH seria extinto, marcando o fim da principal política pública voltada para o mercado imobiliário. Porém, cabe destacar que a extinção do BNH não implicou a extinção do SFH, sendo até o momento a principal fonte de financiamento imobiliário, como se verá adiante.

Para contornar o curto-circuito do sistema dependente de recursos estatais, que não mais poderiam ser repassados dado o grave estado em que se encontravam as contas nacionais, passaram a manter suas atividades a partir do autofinanciamento (que representou 44% dos

---

<sup>246</sup> FIX, *op. Cit.*, p. 113.

recursos totais, frente a 25% de instituições privadas)<sup>247</sup>, realizando o lançamento de empreendimentos que seriam vendidos “na planta”, por meio de promessas de compra e venda, com financiamento concedido aos adquirentes pela própria empresa. É certo que a empresa, em grande parte das vezes, não dispunha do valor integral de cada empréstimo, havendo intensa alavancagem para que se viabilizasse a realização das obras. Seus principais “ativos” não seriam mais terrenos ou imóveis, mas os recebíveis. Estes, porém, não seriam ativos líquidos ou garantias reais, mas meras promessas de pagamento futuro.

Assim, o sistema de autofinanciamento somente funcionaria enquanto a entrada de recursos fosse suficiente para o pagamento dos empréstimos em curso e permitissem a continuidade das construções em curso, mantendo a aparência de solvência e o estado de confiança no setor imobiliário.

Conforme a situação se agravava, os recursos captados passariam a ser utilizados não somente para o financiamento da obra associada à unidade adquirida, mas financiando também outros empreendimentos em curso da mesma empresa. Nas palavras de Fábio de Araújo Nogueira, diretor do Banco de Boston em 1997, a “Encol girava tudo com um caixa único e a contabilidade da empresa virou uma barafunda.”<sup>248</sup> A precariedade de tal sistema é evidente. Em um momento de achatamento dos salários reais e incremento dos custos de construção, não se faz possível a manutenção da saúde do sistema por muito tempo. Outrossim, caso grandes empresas, mais alavancadas, começassem a mostrar sinais de baixa saúde financeira (informação que não poderia ser obtida pela ampla maioria dos adquirentes, dado que as empresas possuíam, em sua maioria, capital fechado), não seria possível dar continuidade à captação de recursos desta forma.

A ventania que colapsou o castelo de cartas foi a quebra da Encol. Em 1994, após a abertura de investigação contra a empresa pelo Ministério Público, que investigava supostas sonegação fiscal e emissão de notas-frias<sup>249</sup>, a confiança na empresa entrou em franco declínio.

---

<sup>247</sup> FUNDAÇÃO INSTITUTO DE ADMINISTRAÇÃO, 1991, *apud* FARAH, *op. Cit.*, p. 103.

<sup>248</sup> CARVALHO, Gabriel. “Quebra da 'Encol dos EUA' muda mercado”. Folha de São Paulo. São Paulo. 31 de agosto de 1997. Disponível em <<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi310813.htm>>. Data de acesso: 10/11/2023.

<sup>249</sup> CORREIO BRAZILIENSE. “Ex-dono da Encol fica menos de 24 horas na cadeia. Correio Braziliense”. Brasília. 13 de abril de 2010. Disponível em: <[https://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2010/04/13/internas\\_economia,185710/ex-dono-da-encol-fica-menos-de-24-horas-na-cadeia.shtml#:~:text=O%20ex%2Ddono%20da%20construtora,por%20menos%20de%2024%20horas](https://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2010/04/13/internas_economia,185710/ex-dono-da-encol-fica-menos-de-24-horas-na-cadeia.shtml#:~:text=O%20ex%2Ddono%20da%20construtora,por%20menos%20de%2024%20horas)>. Data de acesso: 10/11/2023.

Instituições financeiras passaram a exigir o pagamento das dívidas e cortaram novos financiamentos. Em 1995, a empresa precisou refinanciar suas dívidas junto ao Banco do Brasil, que instituiu uma espécie de “intervenção” na administração da empresa. Em 1997, após a tentativa frustrada de autocomposição por um *pool* de 38 bancos, a empresa requereu concordata, que seria transformada em falência em janeiro de 1997.

A situação de crise foi dramática principalmente em razão do volume de obras em curso. Na data de pedido de concordata, havia 710 obras paralisadas, em 19 estados, e mais de 42 mil mutuários aguardando a entrega dos imóveis adquiridos.<sup>250</sup> Em março de 1999, houve a decretação de falência da empresa, tendo em vista que seus passivos eram 5 vezes maiores que seus ativos — alcançando R\$ 2.500.000.000,00, enquanto a liquidação de seus ativos não lhe permitiria arrecadar mais do que R\$ 500.000.000,00.

Nas palavras de Pedro Paulo Souza, principal sócio da Encol<sup>251</sup>, “a construtora foi mal administrada e cresceu acima das possibilidades do mercado imobiliário”. Destaca, também, a extrema dificuldade institucional no que se refere à obtenção de financiamentos ao setor, especialmente diante do vácuo de políticas habitacionais desde a extinção do BNH, os “juros extorsivos, superiores a 100% ao ano” e a intensificação das restrições de crédito bancário após 1995:

Folha - De onde vieram as dificuldades da empresa?

Pedro Paulo - Foram três motivos. Não existe, desde a extinção do BNH (Banco Nacional da Habitação), uma política habitacional no Brasil. Uma empresa tem que financiar seus próprios clientes, a não ser que ela fique com apartamentos fechados esperando o cliente acabar de pagar. O segundo motivo são os juros extorsivos, superiores a 100% ao ano. E, em terceiro lugar, deixamos de contar com o apoio de todos os bancos ao mesmo tempo. Eles começaram a exigir o pagamento e a não liberar mais nenhum tipo de empréstimo ou financiamento.

Folha - Quando começou esse boicote dos bancos?

Pedro Paulo - Começou em março ou abril de 95, quando também começaram as dificuldades do sistema financeiro. Isso não ocorreu só com a Encol, mas com centenas de empresas.

Folha - Qual é a situação da empresa hoje?

Pedro Paulo - Estamos com patrimônio líquido positivo, estimado em R\$ 400 milhões. Temos um estoque de unidades para vender de R\$ 900 milhões e seria necessário investir

---

<sup>250</sup> *Ibid.*

<sup>251</sup> EMERICK, SHIRLEY. “Encol foi mal administrada, admite dono”. Folha de São Paulo. São Paulo. 22 de agosto de 1997. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi220825.htm>. Data de acesso: 10/11/2023.

R\$ 1,025 bilhão para a conclusão dos empreendimentos iniciados. Os mutuários têm ainda R\$ 1,561 bilhão a pagar.

Folha - Há críticas de que a empresa teria se expandido em um mercado que não estava preparado.

Pedro Paulo - Não é verdade. Concordo que crescemos acima do desejável e também erramos na parte de controle. Íamos lançando os imóveis à medida que íamos vendendo. O crescimento que seria normal em uma economia normal passou a ser indesejável em uma economia que passou a praticar juros altos.

Folha - O sr. espera que o governo federal socorra a empresa?

Pedro Paulo - Não. Acho que a ajuda do governo é simplesmente organizar os bancos, privados inclusive, para financiar os clientes.

Novamente, a solução seria baseada no mercado estadunidense. As propostas ventiladas pela mídia já mostravam de que maneira seria estruturado o SFI, que seria apresentado pelo governo Fernando Henrique Cardoso ainda no ano de 1997<sup>252</sup>:

No formato tradicional dos empreendimentos imobiliários, a incorporadora -que pode ou não ser também a construtora- tem liberdade para gerir os recursos de seus vários projetos. No sistema alternativo, a incorporadora constitui e é, legalmente, a proprietária da Sociedade de Propósito Específico.

A SPE não tem sequer empregados, pois a administração é contratada à própria incorporadora. Mas esta tem margem limitada para gerenciar o caixa. "Um caixa não socorre o outro", explica Levi Zylberman, diretor comercial da Gafisa, que há um ano aderiu à fórmula da SPE e já está em seu quinto empreendimento nesse figurino. A segurança começa na partida do empreendimento, com a contratação de uma empresa de "rating" (que analisa riscos).

Essa avaliação orienta a decisão dos investidores (fundos de pensão e de investimento) que comprarão debêntures da SPE. A SPE contrata também um agente fiduciário (instituição financeira) e uma empresa de auditoria que controla os fluxos e o balanço do empreendimento.

O projeto pode contar, também, com um seguro de performance. Se a obra não anda, paga-se o sinistro. Se a construtora quebra, troca-se por outra. O lucro da incorporadora sai da SPE, porém ele é condicionado aos resultados e só há retirada com o sinal verde do agente fiduciário, diz Zylberman.

Quando a obra acaba, acaba também a SPE, pois nesse momento terminam as obrigações com o investidor (que comprou as debêntures) e com o comprador (o apartamento é entregue). Zylberman entende que esse é o caminho, inclusive como forma de captar recursos no exterior, mas aponta, como lado negativo para as empresas do setor, a margem estreita para gerir as receitas.

Com novos personagens no projeto, o custo sobe, diminuindo o lucro da incorporadora. O diretor da Gafisa entende, porém, que esse custo extra pode ser neutralizado se os agentes financiadores, sentindo que o risco é menor, cortarem os juros.

---

<sup>252</sup> CARVALHO. Op. Cit.

A similitude com o SFI é evidente. No modelo tratado, constitui-se uma SPE que emitirá debêntures, após avaliação de uma empresa de *rating*, que terá como ativos subjacentes não apenas os imóveis em construção, mas a expectativa de receitas futuras geradas pelo pagamento, pelos mutuários, das promessas de compra e venda. Haveria a necessidade de contratação de um seguro de performance (*performance bonds*), que pagaria o sinistro na hipótese de falência da construtora, permitindo-se a sua substituição por outra. Os recursos recebidos pela SPE somente poderiam ser retirados com o aceite do agente fiduciário. Ao final, a SPE seria extinta.

A principal perspectiva é de que a redução dos custos de transação, o aumento da confiança do setor bancário e a introdução de instrumentos de captação a mercado, faria com que o instrumento fosse altamente popular. Ademais, esperava-se que os investidores fossem atraídos pela possibilidade de execução de garantias com maior velocidade e da desvinculação de prejuízos de uma obra para outras, além de se reduzir o aspecto altamente especulativo sob o qual operava o mercado à época. Na margem, entendiam que tal mudança institucional seria suficiente para mover o mercado imobiliário de um estado de inércia para a produção vigorosas de unidades imobiliárias.

Como bem ilustrado no caso Encol, o sistema imobiliário havia contornado as limitações de crédito estatal a partir do autofinanciamento. Entretanto, os limites e os riscos de tal modalidade já se evidenciavam. A dificuldade de obtenção de crédito levou à movimentação do setor, principalmente com o auxílio do SINDUSCON/CBIC e da ABECIP, para encontrar uma solução.

Isso, porque “o crédito é um requisito básico para o desenvolvimento do setor imobiliário, tanto de empreendimentos imobiliários quanto dos de base imobiliária”, uma vez que a longa maturação dos investimentos impede que haja dinamismo no autofinanciamento sem que o nível de risco de liquidez se evidencie quando do aumento da escala. Nesse sentido, Royer afirma que o Sistema de Financiamento Imobiliário visava a solucionar o *credit crunch* que havia no país “e não na solução ou no equacionamento do déficit habitacional brasileiro, ainda que esse argumento seja utilizado à exaustão em muitos dos documentos sobre o SFI”<sup>253</sup>.

Diante do exposto, o SFI foi desenhado para viabilizar a formação de “um sistema financeiro que dê segurança aos agentes envolvidos no processo do crédito imobiliário,

---

<sup>253</sup> ROYER, *op. Cit.*, p. 100

especialmente aos investidores, ponto central da lógica do funcionamento do sistema”<sup>254</sup>. Isso, no intuito de contrabalancear a posição central do Estado no SFH — que não era mais vista como fonte de segurança e redução da incerteza, uma vez que o alto endividamento levou a importantes dúvidas quanto à viabilidade de qualquer apoio deste.

Em 1997, o PL 3242/97 foi encaminhado pela Presidência da República ao Congresso Nacional, tendo por objetivo a criação de um novo marco regulatório institucional para o setor. Este dispunha “*sobre o sistema de financiamento imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências*”. Foi proposto com vistas à “*desregulamentação da economia e a modernização dos instrumentos e mecanismos de financiamento à atividade produtiva*” e a criação de mecanismos que possibilitassem “*a livre operação do crédito para o setor e a mobilização dos capitais necessários à sua dinamização*”.

Em diversos momentos durante a tramitação do projeto, observou-se o alinhamento dos objetivos deste com a onda de desregulamentação que tomou o mundo político entre as décadas de 1980 a 1990, perdurando até o início dos anos 2000 nos países em desenvolvimento. O Relator da comissão especial instituída para a apreciação do projeto na Câmara dos Deputados, o deputado José Chaves ressaltou a diferente lógica que seria instituída no país com as mudanças propostas:

[...] o projeto de lei em exame procura ajustar-se à dinâmica do livre mercado, rompendo com as práticas do passado, pelas quais eram criadas amarras que impediam o desenvolvimento regular das atividades do setor imobiliário.

Efetivamente, caracterizando-se pela modernidade, o projeto dá condições para que o mercado se desenvolva e se compatibilize com a dinâmica dos mais modernos mercados internacionais de crédito imobiliário, tomando possível a captação de recursos externos em bases realistas. o novo modelo de financiamento imobiliário proposto não conta com a intervenção estatal nem com subsídios governamentais, admitindo a liberdade contratual, a exemplo de experiências de grande sucesso em outros países. De fato, trata-se de um sistema totalmente desregulado, prevendo o projeto tão somente os princípios gerais e as condições mínimas necessárias para o financiamento imobiliário em geral.

Tudo isso leva este Relator a acreditar que o SFI estará apto a alavancar, de imediato, o mercado imobiliário, o que irradiará, por toda a economia, os efeitos benéficos da geração de empregos em larga escala, em função da capacidade estimada de serem financiadas, nos próximos 10 anos, cerca de 600 mil imóveis por ano<sup>255</sup>.

---

<sup>254</sup> ROYER, *op. Cit*, p. 97

<sup>255</sup> BRASIL. Ministério do Planejamento e Orçamento; Ministério da Fazenda. “Exposição de Motivos Interministerial N° 032/MPO-MF”. Brasília, 9 de junho de 1997. P.6.

Assim, ao contrário do SFH, que contava com instituições governamentais para a geração de confiança e garantia de estabilidade do valor real de captação, o SFI seria voltado ao mercado privado. Assim, buscou-se realizar a refundação da política pública de habitação, o que seguia o consenso sobre o tema à época:

As críticas feitas por esses autores ao SFH é de que o SFH tem falhas “que contribuíram para o baixo ritmo de desenvolvimento habitacional”. Essas falhas dizem respeito especialmente à sua arquitetura financeira, tais como “(i) a taxa de juros fixa; (ii) a falta de canais de comunicação entre o SFH e os demais segmentos do mercado de capitais; (iii) a instabilidade congênita do sistema, ocasionada pelo prazo de permanência incerto dos depósitos nos fundos de financiamento do crédito habitacional e (iv) seu caráter pró-cíclico (FGV Projetos, 2007, p. 7)<sup>256</sup>.

A mudança institucional seguiu dois principais caminhos: a captação junto ao mercado de capitais, ao invés de recursos direcionados do Estado; e a livre pactuação das condições de financiamento, em oposição às taxas regulamentadas pelo SFH. Assim, para se compreender o SFI, desde a sua concepção, é vital avaliar a modalidade de financiamento que ele estipula, alterando por completo o papel do Estado em relação ao mercado imobiliário. Cabe destacar que a suposta base teórica para a construção deste novo marco institucional foi, reconhecidamente, a Nova Economia Institucional (NEI):

Não há como não reconhecer, mesmo em urbanistas pouco acostumados com o discurso econômico, a filiação à nova economia institucional (NEI) nos debates, textos e mesmo na peça legal do SFI. De fato nota-se em alguns estudos acadêmicos a reprodução do discurso da nova economia institucional, que é dominante no âmbito do mercado e do jornalismo econômico, criando uma espécie de senso comum sobre economia e finanças de que “o desenvolvimento de um mercado secundário de letras hipotecárias no Brasil é essencial para atrair capitais para a construção civil e gerar eficiência alocativa de recursos ao setor” (Carneiro; Valpassos, 2003, p. 35)<sup>257</sup>.

Entretanto, perspectivas adotadas se afastam, em parte, da NEI, privilegiando uma perspectiva de liberalismo exacerbado típico dos anos 1990. Não houve aprofundamento quanto às teorias que alegam defender. Em verdade, buscou-se muito mais a tentativa de se implementar, no Brasil, uma versão do mercado secundário de hipotecas estadunidense do que se realizar uma séria reflexão acerca da instituição da propriedade no país e formas de reduzir os custos de transação e

---

<sup>256</sup> ROYER, *op. Cit.*, p. 99

<sup>257</sup> *Ibid*, p. 103.

informação para favorecer o mercado e a segurança jurídica. Este tema será tratado no capítulo seguinte.

O SFI criou novos títulos financeiros, em especial os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e as Letras Imobiliárias Garantidas (LIG), sendo os dois primeiros os mais relevantes, considerando-se o volume de operações. Também foram integrados ao sistema os Fundos de Investimento Imobiliário (FII), que seriam essenciais no acesso aos títulos criados por investidores de varejo, reduzindo-se os riscos do sistema a partir da diversificação de títulos de base imobiliária, que é costumeiramente adotada pelos gestores nos fundos de investimento voltados a este público.

Cabe, neste momento, compreender a similitude do SFI com o sistema estadunidense. Os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) são equivalentes, em função, às MBS dos Estados Unidos. Os CRIs brasileiros, assim como as MBS americanos, são lastreados em recebíveis imobiliários, permitindo a conversão de fluxos de pagamento de créditos imobiliários em títulos negociáveis no mercado de capitais.

As Letras Imobiliárias Garantidas (LIG), ainda que menos expressivas em volume de operações comparadas aos CRIs e LCIs, apresentam similitude com as *covered bonds* do mercado europeu, oferecendo ao investidor uma dupla garantia: os ativos imobiliários subjacentes e o emissor do título. Diferentemente do modelo americano, as LIGs adicionam uma camada extra de segurança, uma vez que os ativos permanecem no balanço da instituição emissora, proporcionando maior resiliência em cenários de inadimplência.

Por fim, os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) no Brasil têm um papel semelhante ao dos REITs dos EUA. Ambos permitem a participação de investidores individuais no mercado imobiliário por meio de investimentos em portfólios diversificados, combinando rendimentos de aluguéis e a valorização de capital. No entanto, os FIIs são estruturados de maneira a refletir as especificidades fiscais e regulatórias do Brasil, proporcionando uma alternativa de investimento que alinha os interesses dos investidores varejistas com as dinâmicas do mercado imobiliário local, em especial de imóveis comerciais (em oposição à experiência estadunidense, cujos ativos subjacentes eram principalmente hipotecas de residências unifamiliares).

A semelhança entre o SFI e o sistema estadunidense levanta questões sobre a transposição de uma modelagem jurídico-institucional de estruturas financeiras entre diferentes contextos econômicos e jurídicos, especialmente considerando as diferenças fundamentais nas instituições de propriedade e nos ambientes regulatórios, derivadas das especificidades econômicas, sociais e jurídicas de cada um dos países.

Enquanto nos Estados Unidos o mercado de hipotecas é sustentado por uma longa história de desenvolvimento institucional e uma infraestrutura de mercado bem estabelecida, no Brasil, as estruturas de financiamento e garantia imobiliária ainda enfrentam desafios significativos, como a necessidade de maior transparência, eficiência regulatória e proteção aos investidores. Além disso, a questão da segurança jurídica nos títulos e transações imobiliárias permanece como um ponto de atenção, exigindo uma constante revisão das práticas e regulamentações para assegurar a confiança dos participantes do mercado e o funcionamento eficaz do Sistema de Financiamento Imobiliário.

#### **4.4. As inovações institucionais do SFI para a captação de recursos junto ao mercado de capitais**

Conforme trazido pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA)<sup>258</sup>, o SFI foi o responsável por estabelecer novas formas de financiamento, “permitindo o acesso ao mercado de capitais a construtoras, incorporadoras e instituições financeiras originadoras de crédito por meio de um modelo de operações estruturadas, nas quais os recebíveis imobiliários desses agentes servem como lastro para a emissão de certificados, os CRIs”. Cabe destacar a centralidade da ANBIMA no que se refere à financeirização do imobiliário, tendo em vista o seu papel na autorregulação do mercado em comento. Nos anos iniciais, diante da ausência de regulamentação específica acerca dos CRIs, a autorregulamentação da ANBIMA era utilizada como principal meio de se obter segurança jurídica nas transações<sup>259</sup>.

---

<sup>258</sup> ANBIMA. “Certificados de Recebíveis Imobiliários”. Redatores: Caroline Teixeira Jorge, Marcelo da Silva Cidade. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2015. P.1

<sup>259</sup> *Ibid*, p. 13: “No campo da autorregulação, os CRIs vinham sendo regidos, desde 1998, pelo Código ANBIMA de Ofertas Públicas que, entretanto, não tratava especificamente do ativo. Ao longo do tempo, com o crescimento das

A securitização de créditos imobiliários era definida, no art. 8º da Lei nº 9.514/1997, da seguinte maneira: a “securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora”. O referido artigo restou revogado pela Lei nº 14.430/2022, que passou a dispor sobre a securitização no parágrafo único do art. 18:

Parágrafo único. É considerada operação de securitização a aquisição de direitos creditórios para lastrear a emissão de Certificados de Recebíveis ou outros títulos e valores mobiliários perante investidores, cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios e dos demais bens, direitos e garantias que o lastreiam.

Especificamente quanto ao CRI, o art. 6º da legislação original o considerava como “título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro.”. A nova legislação, por outro lado, estabelece uma conceituação mais ampla, não se limitando aos ativos imobiliários, dos Certificados de Recebíveis:

Art. 20 Os Certificados de Recebíveis são títulos de crédito nominativos, emitidos de forma escritural, de emissão exclusiva de companhia securitizadora, de livre negociação, constituem promessa de pagamento em dinheiro, preservada a possibilidade de dação em pagamento, e são títulos executivos extrajudiciais.

§ 1º Quando ofertados publicamente ou admitidos à negociação em mercado regulamentado de valores mobiliários, os Certificados de Recebíveis são considerados valores mobiliários.

§ 2º Os direitos creditórios que lastrearão os Certificados de Recebíveis serão previamente identificados, atenderão aos critérios de elegibilidade previstos no termo de securitização e deverão ser adquiridos até a data de integralização dos Certificados de Recebíveis.

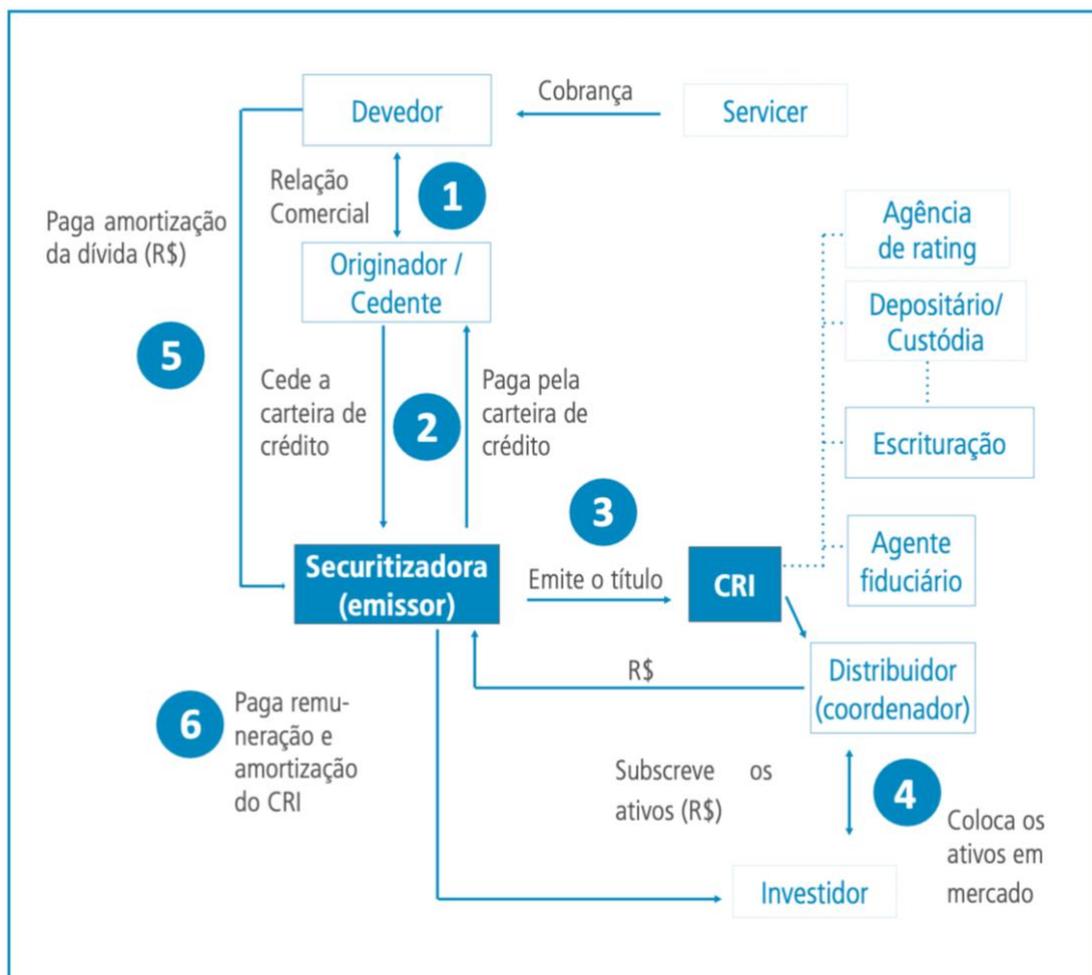
O §3º do art. 22 da Lei nº 14.430/2022 determina que o “montante dos direitos creditórios vinculados ao pagamento dos Certificados de Recebíveis deverá ser, no mínimo, suficiente para permitir a sua amortização integral”. Quanto à sua forma de distribuição, esses podem ser realizados de maneira pública ou privada. Em sendo privada, o §4º autoriza que possua garantia flutuante — ou seja, assegura privilégio geral sobre o ativo do patrimônio comum da

---

operações, foi necessária a inclusão, nesse Código, de um capítulo sobre o CRI, que passou a vigorar em fevereiro de 2014.”

companhia securitizadora. A visualização gráfica da estrutura de captação de recursos via CRIs será essencial para a melhor compreensão do texto em sequência.

### Fluxo de Estruturação do CRI



FONTE: ANBIMA, P. 17

Analisa-se, a seguir, o fluxo dos CRIs. Inicialmente, o Originador/Cedente, em geral uma empresa que atua no ramo imobiliário (construtora/incorporadora, por exemplo) realiza uma operação com o Devedor (adquirente/locatário de unidades imobiliárias, por exemplo). A existência de uma obrigação em dinheiro, normalmente de longo prazo, permite que a Originadora possa ceder a posição contratual a terceiros. Apesar de não ser obrigatória, a cessão costuma ser precedida da emissão de Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI). Cabe destacar que a CCI foi instrumento criado pela Lei nº 10.931/2004, visando a impulsionar o mercado de securitização de créditos imobiliários. A CCI tem por objetivo representar crédito imobiliário e será emitida pelo credor do

crédito imobiliário com ou sem garantia, real ou fidejussória, sob a forma escritural ou cartular. Os créditos imobiliários passíveis de serem representados em CCI são:

- a) financiamentos imobiliários realizados no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH) e do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI);
- b) promessas de compra e venda de imóveis;
- c) operações de mútuo com garantia imobiliária;
- d) direitos oriundos de contratos de locação;
- e) créditos junto ao Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), classificado com crédito imobiliário por força do § 3º do art. 1º da Lei no 10.150/2000, com exceção dos créditos renegociados pelo Tesouro Nacional;
- f) debêntures destinadas à captação de recursos para o financiamento dos imóveis nestes discriminados;
- g) Cédula de Crédito Bancário destinada à captação de recursos para financiamento dos imóveis nestes discriminados.<sup>260</sup>

Assim, pode-se caracterizar a CCI como um título de crédito nominativo e transferível, que confere ao seu titular direitos creditórios sobre determinado bem imobiliário. Esse título, conforme o Artigo 18 da Lei nº 10.931/2004, pode ser emitido com ou sem garantia, real ou fidejussória, e sob forma escritural ou cartular.

A possibilidade de emissão escritural da CCI, permitindo a sua custódia em instituição financeira e o registro em sistemas autorizados pelo Banco Central do Brasil, tem por objetivo aumentar a segurança jurídica das transações, além de facilitar a negociação no mercado secundário. O § 5º do mesmo artigo estabelece que, em casos em que o crédito imobiliário é garantido por direito real, a emissão da CCI deverá ser averbada na matrícula do imóvel perante o Registro de Imóveis, garantindo a publicidade e a segurança jurídica da operação. Essa averbação é crucial para assegurar que os direitos representados na CCI sejam reconhecidos e respeitados em eventuais transações imobiliárias ou situações jurídicas envolvendo o imóvel. Dessa maneira, o legislador buscou a redução dos custos de verificação que incidem sobre os créditos, de modo a incentivar sua circulação.

A CCI poderá representar integral ou parcialmente o crédito, mas nunca poderá “a soma das CCI fracionárias emitidas em relação a cada crédito exceder o valor total do crédito que elas representam”. Isso permite maior flexibilidade e adequação às necessidades específicas de

---

<sup>260</sup> FERNANDES, Jean Carlos; SANTOS, Caio de Barros. “A cédula de crédito imobiliário”. Revista da AJURIS, Porto Alegre, v. 44, n. 143, dez. 2017. P. 235

financiamento e investimento. Entretanto, é importante observar a proibição expressa de que a soma das CCIs fracionárias exceda o valor total do crédito representado, o que visa prevenir a sobre-exposição financeira e garantir a equivalência entre o valor do crédito e os títulos emitidos.

Vê-se, portanto, que a CCI representa uma inovação no mercado de crédito imobiliário, constituindo-se como um mecanismo que visa ampliar e diversificar as fontes de financiamento no setor imobiliário. “Uma das possibilidades atribuídas à Cédula de Crédito Imobiliário é a sua vinculação a um Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), facilitando a sua utilização na operação de securitização de créditos imobiliário”<sup>261</sup>. Feita esta breve digressão, retorna-se à análise do fluxo do CRI.

Uma vez emitidas as CCIs, o Originador os cede a uma Securitizadora. Os créditos costumeiramente serão avaliados e classificados por agências de *rating* — cuja capacidade de efetivamente exercer esse papel é posta em xeque frente aos acontecimentos da crise dos *subprimes*<sup>262</sup>—, que têm por objetivo, também, absorver parcela dos custos de verificação.

A cessão das CCIs se dá a partir da assinatura de um instrumento contratual, que deverá conter a “descrição completa dos créditos cedidos e as responsabilidades do cedente junto à securitizadora, tais como a possibilidade de coobrigação assumida pelo credor (cedente) de assumir o fluxo de pagamentos em caso de inadimplência do devedor ou deterioração do lastro”<sup>263</sup>.

Em sequência, a Securitizadora, por meio do Termo de Securitização, declara unilateralmente a vinculação dos créditos imobiliários à emissão do CRI, instaurando o regime fiduciário sobre os créditos que lastreiam o título<sup>264</sup>. O Termo contém informações essenciais, como a identificação do devedor, o valor nominal de cada crédito, a especificação do imóvel vinculado e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis competente, além de outras informações relevantes como o registro do ativo na instituição custodiante, a classificação de risco e a nota do CRI<sup>265</sup>, bem

---

<sup>261</sup> *Ibid.*, p. 244.

<sup>262</sup> BOYACK, Andrea J. “*Laudable Goals and Unintended Consequences: The Role and Control of Fannie Mae and Freddie Mac*”. *American University Law Review*, [s.l.], v. 60, n. 5, art. 6, 2011.: “Quaisquer dúvidas dos investidores quanto à segurança dos títulos garantidos por hipotecas foram atenuadas pelas agências de classificação de crédito que abençoaram esses investimentos - tanto emitidos por GSE (Government Sponsored Enterprises) quanto de marca própria - como seguros.” <http://digitalcommons.wcl.american.edu/aulr/vol60/iss5/6>. Acesso em: 18 de novembro de 2023. p. 1559.

<sup>263</sup> ANBIMA, p. 17

<sup>264</sup> *Ibidem*

<sup>265</sup> *Ibidem*

como os prestadores de serviços de controle e cobrança dos créditos<sup>266</sup>. O Termo de securitização é contrato típico e deve conter as disposições mínimas previstas no art. 22 da Lei nº 14.430/2022<sup>267</sup>.

A etapa subsequente envolve o Distribuidor (Coordenadora-líder), que introduz os CRIs no mercado de balcão, onde são adquiridos por Investidores. Os Devedores, por sua vez, continuam a cumprir com suas obrigações de amortização da dívida, agora tendo como credora a Securitizadora. Com os pagamentos recebidos, a Securitizadora amortiza a dívida e remunera os Investidores.

A partir da ilustração acima, é fácil de compreender a completa alteração do paradigma institucional em relação ao modelo de captação do SFH. Ao invés do Estado, são os investidores que adquirem os títulos securitizados que desempenham o papel de financiadores do capital, adiantando o valor dos títulos ao emissor, normalmente com deságio relevante. Em troca, eles recebem juros e instituem um regime de garantias dos Originadores — seja de natureza real, como a alienação fiduciária, seja de ordem pessoal, como a fiança e/ou aval da empresa e de seus sócios, e hipóteses de recompra obrigatória dos títulos pelos Originadores nos casos elencados —, visando a receber de volta o valor antecipado, que será liquidado no vencimento do título.

---

<sup>266</sup> Tais como: o *Servicer*, que assegura a cobrança dos devedores; o Depositário ou Custodiante, que realiza a guarda e conservação dos títulos; e a Escrituração, que documenta a emissão e o trânsito dos CRIs.

<sup>267</sup> Art. 22. Os Certificados de Recebíveis integrantes de cada emissão da companhia securitizadora serão formalizados por meio de termo de securitização, do qual constarão as seguintes informações: I - nome da companhia securitizadora emitente; II - número de ordem, local e data de emissão; III - denominação “Certificado de Recebíveis” acrescida da natureza dos direitos creditórios; IV - valor nominal; V - data de vencimento ordinário do valor nominal e de resgate dos Certificados de Recebíveis e, se for o caso, discriminação dos valores e das datas de pagamento das amortizações; VI - remuneração por taxa de juros fixa, flutuante ou variável, que poderá contar com prêmio, fixo ou variável, e admitir a capitalização no período estabelecido no termo de securitização; VII - critérios para atualização monetária, se houver; VIII - cláusula de correção por variação cambial, se houver, desde que estabelecida em conformidade com o disposto nos §§ 8º e 9º deste artigo; IX - local e método de pagamento; X - indicação do número de emissão e da eventual divisão dos Certificados de Recebíveis integrantes da mesma emissão em diferentes classes ou séries, inclusive a possibilidade de aditamentos posteriores para inclusão de novas classes e séries e requisitos de complementação de lastro, quando for o caso; XI - indicação da existência ou não de subordinação entre as classes integrantes da mesma emissão, entendida como a preferência de uma classe sobre outra para fins de amortização e resgate dos Certificados de Recebíveis; XII - descrição dos direitos creditórios que compõem o lastro da emissão dos Certificados de Recebíveis; XIII - indicação, se for o caso, da possibilidade de substituição ou de aquisição futura dos direitos creditórios vinculados aos Certificados de Recebíveis com a utilização dos recursos provenientes do pagamento dos direitos creditórios originais vinculados à emissão, com detalhamento do procedimento para a sua formalização, dos critérios de elegibilidade e do prazo para a aquisição dos novos direitos creditórios, sob pena de amortização antecipada obrigatória dos Certificados de Recebíveis, observado o disposto no inciso II do § 2º deste artigo; XIV - se houver, garantias fidejussórias ou reais de amortização dos Certificados de Recebíveis integrantes da emissão ou de classes e séries específicas, se for o caso; XV - indicação da possibilidade de dação em pagamento dos direitos creditórios aos titulares dos Certificados de Recebíveis, hipótese em que deverão ser estabelecidos os procedimentos a serem adotados; XVI - regras e procedimentos aplicáveis às assembleias gerais de titulares dos Certificados de Recebíveis; e XVII - hipóteses em que a companhia securitizadora poderá ser destituída ou substituída.

O Agente Fiduciário também é central nesse processo, representando os investidores do CRI e zelando pela proteção de seus direitos e interesses. Sua função inclui o monitoramento da atuação da Securitizadora na gestão do patrimônio separado, bem como a comunicação aos investidores sobre os eventos que afetam o fluxo de recebíveis. Acerca do patrimônio separado, cabe fazer um destaque.

O agente fiduciário sempre será uma instituição financeira ou uma companhia autorizada para instituir patrimônio separado Banco Central. Os beneficiários da segregação serão os adquirentes dos títulos que representam o crédito imobiliário. Em conformidade com o art. 10 da Lei nº 9.514, o regime fiduciário será instituído mediante declaração da companhia Securitizadora, lançada no Termo de Securitização de Créditos.

A securitização de recebíveis surge, também, como uma alternativa ao financiamento tradicional oferecido por bancos para empresas do setor não financeiro, proporcionando uma via adicional de acesso a recursos financeiros. Segundo Torres, Tonucci e Almeida<sup>268</sup>, os principais segmentos do mercado imobiliário que securitizam recebíveis são os de lajes corporativas e *shoppings centers*, haja vista que representam “tipologias arquitetônicas que pouco se alteram conforme mudam as localizações, o que possibilita, aos investidores, reconhecerem um produto desvendado com suas expectativas de risco e rentabilidade conhecidas”.

A securitização, conforme explicam Torres, Tonucci e Almeida<sup>269</sup>, proporciona uma transformação significativa nas finanças das empresas do setor imobiliário. Essa prática converte recebimentos a longo prazo, como aluguéis e contratos de financiamento, em liquidez imediata. Tal liquidez, por sua vez, habilita as empresas a iniciar novos ciclos de acumulação de capital, permitindo investimentos em terrenos, novos projetos imobiliários e aquisições de imóveis. Esse processo acelera o ciclo de rotação do capital da empresa, potencialmente aumentando as margens de lucro e, conseqüentemente, a rentabilidade do ativo ao longo do tempo.

Isso, porque a securitização permite às empresas levantar capital sem alterar a sua estrutura de capital tradicional, evitando a emissão de novas ações ou o aumento do endividamento. Isso é vantajoso por duas razões principais. Primeiro, evita a diluição do patrimônio dos atuais acionistas, o que poderia reduzir a rentabilidade no curto prazo. Segundo, mantém os indicadores

---

<sup>268</sup> TORRES, TONUCCI e ALMEIDA, *op. Cit.*, P. 50.

<sup>269</sup> *Ibid.*, P. 51

de saúde financeira da empresa sob controle, prevenindo a deterioração desses indicadores que poderia impactar negativamente a precificação da empresa no mercado.

No entanto, essa estratégia de securitização tem suas limitações. Um dos principais desafios é a determinação da taxa de desconto adequada para converter o fluxo de recebimentos futuros em valor presente. Em contextos de taxas de juros altas, como frequentemente observado em países com histórico de instabilidade econômica, isso se torna ainda mais crítico. As empresas precisam, portanto, de margens de lucro altas em seus projetos imobiliários para tornar a securitização viável. Essa restrição influencia o tipo de imóveis que podem ser securitizados, sendo que a maior parte desses ativos se relaciona ao segmento corporativo, não residencial, e, quando residenciais, geralmente são limitados a condomínios de luxo e resorts.

Para os investidores, o incentivo para a aquisição dos CRIs se origina da isenção de imposto de renda para pessoas físicas, como previsto no art. 55, V, na Instrução Normativa 1.585 de 2015, da Receita Federal do Brasil<sup>270</sup>. Essa isenção tributária representa um atrativo significativo, pois aumenta a rentabilidade líquida do investimento para essa categoria de investidores, especialmente quando comparado a outros produtos de renda fixa que estão sujeitos à tributação.

#### **4.4.1. A alienação fiduciária e o patrimônio separado**

Já de início, o SFI contava com uma inovação central que se baseava no conceito de “fidúcia”(*trust*): a instituição da alienação fiduciária em garantia. Essa era necessária, uma vez que, como visto nas entrevistas transcritas acima, o mercado temia que os seus investimentos em empreendimentos específicos — cuja relação de risco e retorno teria sido previamente avaliada e aceita — fosse ofuscada pelos riscos do Originador. Deve-se lembrar que ainda se estava diante do profundo impacto da gestão errática de recursos no caso Encol, que se demonstrou desastrosa

---

<sup>270</sup> Art. 55. São isentos do imposto sobre a renda ou tributados à alíquota 0 (zero), na fonte e na declaração de ajuste anual, quando auferidos por pessoa física: V - os rendimentos e ganhos de capital produzidos por debêntures emitidas por sociedade de propósito específico, por certificados de recebíveis imobiliários e por cotas de emissão de fundo de investimento em direitos creditórios, emitidos na forma prevista no art. 48, e por cotas de fundo de investimento em direitos creditórios a que se refere o § 13 do art. 34;

para o setor. Antes de se falar acerca da solução construída alguns anos após o início da vigência do SFI — o patrimônio separado —, cabe compreender de forma mais clara a grande importância da “fidúcia” para o sistema. Assim, como ressalta Scartezini<sup>271</sup>:

A alienação fiduciária em garantia de coisa imóvel surgiu em um contexto em que investidores buscavam uma garantia que permitisse: (i) rápida recuperação do capital emprestado, em hipótese de inadimplemento, e (ii) segurança quanto à satisfação do crédito, de modo que o credor não teria sua posição preterida em prol dos credores privilegiados

O enquadramento legal e os procedimentos da alienação fiduciária em garantia são definidos pela Lei n. 9.514/97 que, além de estabelecer os requisitos para a validade do ato, delinea os trâmites em casos de cumprimento ou descumprimento das obrigações, conforme se extrai do Capítulo II da Lei nº 9.514/97 — recentemente alterado pela Lei nº 14.711, de 2023. Com a nova redação, essa é definida no art. 22 como “o negócio jurídico pelo qual o fiduciante, com o escopo de garantia de obrigação própria ou de terceiro, contrata a transferência ao credor, ou fiduciário, da propriedade resolúvel de coisa imóvel”.

Doutrinariamente, a alienação fiduciária é entendida como um negócio jurídico acessório; típico<sup>272</sup>; solene<sup>273</sup>; oneroso<sup>274</sup>; sinalagmático<sup>275</sup>; e comutativo<sup>276</sup>. Sua acessoriedade ao negócio principal é destacada por Viegas de Lima<sup>277</sup>, uma vez que essa depende intrinsecamente

---

<sup>271</sup> SCARTEZINI, Julia. “Alienação Fiduciária”. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2023.p. 42.

<sup>272</sup> *Ibid*, p. 31: “A tipicidade da alienação fiduciária em garantia decorre da previsão legal existente, havendo regras específicas que a disciplinam. A Lei n. 9.514/97 conceitua a alienação fiduciária em garantia e indica quem poderá contratá-la, quais os requisitos necessários para validade do instrumento e como será o procedimento a ser observado em caso de adimplemento e de inadimplemento”.

<sup>273</sup> *Ibid*, p. 31: “Quanto à formalidade da alienação fiduciária em garantia, ela está presente no fato de o contrato ser constituído por ato escrito e de haver procedimento registral próprio para a constituição da propriedade fiduciária”.

<sup>274</sup> GOMES, Orlando. “Contratos”. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2022. p. 107:”Em relação à onerosidade, Gomes descreve o contrato oneroso como aquele que gera vantagens e encargos recíprocos às partes, estando a alienação fiduciária em garantia enquadrada nesse conceito devido às obrigações e benefícios mútuos”.

<sup>275</sup> *Ibid*, p. 103.: “O contrato é o negócio jurídico formado mediante concurso de vontades. O contrato é o negócio jurídico bilateral por excelência.”

<sup>276</sup> SCARTEZINI, *op. Cit.*, 30

<sup>277</sup> VIEGAS DE LIMA, Frederico Henrique. “Da alienação fiduciária em garantia de coisa imóvel”. Curitiba. Juruá. 2010. p. 41: “A alienação fiduciária, como negócio de garantia que é, se desenvolve como um direito acessório, dependente de uma obrigação principal, notadamente um contrato de mútuo, pelo qual o devedor – chamado de fiduciante – realiza, por si, ou por intermédio de terceiro, a entrega de bem imóvel, para o credor – dito fiduciário –, em propriedade resolúvel, enquanto durar a obrigação principal. A acessoriedade, inerente à propriedade fiduciária em geral, consoante prescreve o art. 648 do Código Civil [correspondente ao artigo 1.360 do atual Código Civil], sujeita o bem, por vínculo real, ao destino da obrigação principal. Isto quer dizer que a sorte da propriedade fiduciária está intimamente ligada à da obrigação principal. Ou seja, por exemplo, uma vez que haja o adimplemento da obrigação principal, extinguem-se todos os direitos reais concedidos na sua pendência.”

de uma obrigação principal, comumente um contrato onde o devedor, conhecido como fiduciante, entrega um bem imóvel ao credor, o fiduciário, sob propriedade resolúvel até a quitação da dívida principal. Esta característica acessória é reforçada pelo artigo 1.360 do atual Código Civil, o qual subordina o bem imóvel ao cumprimento da obrigação principal, conectando o destino da propriedade fiduciária à satisfação do débito subjacente.

A formalização da alienação fiduciária ocorre mediante registro do título, necessariamente escrito, no cartório de registro de imóveis, conforme se extrai do art. 23 da referida legislação. Os efeitos de sua constituição são os previstos no parágrafo primeiro do artigo retro, quais sejam o desdobramento da posse, tornando-se o fiduciante possuidor direto e o fiduciário possuidor indireto da coisa imóvel. Por propriedade resolúvel, entende-se o fenômeno “que ocorre quando a causa da aquisição do domínio encerra em si um princípio ou condição resolutiva do mesmo domínio, expressa ou tácita”<sup>278</sup>.

A tipicidade da alienação fiduciária se evidencia pela extensa regulamentação das suas cláusulas, principalmente, nos arts. 24 a 27-A. Exemplo do dirigismo contratual é a necessidade de indicação do valor da dívida, sua estimação ou seu valor máximo; o prazo e as condições de reposição do empréstimo ou do crédito do fiduciário; a taxa de juros e os encargos incidentes; a cláusula de constituição da propriedade fiduciária, com a descrição do imóvel objeto da alienação fiduciária e a indicação do título e modo de aquisição; cláusula que assegure ao fiduciante a livre utilização, por sua conta e risco, do imóvel objeto da alienação fiduciária, exceto a hipótese de inadimplência; a indicação, para efeito de venda em público leilão, do valor do imóvel e dos critérios para a respectiva revisão; a cláusula que disponha sobre os procedimentos de que tratam os arts. 26-A, 27 e 27-A da legislação de regência.

A comutatividade também é presente na alienação fiduciária, evidenciada pela correspondência e previsibilidade das obrigações e vantagens a serem recebidas. Ainda, a natureza bilateral do contrato, no âmbito dos efeitos, implica compromissos tanto para o fiduciante quanto para o fiduciário, sendo que o cumprimento da condição estabelecida pelo primeiro conduz à restituição da propriedade pelo último. Ademais, o contrato de alienação fiduciária em garantia impõe limitações ao credor fiduciário quanto ao exercício dos poderes de propriedade e à

---

<sup>278</sup> PEREIRA, Lafayette Rodrigues. “Direito das coisas”. Rio de Janeiro: Rio, 1977. vol. I. p. 113.

observância de determinados prazos legais, como o prazo para a intimação do devedor no intuito de que quite o débito antes da realização do leilão<sup>279</sup>.

Abrem-se parênteses para que se aprofunde na divergência doutrinária em relação à natureza da alienação fiduciária em garantia, que, como trazido por Scartezini<sup>280</sup>, reflete uma análise fundamental sobre a essência e o efeito dos negócios jurídicos no direito civil e comercial. No cerne desta divergência está a questão de saber se a alienação fiduciária constitui um ou dois negócios jurídicos distintos.

A teoria dualista, apoiada por autores como Francesco Ferrara<sup>281</sup>, argumenta que existem dois contratos independentes e de natureza oposta: um contrato real positivo, que transfere a propriedade de maneira irrevogável, e um contrato obrigatório negativo, que estipula o dever do fiduciário de restituir a propriedade após a satisfação do objetivo para o qual foi transferida. Esta perspectiva ressalta a complexidade inerente ao negócio fiduciário, que envolve a transferência completa do domínio para fins limitados de garantia, sob a condição de uma futura restituição.

Em contrapartida, a teoria monista ou unitária defende que a alienação fiduciária é um negócio único, cuja causa (*causa fiduciae*) desencadeia simultaneamente efeitos reais, oponíveis a terceiros (*erga omnes*), e efeitos obrigacionais internos entre as partes contratantes, como descrito por Melhim Chalhub<sup>282</sup>. Essa abordagem sublinha a natureza singular do negócio fiduciário, enfatizando sua função contingencial de condicionar a eficácia real do contrato ao cumprimento da obrigação subjacente.

Como ressaltado por Scartezini<sup>283</sup>, a escolha entre as teorias dualista e monista não é meramente acadêmica, mas tem implicações práticas significativas, influenciando a interpretação dos direitos e obrigações das partes, o tratamento de riscos e o procedimento em caso de inadimplemento.

Evidencia-se a intenção do legislador em realizar a ampliação do escopo de ativos que podem ter o fluxo de recebíveis securitizados. A criação do Marco Legal das Companhias

---

<sup>279</sup> SCARTEZINI, *op.Cit.* p. 33.

<sup>280</sup> CHALHUB, Melhim Namen. “Alienação fiduciária: negócio fiduciário”. 7. ed. São Paulo: Forense, 2021, pp. 79-83.

<sup>281</sup> FERRARA, Francesco. “A simulação dos negócios jurídicos”. São Paulo: Saraiva, 1939, pp. 77-78.

<sup>282</sup> *Ibid.*

<sup>283</sup> SCARTEZINI, *op.Cit.* p. 38.

Securitizadoras foi assim justificada na exposição de motivos da medida provisória nº 1.103, de 15 de março de 2022<sup>284</sup>.

Esse marco irá disciplinar diversos aspectos relacionados às securitizadoras e ao mercado de certificados de recebíveis (CR), sobretudo: (i) definição de companhias securitizadoras e operações de securitização; (ii) competências da CVM para expedir regras sobre CR e outros valores mobiliários correlatos; (iii) caráter escritural e de livre negociação dos créditos de recebíveis; (iv) normas de direito cambial aplicadas aos CR; (v) possibilidade de emissões de series e revolvência; (vi) captação de recursos no exterior; (vii) regime fiduciário e patrimonial; (viii) situações de falência ou insolvência, bem como disciplina de forma unificada aspectos relativos aos certificados de recebíveis do agronegócio (CRA) e imobiliários (CRI).

Veja, ademais, que o referido marco legal se vincula à corrente que vê a securitização como uma panaceia, de modo que elenca diversos benefícios aos agentes econômicos vinculados à operação de securitização, tais como a (i) diversificação das fontes de financiamento; (ii) redução do custo de captação em comparação ao que poderia ser obtido no mercado bancário tradicional; (iii) menor necessidade de comprometimento de ativos em garantias; (iv) redução do endividamento (alavancagem) da empresa originadora; e (v) a transferência dos riscos relacionados aos recebíveis para investidores<sup>285</sup>.

A ausência de reflexão detida acerca dos riscos em nível macro criados pela nova legislação está em linha com o perfil excessivamente liberal do Ministério da Economia neste período, o que, como será tratado no capítulo seguinte, aumenta de forma substancial os riscos sistêmicos decorrentes justamente dos supostos benefícios elencados nos itens (iv) e (v), quais sejam: a alavancagem das empresas originadoras (e, por consequência, das instituições financeiras que lhes concedem o crédito) e a transferência dos riscos para os investidores, o que demonstra o incentivo à postura de “originar para distribuir”. Torna-se ainda mais evidente tal orientação quando da leitura da parte final da exposição de motivos:

Em síntese, a relevância e urgência das propostas dos modelos de securitização da medida são amplos para cobrir as necessidades de recuperação econômica e para as atuais circunstâncias de riscos complexos e significativos. Em primeiro lugar, os modelos de securitização permitirão que os diversos agentes econômicos, inclusive instituições financeiras, transfiram os riscos de suas atividades e liberem recursos para novos financiamentos. Ademais, permitem que os agentes econômicos tenham maior proteção a oscilações de mercado, estabilizando potencialmente o fluxo de crédito.

---

<sup>284</sup> *Ibid*, p. 38.

<sup>285</sup> BRASIL. Ministério da Economia. “Exposição de Motivos nº 00023/2022 ME”. Brasília, 4 de fevereiro de 2022. Medida Provisória nº 1.103, de 15 de março de 2022.

Por sua vez, os instrumentos criados servirão como importantes ferramentas de gestão de risco que são hoje inexistentes, permitindo às empresas alcançarem um conjunto mais diversificado de atividades econômicas. Isso tenderá a reduzir o custo de assunção de riscos e, por sua vez, este benefício deve ser repassado às famílias na forma de uma maior gama de serviços e produtos e condições mais favoráveis de crédito.

O impacto sistêmico é tratado ao trazer a relevância da medida provisória proposta, afirmando-se que o aperfeiçoamento da regulamentação das operações de securitização “possibilitará um avanço na consolidação do mercado de crédito de recebíveis, com efeitos diretos e indiretos em diversos setores da economia.” Além disso, quando da justificativa da urgência da medida provisória reforça que a alteração trará possibilidade “imediate de ampliar o crédito a um custo menor, tendo em vista os benefícios citados anteriormente, aliados à maior segurança jurídica dos contratos de recebíveis e de securitização para todos os setores e agentes econômicos”.

Outra alteração recente que traz preocupação ao ambiente institucional e jurídico é a grande alteração do regime da alienação fiduciária em garantia trazida pela Lei nº 14.711, de 30 de outubro de 2023, tendo reflexos diretos nos direitos de propriedade. A lei se propõe a aprimorar “as regras relativas ao tratamento do crédito e das garantias e às medidas extrajudiciais para recuperação de crédito”.

Diante das potenciais dificuldades decorrentes desta nova disposição, é essencial analisar o impacto que tais mudanças podem ter no panorama jurídico e econômico. O §3º do art. 2º da Lei nº 14.711/2023 modifica a Lei nº 9.514/97 para prever que a alienação fiduciária da propriedade superveniente, adquirida pelo fiduciante, é suscetível de registro no registro de imóveis desde a data de sua celebração, tornando-se eficaz a partir do cancelamento da propriedade fiduciária anteriormente constituída.

Em particular, o §4º do Art. 22 da Lei nº 14.711/2023 introduz a possibilidade de alienações fiduciárias sucessivas da propriedade superveniente. Isso significa que, em casos em que há múltiplas garantias sobre um mesmo imóvel, a garantia mais antiga terá prioridade na excussão da garantia. Contudo, em caso de venda do imóvel pelo credor fiduciário anterior, os direitos dos credores fiduciários posteriores são sub-rogados no preço obtido, cancelando-se os registros das respectivas alienações fiduciárias.

O §5º introduz a sub-rogação do credor fiduciário que paga a dívida do devedor fiduciante comum, assumindo o crédito e a propriedade fiduciária em garantia. O §6º e §7º tratam do inadimplemento das obrigações garantidas pela propriedade fiduciária, facultando ao credor a declaração de vencimento das demais obrigações garantidas pelo mesmo imóvel. Por fim, o §8º e §9º estabelecem requisitos formais para o instrumento constitutivo da alienação fiduciária e procedimentos para a intimação em caso de exercício da faculdade de vencimento antecipado das obrigações pelo credor.

As preocupações substanciais em relação à estabilidade do sistema financeiro são resultado dos possíveis efeitos colaterais indesejados, que podem acarretar o aumento no risco sistêmico associado ao excesso de alavancagem.

A teoria de Minsky fornece um arcabouço para compreender como bolhas imobiliárias e discrepâncias nas avaliações de ativos podem levar a um desequilíbrio entre ativos e passivos, culminando em crises financeiras. As preocupações de Minsky ressaltam os riscos inerentes ao crescimento excessivo do crédito e à especulação imobiliária, especialmente quando potencializadas por garantias sobrevalorizadas.

A Lei nº 14.711/2023, ao permitir a alienação fiduciária de propriedade superveniente, pode contribuir para um ambiente onde a valorização artificial dos imóveis é incentivada. Esta situação pode gerar um descasamento entre o valor real dos ativos e as obrigações assumidas, uma condição propícia para a manifestação de crises financeiras, nos termos alertados por Minsky.

O impacto sistêmico das alterações é reconhecido quando a medida provisória associada destaca o avanço na consolidação do mercado de crédito de recebíveis. A lei é vista, por seus defensores, como um vetor de impulso para diversos setores da economia, com efeitos diretos e indiretos na promoção de crédito a custos inferiores, dado o aumento da segurança jurídica para contratos de recebíveis e operações de securitização.

Essa visão otimista, no entanto, deve ser ponderada à luz das advertências de Minsky, particularmente no que diz respeito à possibilidade de ciclos de expansão creditícia e de contração, que podem ser exacerbados por regulamentações que facilitam a extensão de garantias. No entanto, é fundamental que tais benefícios sejam avaliados frente ao risco de comprometer o equilíbrio sistêmico e a sustentabilidade a longo prazo do mercado imobiliário e financeiro. Isso, uma vez

que a alavancagem excessiva, especialmente no setor imobiliário, tem o potencial de desencadear períodos de instabilidade econômica e correções de mercado abruptas e duradouras.

#### **4.4.2. MECANISMOS DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS PARA ALÉM DOS CRI**

Cabe reforçar que o principal objetivo do SFI era a estruturação de um sistema de integração entre “a esfera financeira e o ambiente construído urbano que não era possível dentro do SFH”<sup>286</sup>. Em razão disso, Torres, Tonnuci e Almeida<sup>287</sup> destacam a necessidade de elaboração de uma nova engenharia financeira, acompanhada de um marco legal jurídico e regulatório, que tivesse como finalidade se opor aos “velhos instrumentos” do SFH, como o SBPE e o FGTS. Isso, porque tais recursos têm destinação e condições regulamentadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e pelo Conselho Curador do FGTS, respectivamente, tais como “teto de valor financiado, limite de taxas e indexação atrelada à Taxa Referencial (TR)”.

Para se compreender a mudança na captação desses recursos, passa-se a discutir brevemente de que maneira os “velhos instrumentos” evoluíram normativamente. A Resolução nº 3.347/2006 e suas emendas subsequentes delinearão o quadro regulatório inicial para o direcionamento de recursos do SFH, proporcionando uma estrutura normativa para a aplicação de fundos em uma variedade de empreendimentos habitacionais e urbanísticos. Esta regulamentação, embora funcional à época, não antecipou as complexidades emergentes do crescente entrelaçamento entre os mercados financeiro e imobiliário.

Essa estipulou a aplicação recursos captados em depósitos de poupança pelas entidades integrantes do SBPE da seguinte maneira: (i) 65%, no mínimo, em operações de financiamento imobiliário, sendo 80% deste (ou 52% do total) em operações de financiamento habitacional no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH). O restante, 48% do total, poderia ser aplicado em operações de financiamento imobiliário contratadas a taxas de mercado; (ii) 20% (vinte por cento) em encaixe obrigatório no Banco Central do Brasil; e (iii) o remanescente (no máximo, 15%

---

<sup>286</sup> TORRES, TONUCCI e ALMEIDA. “Financeirização do imobiliário no Brasil: uma análise dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (2005-2020)”. Cad. Metrop., São paulo, v.24, n.53, pp. 35-62, jan/abr 2022., P. 40

<sup>287</sup> *Ibid.*, P. 40

do total), em disponibilidades financeiras e em outras operações admitidas nos termos da legislação e da regulamentação em vigor.

A Resolução nº 3.410/2006, por outro lado, definiu os limites dos empréstimos tratados no item (i) acima, dispondo que: o valor unitário dos financiamentos, compreendendo principal e despesas acessórias, não superior a R\$245.000,00; limite máximo do valor de avaliação do imóvel financiado de R\$350.000,00; custo efetivo máximo para o mutuário final, compreendendo juros, comissões e outros encargos financeiros — exceto os referidos no § 1º — de 12% a.a. (doze por cento ao ano); e previsão contratual de que eventual saldo devedor, ao final do prazo ajustado, será de responsabilidade do mutuário, podendo o prazo do financiamento ser prorrogado por período de até 50% daquele inicialmente pactuado.

Tais percentuais seriam, globalmente, mantidos na resolução 3.932/2010, com algumas distinções. A primeira é referente ao valor unitário dos financiamentos cujo limite máximo passou a ser R\$ 450.000,00, enquanto o valor de avaliação máximo do imóvel foi alçado a R\$ 500.000,00. Já a Resolução nº 4.676/2018 trouxe mudanças no primeiro para R\$1.500.000,00 (um milhão e quinhentos mil reais), tendo sido revogado pela Resolução nº 4.739 de 19/08/2019 a disposição acerca do valor unitário máximo dos financiamentos.

A Resolução nº 3.932, por sua vez, introduziu modificações significativas, ampliando a gama de operações elegíveis e proporcionando maior flexibilidade no cumprimento das exigibilidades para instituições financeiras. Contudo, a partir de uma perspectiva crítica informada pelas preocupações de Hyman Minsky, essas mudanças podem ser vistas como um avanço na financeirização do setor imobiliário, o que pode levar a uma maior volatilidade e a ciclos de boom e busto mais pronunciados, característicos da hipótese da instabilidade financeira de Minsky.

A introdução de instrumentos como os CRIs na Resolução nº 3.932 alavancou o processo de financeirização, o que garantiu maior disponibilidade de crédito mas também pode ter contribuído para a acumulação de riscos sistêmicos no mercado financeiro, uma vez que a securitização de créditos imobiliários traz consigo uma camada adicional de alavancagem e exposição a flutuações do mercado. O foco em produtos financeiros complexos, como os CRIs, e a permissão para que continuem a ser contabilizados no cumprimento das obrigações regulatórias mesmo após a cessão, refletem a lógica de uma economia cada vez mais financeirizada que pode comprometer a estabilidade do sistema financeiro como um todo.

Em meio à busca por dinamizar a construção civil e catalisar a economia, a Resolução nº 4.676, promulgada pelo Conselho Monetário Nacional, com vigência a partir de 2019, promoveu uma reconfiguração normativa que transcende as prescrições tradicionais do SFH e do SFI. Este normativo, em sua essência, oferece um novo esquema regulatório para a mobilização dos ativos financeiros por parte das instituições vinculadas ao SBPE, estabelecendo uma metodologia distinta para a alocação de recursos advindos da poupança.

Contudo, tais inovações devem ser percebidas com cautela, pois inserem o mercado imobiliário em uma trama mais complexa de relações financeiras, suscetíveis à volatilidade e às distorções associadas à financeirização. As implicações de tais alterações normativas são múltiplas.

A Resolução nº 4.676 avança ainda mais na direção da financeirização, instituindo medidas que encorajam a aplicação de recursos em operações financeiras, possivelmente à custa de investimentos diretos em habitação social e desenvolvimento urbano. As normas de exigibilidade de aplicação e os fatores multiplicadores para determinados financiamentos podem estimular um ambiente propenso à especulação financeira e à formação de bolhas imobiliárias. À medida que as instituições financeiras são incentivadas a buscar retornos mais elevados, pode haver um descolamento entre os preços dos ativos e passivos, descompassado dos fundamentos econômicos dos ativos subjacentes, um fenômeno que Minsky identificou como precursor de crises financeiras.

Dentre as alterações, identificam-se: (i) A liberalização dos recursos de poupança para financiamento imobiliário além do SFH, preconizada pela Resolução nº 4.676, embora amplie a liquidez e a flexibilidade operacional das instituições financeiras, pode, pelas teorias de Minsky, conduzir a um cenário de euforia especulativa, onde o crédito extensivo alimenta uma espiral ascendente de preços dos imóveis, exacerbando os riscos de uma eventual crise financeira; (ii) O incentivo à concessão de crédito para habitação com renda mais baixa, por meio do fator de multiplicação de 1,2, embora louvável em suas intenções de inclusão social, pode intensificar o endividamento de famílias de baixa renda, ampliando a vulnerabilidade a choques econômicos e a inadimplência, o que poderia desestabilizar o sistema financeiro como um todo. (iii) A elevação do limite para o valor de avaliação de imóveis visa facilitar o acesso ao FGTS para compradores de imóveis mais caros, alavancando assim a demanda no segmento de médio e alto padrão. Esta

medida, contudo, pode distorcer a distribuição de recursos para grupos de maior renda, enquanto as necessidades habitacionais das camadas mais pobres permanecem desatendidas, acentuando desigualdades socioeconômicas.; (iv) A flexibilização na indexação dos contratos de financiamento, que permite a utilização de índices de preços alternativos à TR, alinha-se aos mecanismos de securitização e pode estimular o mercado de CRIs.

Ainda na perspectiva de Minsky, causa preocupação a previsão do inciso VII, do art. 17 da resolução retro quando prevê que “o valor dos imóveis recebidos em liquidação de financiamentos imobiliários residenciais, enquanto não alienados” poderão ser utilizados para atendimento da exigibilidade de aplicação dos recursos, de maneira que eventual hipótese de se evitar a concessão de crédito imobiliário direcionado em períodos de redução da capacidade de pagamento dos devedores. A retomada de um grande número de imóveis por execução extrajudicial da alienação fiduciária, por exemplo, poderá fazer com que os bancos atendam aos critérios de exigibilidade mesmo que não realizem os empréstimos necessários, atingindo em maior grau as camadas mais baixas da população do que as camadas com maior disponibilidade financeira — e isso nas linhas de crédito cujo direcionamento dos recursos deveria ser obrigatória e contribuiria para um movimento contracíclico de deflação do preço dos imóveis.

Cabe destacar, diante dos altos valores de dívida do FCVS, alcançando mais de noventa e dois bilhões de reais em 2023, podendo chegar a duzentos e cinquenta bilhões em 2027<sup>288</sup>, que podem ser considerados no cômputo do percentual para aplicação no SFH, nos termos dos incisos X e XI do art. 17 (que inclui também as dívidas novadas com a União), acarretam em profunda descapitalização dos recursos direcionados às populações de renda mais baixa e das verbas que são destinadas à construção habitacional.

Diante do exposto, é possível afirmar que a aplicação da Resolução nº 4.676 demanda uma vigilância constante para assegurar que a inovação financeira não ultrapasse os fundamentos econômicos sólidos e que o crescimento seja inclusivo e sustentável.

Após a compreensão do avanço normativo em direção à financeirização do mercado imobiliário pela CMN, que atingem também os recursos captados pelo SBPE, pode-se compreender

---

<sup>288</sup> PIMENTA, Guilherme. "Governo vai propor acordo ao TCU para evitar 'bomba' do FCVS". Valor, Brasília, 15 ago. 2023. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2023/08/15/governo-vai-propor-acordo-ao-tcu-para-evitar-bomba-do-fcvs.ghml>>.

de que maneira o SFI pode acabar por ser fundamentação para a canalização de recursos que deveriam ser utilizados para a cobertura do *déficit* habitacional a taxas de juros compatíveis com programas que visam à maior democratização do acesso dos indivíduos a imóveis, contribuindo para um crescimento compatível do mercado com a função social que lhe é inerente.

Como se verá adiante, a aplicação dos recursos, quando não direcionada, tende a ser muito mais voltada aos mercados em que a margem de lucro é maior e os devedores possuem maior *rating*, como empreendimentos comerciais — e, quando residenciais, voltados apenas à classe média-alta e alta —, reduzindo-se a oferta de habitações sociais e voltadas para a renda baixa e média. Conforme se destacará nos subtópicos subsequentes, a criação de novos instrumentos financeiros teve por objetivo justamente a possibilidade de utilização dos recursos captados a taxas de mercado, levando a um impulsionamento da oferta de ativos de luxo, em especial de uso comercial. Assim, importa a reflexão, de pronto, acerca da real motivação do SFH com relação ao disposto na sua exposição de motivos, em que enfatizava o “compromisso com o atendimento da demanda por moradias, bem como com a geração de empregos e o crescimento econômico em bases autossustentáveis”<sup>289</sup>.

#### 4.4.2.1. LCIE LIG

A Letra de Crédito Imobiliário (LCI) foi criada pela Lei nº 10.931 de 10 de agosto de 2004 e teve por objetivo a captação de recursos alternativos à poupança para financiamento de empreendimentos imobiliários sem direcionamento prévio dos recursos, conforme analisado acima.

No curso da crise imobiliária que começou em 2014, houve importante restrição no crédito do País, o que refletiu na disponibilidade e nas taxas de juros associadas ao crédito imobiliário. A preocupação principal do governo era impedir que essa se aprofundasse, contagiando os demais setores<sup>290</sup>. Além disso, buscou-se acomodar um aparente excesso de demanda por LCIs

---

<sup>289</sup> BRASIL. Ministério do Planejamento e Orçamento; Ministério da Fazenda. “Exposição de Motivos Interministerial N° 032/MPO-MF”. Brasília, 9 de junho de 1997.

<sup>290</sup>BRASIL. Ministério da Fazenda; Ministério da Justiça; Ministério do Trabalho e Emprego; Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior; Banco Central do Brasil. “Exposição de Motivos Interministerial n°

nos investidores nacionais em relação ao volume de papéis ofertado no âmbito imobiliário. Porém, o incentivo à colocação em circulação de mais LCIs pode trazer consequências negativas para a estabilidade do mercado, o que ocorre diante dos incentivos de “originar para distribuir.

Conforme o art. 12 da legislação acima, estipula-se que a LCI somente poderá ser emitida por “bancos comerciais, os bancos múltiplos com carteira de crédito imobiliário, a Caixa Econômica Federal, as sociedades de crédito imobiliário, as associações de poupança e empréstimo, as companhias hipotecárias e demais espécies de instituições que, para as operações a que se refere este artigo, venham a ser expressamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil”.

As LCI são lastreadas por créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de coisa imóvel, conferindo aos seus tomadores direito de crédito pelo valor nominal, juros e, se for o caso, atualização monetária nelas estipulados. Dentre outras características que merecem destaque, citam-se: (i) são emitidas sob forma nominativa e podem ser transferíveis mediante endosso em preto (hipótese em que o endossante responde pela veracidade do título, mas não é admitido direito regresso contra esse); (ii) Podem ser emitidas de forma escritural, registradas ou depositadas em entidade autorizada pelo Banco Central a exercer a atividade de registro ou de depósito centralizado de ativos financeiros; (iii) Não é permitido o pagamento da atualização monetária acumulada desde a emissão em casos de resgate antecipado da LCI; e (iv) Podem contar com garantia adicional de instituição financeira.

Como incentivo ao mercado para realizar a aquisição das LCIs, estipulou-se a isenção de imposto sobre a renda quando auferidos por pessoa física, em termos com o disposto no art. 55, II, da Instrução Normativa RFB no 1.585, de 31 de agosto de 2015.

Diante dos obstáculos que emergiram com a crise imobiliária de 2014 — assim como o aprendizado decorrente da, ainda recente, crise de 2008 —, evidenciaram-se as limitações da LCI e as possíveis consequências de uma ampliação de oferta do instrumento financeiro, que possuía

---

00144/2014”. [S.l.], 2014. p.12: “A atual crise financeira mundial vem restringindo o crédito no País, fazendo com que haja redução de sua oferta em termos reais, além de aumento das taxas de juros cobradas em praticamente todas as linhas. Dessa forma, vê-se a urgência da medida uma vez que a LIG, dada a mitigação de risco de crédito, como consequência de seu desenho, poderá reverter a atual tendência do mercado de crédito, em termos de volume e de taxas de juros. Além disso, evita-se o aprofundamento do contágio da crise no crédito imobiliário, peça chave para o desenvolvimento social e para o crescimento econômico do País”.

ampla demanda entre os investidores. É nesse contexto que se dá o surgimento da Letra Imobiliária Garantida (LIG).

A Letra Imobiliária Garantida (LIG), por sua vez, foi criada pela Lei nº 13.097, de 19 de janeiro de 2015, sendo definida, no art. 63, como um “título de crédito nominativo, transferível e de livre negociação, garantido por Carteira de Ativos submetida ao regime fiduciário”. A grande diferença com relação aos demais títulos é de que a “instituição emissora responde pelo adimplemento de todas as obrigações decorrentes da LIG, independentemente da suficiência da Carteira de Ativos”.

A LIG, conforme a legislação de regência, constituiu-se em um “instrumento de captação de longo prazo pelas instituições financeiras e como fonte alternativa de recursos para a expansão do crédito imobiliário”. A inspiração nos *covered bonds* é evidenciada na referida exposição de motivos: “constituindo-se em um instrumento de dívida para o emissor, garantido por uma carteira de créditos imobiliários que servem de lastro de garantia para estas emissões”. Assim, conforme tratado anteriormente, a LIG continua sendo contabilizada como dívida do credor, razão pela qual é considerado como um “instrumento financeiro de captação de longo prazo”. Além disso, emissor da LIG é também obrigado a manter em seu balanço os ativos que lastreiam a emissão, em valor nominal, no mínimo, cinco por cento superior ao valor dessa, durante toda a maturidade do título da dívida garantido pelos ativos em regime fiduciário. Obriga-se, também, o emissor a recompor ou repor os ativos na hipótese de esses se mostrarem inadequados ou insuficientes, bem como no caso de serem liquidados antecipadamente.

Os ativos que servem de garantia para a emissão da LIG devem ser suficientes para pagar os investidores durante o período de sua maturidade e, em caso de intervenção, liquidação extrajudicial ou falência do emissor, devem ser destinados, com exclusividade, ao pagamento de todas as obrigações decorrentes da LIG. Na eventual insuficiência desses ativos, o crédito remanescente poderá ser inscrito na massa concursal em igualdade de condições com os credores quirografários. Isto significa que o titular da LIG tem dupla garantia: o patrimônio geral da instituição de crédito emissora e o fluxo de caixa proveniente do patrimônio afetado na Carteira de Ativos. Importante salientar que caso haja recursos excedentes após a liquidação integral dos direitos dos investidores da LIG, inclusive encargos, custos e despesas relacionados ao exercício desses direitos, esses serão integrados à massa concursal.<sup>291</sup>

---

<sup>291</sup> *Ibid*, p.11

A LIG foi criada como “incentivo para boas práticas na originação do crédito imobiliário, uma vez que os créditos dessa natureza permanecem no balanço do emissor com obrigação de substituição ou reposição, diferentemente do modelo baseado no conceito de originar para distribuir. Salutar, portanto, a adaptação da legislação para desincentivar práticas escusas que foram causas do colapso financeiro estadunidense, uma vez que garantem que a LIG seja utilizada de forma cautelosa, haja vista a continuidade da responsabilidade associada à sua emissão. A distinção com a lógica do CRI é, também, tratada de forma explícita:

A dupla garantia destaca-se como importante diferencial da LIG frente aos demais instrumentos de captação existentes para o setor imobiliário, como, por exemplo, os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), cujos investidores têm como fonte de pagamento apenas o fluxo de caixa dos ativos securitizados. A LIG prevê, com o objetivo de criar regime especial apto a proteger o credor em caso de inadimplemento da obrigação ou insolvência do emissor, a afetação da Carteira de Ativos que a garante, permitindo que esses ativos sejam usados para pagar os detentores dos títulos antes dos demais credores da instituição.<sup>292</sup>

Como incentivo ao mercado para realizar a aquisição da LIG, foi dado benefício tributário similar às LCIs, sendo isento de imposto sobre a renda quando auferidos por pessoa física, em termos com o disposto no art. 55, VI, da Instrução Normativa RFB no 1.585, de 31 de agosto de 2015.

#### **4.4.2.2. OS FUNDOS DE INVESTIMENTO**

Quiroga e Diniz<sup>293</sup> descrevem os fundos como “representantes de uma fundamental característica dos mercados financeiros modernos, qual seja, a junção e consolidação de patrimônios pertencentes a investidores distintos em um único canal de investimento.”. Esses foram introduzidos com a finalidade de fomentar a atividade imobiliária, posicionando-os como uma importante forma de financiamento, menos custosa do que a captação direta de recursos junto ao mercado.

---

<sup>292</sup> *Ibid.*, p 12.

<sup>293</sup> MOSQUERA, Roberto Quiroga; DINIZ, Rodrigo de Madureira Pará. “Fundos de Investimento Imobiliário: Aspectos Fiscais e Questões Controversas”. Revista Direito Tributário Atual, n. 30, 2013. P.335

No aspecto jurídico, os fundos de investimentos são considerados condomínios fechados. A doutrina aponta os dá a categoria de veículos de “investimentos coletivos (como todos os fundos de investimento), responsáveis pela captação de recursos (por meio da emissão de quotas) para investimentos em empreendimentos imobiliários, de construção futura ou já concluídos”<sup>294</sup>.

Os fundos de investimento são divididos em duas principais categorias: fundos fechados (em que o resgate das quotas não é possível até a extinção do fundo, somente podendo se desfazer dos ativos por meio da circulação no mercado secundário) e fundos abertos (quando é possível resgatar a quota a qualquer momento, limitando-se aos prazos e condições disciplinadas no regulamento do fundo). Cabe ressaltar que, no caso dos fundos fechados, permite-se “a amortização de cotas, o que possibilita a distribuição de recursos aos cotistas, periodicamente, de forma similar ao resgate”<sup>295</sup>. Outra categoria relevante é a de fundos exclusivos, quando a sua carteira de investimentos é destinada a investidores qualificados (ou seja, aqueles que possuam ao menos um milhão de reais em aplicações financeiras) e são estruturadas para receber aplicações de apenas um quotista.

A estrutura jurídica do mercado de fundos de investimento, porém, levanta diversas questões acerca da justiça tributária e da criação de incentivos para a concentração de renda. A título exemplificativo, trazem-se dados de recente levantamento realizado pelo governo federal<sup>296</sup>:

Para ilustrar, os dados de 30 de junho de 2023 da CVM indicam que os fundos multimercado e de renda fixa constituídos na forma de condomínios fechados, com até 20 (vinte) cotistas, têm um patrimônio total de R\$ 530,7 bilhões, distribuído entre 16.194 cotistas pessoas físicas, o que equivale a um patrimônio médio, apenas nesses fundos, de quase R\$ 32,8 milhões por cotista.

Para a constituição de um fundo desta natureza, é necessário um montante mínimo de dez milhões de reais. O próprio custo de manutenção da estrutura, estimado em cento e cinquenta mil reais ao ano, permite compreender a complexidade deste veículo de investimento, o que limita o seu acesso aos grandes detentores de capital, sejam empresas ou pessoas físicas. Em levantamento citado em matéria do G1, indica-se um total de “1.650 fundos exclusivos com um único cotista,

---

<sup>294</sup> *Ibid.*, P.337

<sup>295</sup> BRASIL. Ministério da Fazenda. “Exposição de Motivos nº 00104/2023 MF”. Brasília, 24 de agosto de 2023. P.1

<sup>296</sup> *Ibid.*, P.3

com patrimônio de mais de R\$ 250 bilhões”. As expressivas cifras colocam a indústria brasileira de fundos de investimento dentre as maiores do mundo, com um patrimônio total de quase R\$ 8 trilhões sob gestão<sup>297</sup>.

Vê-se, portanto, a grande influência que os proprietários das quotas de fundos desta natureza, assim como dos gestores dos ativos, possuem no mercado imobiliário e financeiro. Os fundos de investimento são extremamente atrativos para os investidores, uma vez que “a regra de não tributação das carteiras dos fundos de investimento fundamenta-se (i) na mencionada opção do legislador tributário de evitar o referido efeito adverso da imposição do Imposto de Renda sobre as carteiras dos fundos de investimento e sobre os respectivos quotistas e (ii) no fato de os fundos de investimento não possuírem personalidade jurídica e, como tal, não serem efetivamente contribuintes do Imposto de Renda.”<sup>298</sup>. Assim, boa parte dos ativos não é tributada, somente o sendo no momento da “inversão” (ou seja, quando da distribuição dos resultados aos quotistas).

A tributação dos rendimentos auferidos por cotistas em fundos de investimento apresenta um quadro normativo complexo e não incide diretamente sobre as operações da carteira do fundo. Em vez disso, incide sobre os ganhos auferidos pelo cotista decorrentes de suas cotas no respectivo fundo. A legislação prevê a aplicação de alíquotas tributárias variadas, que diferem em função da natureza do fundo e da classificação do investidor. No caso de uma pessoa física que aplica em um fundo de renda fixa, as alíquotas oscilam entre 22,5% e 15%, dependendo do período de aplicação dos recursos no fundo. Por outro lado, investidores em fundos de ações normalmente estão sujeitos a uma alíquota fixa de 15% sobre os ganhos no momento do resgate das cotas<sup>299</sup>. Ademais, a legislação tributária permite que sejam compensadas as perdas ocorridas entre diferentes fundos de investimento sob a gestão do mesmo administrador e que estejam submetidos ao idêntico regime de tributação.

Até a edição da Medida Provisória nº 1.184, de 28 de agosto de 2023<sup>300</sup>, investidores de fundos de investimento abertos eram tributados semestralmente pelo mecanismo conhecido como "come cotas", que aplica alíquotas de 20% ou 15%, variando de acordo com o prazo de investimento do fundo, seja de curto ou longo prazo, respectivamente. Por outro lado, os fundos

---

<sup>297</sup> *Ibid.*, P.1

<sup>298</sup> MOSQUERA, DINIZ, *op. Cit.*, P.337

<sup>299</sup> BRASIL. Ministério da Fazenda. “Exposição de Motivos nº 00104/2023 MF”. Brasília, 24 de agosto de 2023. P.1

<sup>300</sup> BRASIL. Medida Provisória nº 1.184, de 28 de agosto de 2023. [S.l.], 2023.

fechados tinham a sua tributação diferida até o momento da amortização, resgate ou alienação das cotas, não se sujeitando ao referido tributo.

Na exposição de motivos da referida medida provisória, tem-se justificativa extremamente relevante para a alteração. O diferimento tributário pode prolongar-se por vários anos e o capital que deixa de ser recolhido periodicamente é passível de reinvestimento. Diante disso, proporciona-se um benefício financeiro a longo prazo em comparação aos fundos abertos e outras formas de investimento. O benefício não é desprezível em razão do volume de recursos que estão alocados em veículos desta magnitude, exurgindo com clareza o desincentivo à aplicação de recursos na economia real. Tal dinâmica tributária favorece os investidores de fundos fechados, prejudicando os investidores de fundos abertos e violando a equidade fiscal ao impor tributações distintas para investidores em situações semelhantes. Esse diferencial favorece ainda mais aqueles com maiores rendimentos, exacerbando a regressividade do sistema tributário e contrariando os esforços para mitigar a desigualdade social no país.

#### 4.4.2.2.1. FIIS

Os FIIs, em específico, são um “veículo de investimento mais associado à ‘geração de renda passiva’, ou seja, a extração de renda da terra de forma mais semelhante ao do capital portador de juros do que ao *asset manager capitalism*, que visa, por meio das especulações de curto prazo, ‘bater o mercado’, obtendo ganhos acima da média”<sup>301</sup>. A lei em comento foi oriunda de um estudo feito pela CVM e a Assessoria Jurídica da Secretaria-Geral da Presidência da República. Como trazido por Maia, Issaka e Mello<sup>302</sup>, a principal inspiração para o modelo dos FIIs foram os *Real Estate Investment Trusts* estadunidenses e o ordenamento jurídico suíço, no qual os fundos imobiliários não possuem personalidade jurídica, sendo os bens adquiridos pela instituição administradora em seu próprio nome, mas sob inscrição no registro imobiliário em nome do fundo.

---

<sup>301</sup> TORRES, TONUCCI e ALMEIDA., *op. Cit.*, P. 53

<sup>302</sup> MAIA, L. F.; ISSAKA, L.; ROCHA DE MELLO, C. W. “Fundos imobiliários”. In: FERREIRA, P. O. (Ed.). “Fundos de investimento: aplicação, processo, regulamentação e tributação”. São Paulo: Quarter Latin, 2015. p. 259.

Os FIIs foram criados por meio da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993 no intuito de se obterem fontes alternativas de financiamento ao mercado imobiliário por meio do mercado de capitais, em especial em “um cenário de aumento do mercado de financiamento imobiliário e baixa captação de recursos de poupança, como aconteceu recentemente entre os anos de 2011 a início de 2013”<sup>303</sup>. Ademais, tinham por objetivo dar maior capacidade operacional para a captação de recursos e para a circulação das cotas dos fundos de investimento, de maneira a aumentar a participação de pessoas físicas e investidores institucionais em grandes empreendimentos imobiliários.

A posição diferenciada dos FIIs aos olhos da atual modelagem institucional os garantiu benefícios tributários substanciais. O primeiro ponto de importância se refere à não tributação em sua carteira de investimentos, desde que distribuam pelo menos 95% de seus lucros apurados sob o regime de caixa<sup>304</sup> aos quotistas, com base em um balanço ou balancete semestral encerrado em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano. Os lucros de que trata este artigo, quando distribuídos a qualquer beneficiário, inclusive pessoa jurídica isenta, sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda na fonte à alíquota de 20% (vinte por cento), ressalvado o disposto no § 2º do art. 35 da Instrução Normativa RFB nº 1585, de 31 de agosto de 2015.

O §1º do art. 36, por sua vez, traz que não estão sujeitos à incidência do IRRF os rendimentos e ganhos líquidos auferidos pelas carteiras dos fundos de investimento quando realizadas aplicações nos ativos de que tratam o art. 40 e o inciso II do art. 55, abaixo transcrito:

Art. 40. Ficam isentos do imposto sobre a renda na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, os rendimentos distribuídos pelos fundos de investimento imobiliário cujas cotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado.

§ 1º O benefício disposto no caput:

I - será concedido somente nos casos em que o fundo de investimento imobiliário possua, no mínimo, 50 (cinquenta) cotistas;

II - não será concedido ao cotista pessoa física titular de cotas que representem 10% (dez por cento) ou mais da totalidade das cotas emitidas pelo fundo de investimento imobiliário ou cujas cotas lhe derem direito ao recebimento de rendimento superior a 10% (dez por cento) do total de rendimentos auferidos pelo fundo.

---

<sup>303</sup>*Ibid.*, p. 258

<sup>304</sup>*Ibid.*, p. 258: “O regime de caixa, que considera todas as receitas e despesas efetivamente verificadas durante o período, difere do regime de competência, que leva em conta o momento da ocorrência dos fatos geradores. Assim, o regime de caixa reconhece apenas os valores que passam pela conta caixa (disponibilidade econômica) para fins de tributação.”

§ 2º A verificação das condições para a isenção previstas no caput e no § 1º será realizada no último dia de cada semestre ou na data da declaração de distribuição dos rendimentos pelo fundo, conforme previsto no caput do art. 35, o que ocorrer primeiro.

§ 3º O descumprimento das condições previstas neste artigo implicará a tributação dos rendimentos nos termos do art. 37, por ocasião da sua distribuição ao cotista.

Art. 55. São isentos do imposto sobre a renda ou tributados à alíquota 0 (zero), na fonte e na declaração de ajuste anual, quando auferidos por pessoa física:

II - a remuneração produzida por letras hipotecárias, certificados de recebíveis imobiliários e letras de crédito imobiliário;

Como se observa, a intenção do legislador com a criação de um regime tributário mais benéfico aos fundos imobiliários nunca foi de que eles participassem ativamente como produtores de unidades imobiliárias, mas como meros financiadores da atividade de outras empresas. As evidências principais são duas: (i) a isenção para aplicação em CRI, LCI e Letras Hipotecárias; e (ii) a limitação trazida pelo art. 38 da Lei nº 9.779, de 19 de janeiro de 1999, que sujeita à mesma tributação aplicável às pessoas jurídicas quando o FII realizar aplicação em empreendimento imobiliário que tem como pessoa ligada um quotista que represente mais de 25% das suas quotas:

Art. 38. Sujeita-se à tributação aplicável às pessoas jurídicas, o fundo de investimento imobiliário que aplicar recursos em empreendimento imobiliário que tenha como incorporador, construtor ou sócio, cotista que possua, isoladamente ou em conjunto com pessoa a ele ligada, mais de 25% (vinte e cinco por cento) das cotas do fundo.

Parágrafo único. Para efeitos do disposto no caput, considera-se pessoa ligada ao cotista:

I - pessoa física:

a) os seus parentes até o 2º (segundo) grau; e

b) a empresa sob seu controle ou de qualquer de seus parentes até o 2º (segundo) grau; e

II - pessoa jurídica, a pessoa que seja sua controladora, controlada ou coligada, conforme definido nos §§ 1º e 2º do art. 243 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

Segundo Quiroga e Diniz<sup>305</sup>, a legislação aplicável aos FIIs não busca indiscriminadamente favorecer todos os empreendimentos imobiliários geridos por tais fundos com um regime fiscal mais leniente, aproveitando-se do diferimento tributário. Essa privilegiou àqueles com uma distribuição ampla de quotistas, de modo a distribuir o risco de empreendimentos que tenham benefícios tributários. Os autores argumentam que as estruturas que envolvem a

---

<sup>305</sup> MOSQUERA, DINIZ, *op. Cit.*, P. 349

constituição ou interposição de FIIs com um número limitado de quotistas, e que são estabelecidas primariamente para adiar a tributação sobre atividades imobiliárias, são desencorajadas pela legislação. A equiparação da tributação das carteiras dos FIIs às das pessoas jurídicas, conforme estabelecido no artigo 2º da Lei nº 9.779/1999, atua como mecanismo de inibição para tais práticas.

A forma vaga da disposição causa certa perplexidade no mercado, assim como na doutrina jurídica, como bem destacado por Quiroga e Diniz<sup>306</sup>:

Ademais, cumpre-nos destacar que, ainda que a legislação de regência da matéria seja imprecisa e não faça qualquer diferenciação entre imóveis em construção e empreendimentos concluídos, a equiparação, para fins tributários, de um Fundo de Investimento Imobiliário a uma pessoa jurídica somente deve ocorrer no período em que a investidora titular de 25% ou mais das quotas esteja realizando a incorporação ou a construção do imóvel detido pela carteira do fundo, posto que, uma vez concluída a obra e passando a relação entre o investidor do Fundo de Investimento Imobiliário e o imóvel unicamente através do investimento no fundo, não há de se falar em ocorrência dos eventos previstos na legislação como hipóteses de equiparação da carteira do fundo a uma pessoa jurídica.

Neste cenário, destaca-se que a legislação em vigor não prevê um procedimento específico para que um Fundo de Investimento Imobiliário que, por preencher simultaneamente as condições estabelecidas pelo artigo 2º da Lei nº 9.779, seja equiparado, para fins tributários a uma pessoa jurídica, deixe de incorrer em tal hipótese. Da mesma forma, inexistente na regulamentação em vigor um prazo para que tal eventual “reenquadramento” seja efetivado. Justifica-se, portanto, os pleitos realizados por certos players do mercado imobiliário junto às autoridades fiscais para que seja editada regulamentação específica sobre tal questão.

Além disso, deve-se destacar que os fundos de investimento imobiliário estão sujeitos, conforme dispõe o art. 37 da Instrução Normativa RFB nº 1.585, de 31 de agosto de 2015: “Os ganhos de capital e rendimentos auferidos na alienação ou no resgate de quotas dos fundos de investimento imobiliário por qualquer beneficiário, inclusive por pessoa jurídica isenta, sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda à alíquota de 20% (vinte por cento)”. Permite-se por meio do §2º, porém, que as perdas incorridas na alienação de quotas de fundo de investimento imobiliário poderão compensadas com ganhos auferidos na alienação de cotas de fundo da mesma espécie — tal compensação de prejuízos decorrentes da venda de quotas de FII com lucros resultantes de

---

<sup>306</sup> *Ibid.*, P. 347

futuras vendas de quotas de FII foi, a propósito, chancelada pela Receita Federal pela Solução de Consulta Cosit 223/2018<sup>307</sup>

Além do financiamento direto aos empreendimentos imobiliários, também contribuiu para a aquisição em grande volume dos CRIs, de modo a absorver a oferta potencial e a criar maior liquidez a esses instrumentos financeiros. Isso, porque a aquisição em posturas “*hold to maturity*”, típica de fundos de aposentadoria e investidores institucionais públicos, como o FGTS, fazia com que o mercado secundário tivesse baixo volume de negociação. Somente com a dinamização desse é possível implementar uma política de financiamento imobiliário sustentável — especialmente diante da maior pulverização de riscos e ajustes de preços das quotas às condições de mercado.

É importante observar que os FIIs podem nem sempre possuir caixa suficiente para efetuar a distribuição de lucros, o que não configura uma violação da obrigação de distribuição. Por exemplo, um fundo que reinveste as receitas da venda de imóveis em novos empreendimentos pode não ter lucro a ser distribuído, o que afasta a incidência do Imposto de Renda.

Adicionalmente, é essencial compreender o trazido por Queiroga e Diniz no que se refere ao momento de incidência do Imposto de Renda. Os autores argumentam que é necessário que haja a aquisição de disponibilidade econômica ou jurídica dos rendimentos pelo quotista. Em cenários onde os ganhos são reaplicados e não há recursos para distribuição de lucros, não se verifica a aquisição dessa disponibilidade, evitando a tributação. Mesmo o lançamento contábil de lucros a serem distribuídos não implica, necessariamente, disponibilidade econômica ou jurídica para o quotista, a menos que a obrigação já seja exigível e não tenha sido paga.

Neste capítulo, identificou-se de que maneira as mudanças nos marcos institucionais impactam na atividade econômica. Por um lado, o caminho adotado pelo Brasil com o SFH foi de grande relevância para o momento. A criação de um sistema de normas que colocaram o Estado no centro da política habitacional, apesar de parecerem ineficientes, seguem os arranjos que eram necessários para a alavancagem do volume de recursos investidos, a partir da captação de poupanças voluntárias pelo SBPE, tendo a correção monetária como o principal atrativo e inovação; e a unificação dos fundos públicos de pensão com a criação do FGTS.

---

<sup>307</sup> BRASIL. Receita Federal do Brasil. Coordenação-Geral de Tributação. Solução de Consulta nº 223 - Cosit. Brasília, 4 de dezembro de 2018.

Por outro lado, compreende-se a trajetória inteiramente distinta que levou à financeirização da propriedade imobiliária nos Estados Unidos. Naquele momento, o cenário se mostrava totalmente distinto do Brasil, havendo forte desconfiança na atuação direta do Estado, assim como a existência de limitações trazidas pelo entendimento mais restritivo da Suprema Corte em relação à taxação e emissão de dívidas em nível estadual e municipal. Assim, a atuação voltou-se para um modelo dependente de subsídios que foram repassados aos operadores a partir de uma complexa rede de agentes privados, GSEs e consumidores.

Por fim, viu-se de que modo a desregulamentação do setor nos Estados Unidos impactou de forma severa a estabilidade do sistema de crédito imobiliário. A formulação de mecanismos que visavam a distribuir os riscos dos bancos com o mercado de capitais tornaram-se fontes de abusos e especulação financeira. Os bancos comerciais e os *shadow banks* se utilizaram de táticas de convencimento dos consumidores apelando para as *teaser rates* e para um discurso de que o valor dos imóveis iria sempre crescer para convencer os consumidores a tomarem crédito acima da sua capacidade de pagamento, assumindo postura Ponzi em que esperavam renegociar as dívidas assim que acabasse o período de menor incidência de juros.

Com isso, a estabilidade do sistema financeiro estadunidense, em que os retornos individuais eram dados como certo, adicionando cada vez mais hipotecas *subprime* ao sistema, tomando por base que o mercado de capitais estaria eternamente disposto a assumir os riscos de créditos de qualidade duvidosa, acabou por trazer o colapso da economia global.

No Brasil, o SFI adotou modelagem jurídica altamente similar à estadunidense. Por certo, as condições institucionais não permitiram tamanha liberdade dos agentes privados, razão pela qual, a partir da análise realizada quanto aos instrumentos financeiros e à regulamentação pátria, veem-se distinções quanto ao cenário que levou à crise de 2008. Entretanto, considerando a mesma lógica do sistema anterior e o advento de recentes alterações legislativas que ocasionam o aprofundamento dos riscos sistêmicos, evidenciam-se as razões da preocupação apresentadas ao longo deste trabalho.

No capítulo subsequente, será aprofundada a discussão acerca da financeirização do imobiliário no Brasil e as possíveis consequências das tendências liberalizantes das recentes normas editadas frente aos ensinamentos que podem ser extraídos da crise financeira de 2008 nos

Estados Unidos, visando ao aprimoramento da modelagem institucional, essencial para que se evitem consequências catastróficas no mercado imobiliário brasileiro.

## 5. A PROPRIEDADE CONTEMPORÂNEA E A CRÍTICA À FINANCEIRIZAÇÃO DO IMOBILIÁRIO

Conforme observado ao longo deste trabalho, a propriedade é polissêmica. É determinada por condições históricas e materiais, pela realização de opções políticas, jurídicas e econômicas que são intrínsecas à história de um determinado ordenamento. A propriedade é resultado, no tempo presente, das diversas forças institucionais. Ao mesmo tempo, exerce contra elas forças, ora expansionistas, ora contracionistas. O certo é que sempre está em movimento.

Um olhar mais atento à história apresenta nuances que vão muito além das tradicionais divisões entre *civil law* e *common law*, como se a mera origem das normas determinasse, *per se*, o resultado. O que se vê a partir da avaliação multidisciplinar desse instituto jurídico é que o “papel que os direitos de propriedade devem desempenhar e contribuir para o bem-estar social ou mesmo de uma comunidade”<sup>308</sup> foi reconstruído múltiplas vezes.

Do exposto até o momento, deve-se ter clareza na compreensão acerca da necessidade de uma reformulação da propriedade como instituição. Viegas de Lima afirma<sup>309</sup> que “já é hora de repensar a propriedade — ou bem mais, os direitos de propriedade — possibilitando seu correto entendimento e permitindo que se possa idealizar um novo modelo, capaz de atender às necessidades do mundo atual, tendo em consideração não somente as relações pessoais de proprietários e não proprietários, mas também os aspectos econômicos que esse direito encerra”.

A análise dos direitos de propriedade não pode ser restrita a uma visão puramente jurídica ou descritiva; ela exige uma compreensão abrangente das dinâmicas econômicas e sociais subjacentes. É imperativo considerar como os direitos de propriedade influenciam e são influenciados pelas relações econômicas, bem como entender os efeitos práticos da regulamentação da propriedade sobre a sociedade.

---

<sup>308</sup> VIEGAS DE LIMA, *op. Cit.*, 2010. P. 62.

<sup>309</sup> *Ibid.*, P. 22

Os direitos de propriedade, ao serem definidos e regulamentados pelo ordenamento jurídico, moldam as interações econômicas e as decisões dos agentes econômicos. As leis de propriedade determinam quem pode usar, controlar e transferir recursos, influenciando assim as atividades econômicas, a alocação de recursos e a eficiência do mercado. Por outro lado, as condições econômicas e as estruturas de poder existentes também influenciam a formação e a evolução das leis de propriedade. Esse ciclo de influência mútua entre economia e direito de propriedade é fundamental para entender a dinâmica do desenvolvimento econômico e social.

Adicionalmente, as leis de propriedade têm implicações sociais significativas. Elas podem afetar a distribuição de riqueza e poder na sociedade, influenciar padrões de urbanização e uso da terra, e moldar o acesso a recursos básicos, como habitação e terra. Assim, as políticas de propriedade podem ter um impacto direto no bem-estar social, na justiça distributiva e na inclusão ou exclusão de certos grupos sociais.

Por isso, ao analisar os direitos de propriedade, é crucial ir além da mera descrição legal e considerar as implicações econômicas e sociais. Isso inclui entender como as leis de propriedade interagem com o mercado, como afetam a distribuição de riqueza e oportunidades, e como podem ser utilizadas ou reformadas para promover objetivos sociais mais amplos, como igualdade, justiça social e desenvolvimento sustentável.

O grau de sofisticação das operações realizadas, por vezes, tornam proibitivos os custos de informação e transação associados à obtenção da propriedade dentro dos ditames legais, ocasionando a profusão da informalidade nestas relações, colocando os proprietários em um ambiente de incerteza e insegurança jurídica, o que impacta diretamente no preço do ativo e reduz a possibilidade de que possam capturar a valorização dos seus imóveis ao longo do tempo.

Nesse sentido é que se coloca o desafio de produzir uma nova moldura para as relações sociais da instituição da propriedade, em sentido jurídico e econômico. Viegas entende que essa deve ser uma *ferramenta* capaz de “auxiliar um desenvolvimento, porque não dizer, social da mesma”<sup>310</sup>. Para tanto, enxerga na redução dos custos de informação e transação as peças indispensáveis para a redução dos custos de aquisição ou oneração da propriedade, em especial da imobiliária.

---

<sup>310</sup>*Ibid.*, p. 21

Para o autor, ademais, importa destacar os efeitos negativos que decorrem do liberalismo exacerbado. A postura de inegável passividade do Estado desde o final do século XX, em um momento que a teoria ortodoxa econômica passou a pregar que esse deve ser minimizado ao máximo, cria um ambiente de excessiva liberdade para o mercado. E este tipo de liberdade “é contrária à noção de direitos de propriedade, porque estes devem ser plenamente conhecidos, além das partes contratantes, bem como necessitam de regras imperativas que possibilitem sua coercibilidade (*enforcement*), sendo necessário, para tanto, a atuação do Estado, ainda que mínima”<sup>311</sup>.

O papel do Estado como garantidor de um ambiente institucional que favorece a sociedade em oposição aos interesses individuais de poucos proprietários, portanto, estaria sendo abandonada em favor de um discurso liberalizante que pouco guarda relação com uma postura “modernizante” (autoproclamada pelos defensores do neoliberalismo) dos direitos de propriedade. A diminuição do acesso à propriedade pela população apresenta desafios significativos para os direitos de propriedade, não apenas em consonância com as disposições constitucionais que abordam a função social da propriedade, mas também em consideração a fatores pragmáticos, como a imperativa necessidade de assegurar o acesso generalizado a esse direito por parte de um amplo espectro da população.

Portanto, para Viegas, deve-se repensar a propriedade à luz de duas teorias: a nova economia institucional e a teoria democrática dos direitos de propriedade. A primeira, ocupa-se da propriedade como instituição, “voltada para o desenvolvimento social, impondo a redução dos custos de transação e a confiabilidade de informações em todo negócio jurídico que envolva a propriedade, conseguida mediante a atuação do Estado, que influi diretamente no mercado”<sup>312</sup>. A segunda é revestida de importância em razão de a propriedade revelar “direitos e obrigações para proprietários e não proprietários, dentro de uma relação eminentemente pessoal, impondo normas de obrigação social, que só podem ser conseguidas mediante uma equilibrada atuação do Estado, ao criar normas mínimas para a regulamentação do mercado, tal como a intervenção nos custos de transação”<sup>313</sup>.

---

<sup>311</sup> *Ibid*, p. 22

<sup>312</sup> *Ibid*, p. 21

<sup>313</sup> *Ibid.*, p. 21

Veja-se que, como será mais bem analisado na subepígrafe subsequente, a financeirização acelera diversos elementos voltados à criação de um regime de propriedade disfuncional. As “inovações” formuladas pelas instituições financeiras criaram uma complexa teia de produtos que contam como ativos subjacentes à propriedade imobiliária. Dessa maneira, trouxeram ainda maior dificuldade para a compreensão dos ativos ofertados ao mercado, de modo a aumentar os custos de informação. Assim, o aumento da complexidade das relações que revolvem os “bens sociais primários” não foi acompanhado de um período de maturação compatível para os consumidores (de imóveis e de ativos a eles associados), que pouco compreendiam suas consequências para a Economia e para o Direito.

O processo narrado acelerou a penetração, no mercado imobiliário, da lógica do mercado financeiro, do capital fictício. Criou-se “um mercado irreal, que pratica preços irrealis, revelando uma tensão indesejável entre proprietários e não proprietários, assim como credores e devedores”<sup>314</sup>. Não suficiente, também contribuiu para a maior aceleração da “desmaterialização” da propriedade, que deixa de ser vista como residência ou sede de empresas — ou até mesmo como uma mera reserva de valor — e passa a ser vista como um investimento por excelência. A associação de ativos imobiliários com o mercado financeiro tornou ainda mais presente o processo de abandono do *corpus* e introdução do virtual<sup>315</sup>.

A fim de se obter uma compreensão mais aprofundada das transformações ocorridas na instituição da propriedade, torna-se imperativo entender o processo de financeirização da economia. Esse fenômeno não apenas se manifestou de forma mais proeminente nos Estados Unidos, onde teve um impacto significativo no mercado imobiliário, mas também ganhou força recentemente no Brasil, embora com uma introdução mais tardia.

### **5.1. O neoliberalismo e a financeirização**

Como analisado no capítulo anterior, o Sistema de Financiamento Imobiliário estadunidense era fortemente regulamentado (tanto em relação à extensão territorial quanto ao

---

<sup>314</sup> *Ibid*, p. 28.

<sup>315</sup> *Ibid*, p. 28

leque de produtos e os custos de captação dos fundos emprestáveis), sendo dominado por bancos regionais e instituições locais de poupança<sup>316</sup>, Nos Estados Unidos, a financeirização do mercado imobiliário foi iniciada ainda na década de 1970, em um contexto no qual o país apresentava indicadores econômicos desfavoráveis. A eleição de Ronald Reagan em 1980 marcou a ascensão de uma nova coalizão política, composta por rentistas e financistas que advogavam o neoliberalismo e a financeirização. Este movimento representou uma mudança significativa em relação à anterior coalizão capitalista-profissional, que reunia líderes empresariais de destaque, a classe média e o trabalho organizado, característicos do período fordista<sup>317</sup>.

O contexto de financeirização observado nos Estados Unidos, e que viria a influenciar o Brasil, estava inserido em uma ideologia neoliberal baseada em antigas ideias de *laissez-faire* e em uma economia baseada em modelos matemáticos — que partiam de conceitos “naturais” e inaplicáveis no mundo real, *black board economics*, como tratado por Coase — que oferecia uma legitimidade “científica” aos novos regimes<sup>318</sup>. Segundo Bresser-Pereira<sup>319</sup>, esse movimento tinha como objetivo explícito a redução indireta dos salários reais a partir da flexibilização da legislação trabalhista e previdenciária, reduzindo os custos diretos para as empresas e, também, os benefícios sociais providos pelo Estado, que passaria a ser prestado diretamente pelo mercado.

Para além de reduzir o tamanho do Estado, o neoliberalismo teve como objetivo central a desregulamentação de todos os mercados, principalmente os financeiros. Os argumentos usados para justificar a nova abordagem enfatizavam a necessidade de motivar o trabalho árduo e recompensar “os melhores” (meritocracia); a viabilidade de um sistema de mercados autorregulados e eficientes; assim como a negação da concepção de interesse público e função social da propriedade. Isso, porque o viés individualista do neoliberalismo refutava ideias que “só fariam sentido se existisse uma sociedade”<sup>320</sup>. Desse modo, Bobek, Miku e Sokol afirmam que o papel do Estado contemporâneo se volta para construir um ambiente em que “políticas financeiras, como o acesso ao crédito, tornam-se as políticas sociais *de facto*”<sup>321</sup>.

---

<sup>316</sup> FIX, *op. Cit.*, p. 11

<sup>317</sup> BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. "The 2008 financial crisis and neoclassical economics". Brazilian Journal of Political Economy, vol. 30, n° 1 (117), pp. 3-26, jan.-mar./2010. P. 6

<sup>318</sup> *Ibid*, p. 7

<sup>319</sup> *Ibid*, p.8

<sup>320</sup> *Ibid*, p. 8.

<sup>321</sup> BOBEK, Alicja; MIKU, Marek; SOKOL, Martin. "Making sense of the financialization of households: state of the art and beyond." Socio-Economic Review, vol. 21, n. 4, p. 2238, 15 jun. 2023, p. 2239.

Os três aspectos centrais da financeirização seriam, portanto: (i) um enorme aumento no valor total dos ativos financeiros circulando ao redor do mundo como consequência da multiplicação de instrumentos financeiros facilitados pela securitização e pelos derivativos; (ii) o desacoplamento da economia real e da economia financeira, com a criação voraz de riqueza financeira (capital fictício) beneficiando os capitalistas rentistas (*renteers*); e (iii) um aumento expressivo na taxa de lucro das instituições financeiras e principalmente em sua capacidade de pagar grandes bônus a operadores financeiros por sua habilidade de aumentar os rendimentos a partir da lógica de “originar para distribuir”, que lhes permitia obter grande lucro com as taxas cobradas e, ao mesmo tempo, expandir a quantidade de empréstimos que poderiam ser concedidos — diante da abertura de espaço contábil a partir da securitização e cessão dos créditos ao mercado de capitais<sup>322</sup>.

Acerca do tema, Bresser-Pereira<sup>323</sup> enfatiza que tanto Adam Smith quanto Marx já haviam apresentado “a distinção entre riqueza real, baseada na produção, e riqueza fictícia, associada ao capital fictício e à criação de riqueza artificial por meio do aumento da alavancagem”. Para o Autor, a financeirização se caracteriza pelo “aumento artificial no preço dos ativos como consequência do aumento da alavancagem, resultando em uma expansão muito maior do capital fictício em relação ao capital real”.

Com a evolução da financeirização, tentou-se imputar a crescente desigualdade social na ausência de acesso aos recursos obtidos a partir da financeirização — que estaria reservado aos mais ricos e aos investidores institucionais. Assim, criou-se um discurso acerca da necessidade de ampliação e “democratização” dos mercados. Essa narrativa econômica tornou-se ordem do dia e exerceu impacto substancial na estrutura da propriedade como instituição.

Produto deste discurso é a desregulamentação dos serviços financeiros, extirpando-se não somente as limitações acerca dos tipos de produtos financeiros aos quais os investidores institucionais e não-institucionais têm acesso, mas também o fim dos subsistemas de crédito. A necessidade de expansão e o atingimento do maior número de pessoas fez com que grandes instituições bancárias, que antes precisavam dividir suas operações entre os bancos comerciais e

---

<sup>322</sup> *Ibid*, p. 2239.

<sup>323</sup> BRESSER-PEREIRA, *op. Cit.*, p. 9

os bancos de investimento, passassem a poder cumular as múltiplas atividades sob uma única empresa.

Conforme afirma Bresser-Pereira<sup>324</sup>, essa mudança no tamanho e no modo de operação do sistema financeiro estava intimamente relacionada ao declínio na participação dos bancos comerciais nas operações financeiras e à redução de suas taxas de lucro no sistema anterior. Os bancos comerciais, em resposta a esses novos desafios, buscaram outras fontes de ganho, como serviços e operações contábeis mais arriscadas e “criativas”. Agora, em vez de oferecer recursos captados pelo incentivo a manter valores de depósitos nas contas-correntes, sem juros; eles passaram a investir os recursos oriundos de depósitos remunerados, que eram obrigados a pagar em razão da crescente concorrência com outros ativos financeiros, em operações especulativas de alto grau de risco ou na emissão de títulos financeiros inovadores, ainda mais arriscados.

A ampla base de clientes individuais dos bancos, com diferentes apetites ao risco e expectativas sobre a liquidez, abriu as portas para o aumento da diversificação dos instrumentos financeiros existentes. A possibilidade de os financiadores se “descolarem” dos riscos, a partir da revenda dos ativos — que, antes, deviam ser mantidos até a liquidação (*hold to maturity*) —, foi o impulso necessário para a modelagem de financiamentos cada vez mais arriscados, de caráter mais flexível, diverso, complexo e proeminente em relação às finanças familiares<sup>325</sup>.

Conforme Bresser-Pereira<sup>326</sup> explica, a transformação no sistema financeiro não apenas aumentou os lucros, mas também elevou os riscos. Os bancos, adotando as suposições de “mercados eficientes” em seus algoritmos matemáticos, acreditavam poder calcular riscos com “alta probabilidade de estarem certos”, ignorando a incerteza fundamental de Knight-Keynes. Ademais, os economistas de viés institucionalista, comportamental e pós-keynesianos demonstraram que os agentes econômicos falham em agir racionalmente, razão pela qual as bolhas financeiras e as crises econômicas não são apenas resultado dessa irracionalidade; são também consequência de um ambiente econômico e financeiro caracterizado pela incerteza e pela impossibilidade de prever o futuro.

---

<sup>324</sup> *Ibid.*, p. 8.

<sup>325</sup> BOBEK, MIKU, SOKOL, *op. Cit.*, P. 2239

<sup>326</sup> BRESSER-PEREIRA, *op. Cit.*, p. 11

Para que se possa esclarecer o cerne do papel da financeirização, cumpre fazer uma distinção entre o contato mantido pelos indivíduos com as instituições bancárias e a lógica de expansão da fronteira dos produtos que são regidos pela lógica do mercado financeiro. A “bancarização”<sup>327</sup> da propriedade fez-se presente de forma crescente desde o século XIX, de modo que a aquisição de imóveis não mais se dava pela poupança, mas por meio do financiamento de longo prazo obtido junto a um banco. As relações de credor e devedor, intermediadas pela hipoteca, pouco interferiam nos poderes inerentes à propriedade. O devedor poderia alienar, dar em hipoteca novamente, assim como sublocar o bem, por exemplo. O credor mantinha em seus ativos o risco da operação, que demandaria uma execução judicial das garantias concedidas para satisfação do seu débito.

O grande nível de risco associado aos empréstimos, com altos custos para a execução das garantias, tornava a atividade mais atrativa no âmbito local. As relações duradouras entre credores, conhecedores da realidade vivida pelos devedores, facilitaria a percepção acerca do momento em que seria necessária a expansão ou contração da concessão de crédito. Assim, seria reduzido o risco de perdas substanciais que levariam a instituição financeira à insolvência.

A nacionalização (em oposição ao mercado local) e, em seguida, internacionalização das atividades bancárias e a sua estreita conexão com o mercado financeiro alteraram a lógica desta atividade. Incrementalmente, percebeu-se que já não se fazia mais necessário manter os empréstimos contabilizados nos balanços bancários — o que reduz a disponibilidade de capital para circulação, dada as exigências regulatórias de manutenção de ativos líquidos, por exemplo. A complexidade dos novos ativos que surgiam diuturnamente, associados às altas taxas que poderiam ser cobradas pela estruturação de operações, deu incentivos para que o mercado de crédito realizasse a alienação quase imediata de créditos de longo prazo para o mercado financeiro, seja por meio da securitização (usualmente com MBS), seja pelo “empacotamento” de centenas de dívidas de credores individuais em um único ativo (como nos CDOs).

Diante da crescente competição com os investidores institucionais, os bancos comerciais passaram a agir como intermediários entre o indivíduo e o mercado de capitais. Concediam o crédito, empacotavam (cobrando uma taxa) e alienavam com deságio (sem participar

---

<sup>327</sup> BOBEK, MIKU, SOKOL, *op. Cit.*, p. 2239.

do risco da transação). Assim, utilizaram-se de um sistema bancário paralelo (“*shadow banking*”) para expurgar de seus balanços dos riscos envolvidos nos novos contratos <sup>328</sup>. Com isso, ganhavam espaço contábil para reiniciar o ciclo, acelerando-se a velocidade da produção de ativos financeiros e intensificando a circulação. Esse processo, que demorou um tempo para se concretizar, levou, no final dos anos 1980, à adoção em massa de inovações financeiras como compensação dos bancos comerciais pela perda de uma grande parte do negócio financeiro para investidores institucionais que operavam no mercado de balcão.

Esta nova formatação reduzia substancialmente os custos de transação, já que os bancos não precisavam cobrar juros mais altos daqueles com menor capacidade de pagamento. Isso, por dois motivos: a falta de *skin in the game*<sup>329</sup> dos bancos, que sabiam que eventuais erros de suas decisões de concessão de crédito pouco os afetariam, já que seriam alienados muito antes do vencimento; e a possibilidade de “diluição” do risco de devedores com maior potencial e inadimplência por meio do empacotamento em CDOs, que eram compostos por recebíveis de devedores com crédito *prime* e *subprime*. A composição da carteira a ser empacotada determinaria o grau de risco a que o credor estaria disposto a assumir, normalmente baseada na avaliação por agências de *rating*.

Transferiram para os investidores as inovações financeiras de maior risco — as MBS *subprime*, os CDOs e os *credit default swaps*<sup>330</sup>. A revolução tecnológica, com computadores poderosos e softwares treinados para adaptarem-se às particularidades intrínsecas dos mercados, foi fundamental nesse processo, permitindo cálculos de risco complexos e transações financeiras quase instantâneas, embora, ao contrário da crença no período, esses cálculos não conseguissem evitar a incerteza fundamental que permeava os eventos futuros <sup>331</sup>.

Bobek, Miku e Sokol narram que o processo da financeirização ocorreu paralelamente à compressão salarial e ao aumento das expectativas de consumo como estilo de vida. O desmantelamento da estrutura de seguridade social, por exemplo, levou a uma ampla quantidade

---

<sup>328</sup> BRESSER-PEREIRA, *op. Cit.*, p. 8

<sup>329</sup> Termo popularizado por Nicholas Taleb em seu livro *Skin in the game: hidden asymmetries in daily life*, que tem o sentido de expor capital próprio ao risco do negócio.

<sup>330</sup> CINTRA, Marcos Antônio Macedo e FARHI, Maryse. “A crise financeira e o *shadow banking*”. Novos Estudos Cebrap n. 82, Novembro. 2008, p. 36.

<sup>331</sup> BRESSER-PEREIRA, *op. Cit.*, p. 7

de fundos de pensão fortemente associados ao mercado financeiro, levando boa parte da sociedade a depender desses.

Apesar de pouco discutida, a relação entre fundos de pensão e o mercado de capitais não é tão distante no Brasil, sendo aqueles fortes adquirentes de CRI, seja diretamente ou por intermédio de suas quotas nos FIIs. Ambas as estruturas, como visto, prometem reduzir os custos de captação de recursos e, ao mesmo tempo, aumentar a liquidez dos ativos para o investidor individual. Ao invés de se comprar os imóveis físicos (“tijolo”), adquirem-se os ativos representativos dos fluxos de renda que serão gerados pelo mercado imobiliário (“papéis”).

Assim, o sentido da propriedade, no século XXI, foi alterado de forma substancial. Não apenas no que se refere à propriedade comercial, mas, principalmente, a voltada à habitação. Conforme Bobek *et al*<sup>332</sup>, a “financeirização alterou dramaticamente a forma como a habitação é acedida, percebida e manipulada”:

Anteriormente considerada como um abrigo (Doling e Ronald, 2010) e o coração da vida familiar (Ronald, 2008), a habitação tornou-se uma forma fundamental de “investimento” (Munro, 2000; Munro e Smith, 2008; Hillig, 2019), um “regime de pensões alternativo” (Malpass, 2008; Dorling, 2014) e o principal “ativo financeiro” que o agregado familiar deve possuir (Christophers, 2010).

Consequentemente, a habitação constitui um objeto central e um importante instrumento de financeirização (Aalbers, 2008, 2009a, 2016; Rolnik, 2013; Fernandez e Aalbers, 2016; Aalbers et al., 2017).

O maior nível de endividamento e a substituição da poupança pelo crédito, permitiram que a propriedade financeira penetrasse na vida cotidiana das famílias num grau sem precedentes<sup>333</sup>. A diferença se dá não apenas no aspecto quantitativo — alto grau de endividamento das famílias, que é estimulado pelo mercado e pelos Estados —mas também no lado qualitativo, que ampliaram a gama de produtos financeiros, permitindo-se um aumento da interligação entre as atividades diárias, individuais e comerciais, com produtos financeiros.

O alto apelo de argumentos acerca da eficiência de estruturas financeiras em relação à tradicional aquisição/construção e gestão dos ativos imobiliários pelos próprios fundos de pensão, como observado ao longo da Era Vargas no Brasil, foi enraizado no discurso dominante estadunidense e chegou ao Brasil no início dos anos 2000. O principal argumento se baseia na

---

<sup>332</sup> BOBEK, MIKU, SOKOL., *op. Cit.*, P. 2238

<sup>333</sup> *Ibid*, p. 2238

diversificação, menores custos de manutenção e retornos potencialmente maiores, dada a gestão não por membros da categoria eleitos para o cargo de diretores financeiros, mas por gestores financeiros que, mediante cobrança de uma taxa, atuam como representantes fiduciários dos interesses de multiplicação dos recursos.

Para esses gestores, a estrutura dos fundos de pensão são mais do que desejáveis, contando com vultosa soma de recursos e baixa necessidade de liquidez. Ademais, com o decréscimo dos salários e o constante envelhecimento demográfico dos países centrais e emergentes, os recursos deixaram de ser crescentes, de modo que as novas contribuições passaram a ser cada vez menores, enquanto os resultados precisam ser cada vez maiores para suportar uma grande fatia da classe trabalhadora que passa a usufruir dos benefícios.

Nesse interim, a redução dos ganhos oriundos do trabalho em relação àqueles que podem ser obtidos com investimentos aumentou o interesse da população em aplicar em ativos financeiros, que garantem uma “renda passiva”.

É nesse contexto que o crédito se torna uma das principais atividades domésticas — tanto na posição de devedores, como no crédito imobiliário, como de credores, no caso dos fundos de pensão. Assim, o Estado passa a priorizar não mais a regulamentação de acesso aos ativos subjacentes, que estimulam a economia real, mas sim a políticas voltadas ao acesso ao crédito, que estimula a economia financeira e o capital fictício. Essas costumam voltar-se para a redução dos custos de transação relativos à atividade financeira, pouco tratando daqueles custos inerentes à execução, por exemplo, de obras para construção de moradias.

O paradigma individualista retornava e a expansão das fronteiras do capital não mais seria contida por uma noção de propriedade aplicada ao benefício da sociedade, mas por uma nova aceção de que o crescimento seria alcançado de forma espontânea pela acumulação individual. Pela lógica posta por esse paradigma, a desregulamentação tornaria disponível uma maior quantidade de capital para circulação. Um maior volume de capital *per se* levaria naturalmente a um maior número de pessoas beneficiadas com a sua circulação, desde que os movimentos fossem direcionados pelas forças de mercado e não pelo Estado.

Vê-se, portanto, que a função social da propriedade deixa de ser considerada como parte do custo inerente do investimento e passa-se a tratar os malefícios originados dos “abusos”

da propriedade enquanto é exógena à lógica de acumulação neoliberal. Isso, porque quaisquer intervenções no “livre mercado” levarão a desajustes que, por consequência, impedirão os benefícios futuros. O neoliberalismo, como ideologia, impõe não somente ao Estado, mas também à sociedade, um lugar no banco do passageiro. Cabe aos indivíduos, por meio dos mercados organizados, determinar qual conjunto de direitos de propriedade são considerados “liberdade” e quais deles são considerados “intervenção excessiva”. Enquanto isso, emitem-se ativos financeiros com créditos *subprime*, compartilhando o risco com a sociedade, ao mesmo passo que privatizam os seus benefícios.

## 5.2. As mudanças da instituição da propriedade em razão da financeirização

Uma vez compreendida a associação entre a financeirização da propriedade imobiliária e as grandes alterações que essa ocasionou na mutação da instituição da propriedade, do ponto de vista econômico, passa-se a explorar a vertente jurídica desta alteração de paradigma.

Para Viegas, o estudo da propriedade imobiliária deve ter como ponto de partida as noções contidas na Constituição Federal, em especial nos incisos XXII<sup>334</sup> e XXIII<sup>335</sup> do art. 5º, assim como no seu art. 182<sup>336</sup>, e no parágrafo primeiro do art. 1.228 do Código Civil<sup>337</sup>. As disposições normativas em comento são de extrema relevância para compreender o papel do Direito Civil-Constitucional no âmbito dos direitos de propriedade. Isso, porque enunciam não apenas que a propriedade é um direito fundamental, mas também que essa deve ser utilizada dentro de uma moldura fixada, em que o benefício à sociedade é pressuposto à sua concessão.

A perspectiva do aspecto funcional da propriedade, desde Durkheim, não deve ser interpretada como um comando que referencia o objeto da propriedade (o bem imóvel em si). Não

---

<sup>334</sup> XXII - é garantido o direito de propriedade;

<sup>335</sup> XXIII - a propriedade atenderá a sua função social;

<sup>336</sup> Art. 182. A política de desenvolvimento urbano, executada pelo Poder Público municipal, conforme diretrizes gerais fixadas em lei, tem por objetivo ordenar o pleno desenvolvimento das funções sociais da cidade e garantir o bem-estar de seus habitantes.

<sup>337</sup> Art. 1.228. O proprietário tem a faculdade de usar, gozar e dispor da coisa, e o direito de reavê-la do poder de quem quer que injustamente a possua ou detenha.

§ 1º O direito de propriedade deve ser exercido em consonância com as suas finalidades econômicas e sociais e de modo que sejam preservados, de conformidade com o estabelecido em lei especial, a flora, a fauna, as belezas naturais, o equilíbrio ecológico e o patrimônio histórico e artístico, bem como evitada a poluição do ar e das águas.

basta, por exemplo, que um imóvel rural seja produtivo *per si*, dado que tal produção somente é possibilitada pelo esforço humano. É necessário, portanto, que aquele que limita o uso do bem por terceiros produza alterações no espaço físico que legitimem tal direito de excluir os demais ao seu acesso àquele recurso escasso; ou seja, que esteja imbuído de uma compreensão clara acerca das consequências que ultrapassam a relação sujeito-objeto.

Isso, porque a base teórica que se constrói partir da função social da propriedade é tomada por uma noção de função do sujeito, do indivíduo, com relação aos demais. É a ideia de que este exerça um papel específico, com a utilização dos seus bens, que permita alguma forma de *superávit* aos demais ou, ao menos, que permita aos demais que confiem que aquele bem não será utilizado em malefício dos demais, permitindo-se a criação de maior liga com relação à solidariedade orgânica.

Ao utilizar das faculdades do seu direito de propriedade, o proprietário não o faz apenas contra um determinado bem, mas o faz a partir de uma base legal que estipula as relações intersubjetivas que perfazem o conjunto dos direitos de propriedade. É diante disso que se pode afirmar que, na contemporaneidade, a “visualização da propriedade [se dá] mediante relações pessoais que devem atuar em prol da sociedade ou da coletividade[...] que a propriedade é, em realidade, dotada de relações pessoais, ou seja, entre pessoas. Culminando com o entendimento de que a mesma vem a ser uma relação entre pessoas que as vincula a determinado objeto ou bem”<sup>338</sup>. Diante do mandamento constitucional, entende Viegas que “o condicionamento [da propriedade] à função social, à dignidade da pessoa humana”, bem como por ter sido alçado a “um princípio basilar da ordem econômica e social, sempre possibilit[a] a intervenção do Estado no sistema proprietário”<sup>339</sup>.

Entretanto, não é apenas a base constitucional que opera junto ao direito de propriedade. Em verdade, a propriedade é fundamentalmente permeada pelo direito privado, somente ganhando maior presença constitucional, na contemporaneidade, a partir da segunda metade do século XX, o que pode ser visto em diversos ordenamentos jurídicos, em especial em países europeus, como França, Suíça, Itália e Alemanha, como bem destacado pelo Autor. No Brasil, como se viu ao longo do levantamento histórico-normativo realizado, a transição da

---

<sup>338</sup> VIEGAS DE LIMA, *op. Cit.*, 2010, p. 29

<sup>339</sup> *Ibid*, P. 30.

regulamentação da propriedade em âmbito constitucional somente tem início com a constituição de 1934, dando a essa contornos mais amplos do que a regulamentação historicamente apresentava, em especial no Código Civil de 1916.

É possível observar que a centralidade da regulamentação da propriedade tenha se tornado mais urgente após as grandes alterações no perfil de acumulação que foram proporcionadas pelo aprofundamento das relações capitalistas intensificadas nos Estados Unidos e na Europa após a revolução industrial e, no Brasil, após os esforços de industrialização na Era Vargas. Diante dessas modificações, vê-se a maneira a partir da qual o capitalismo, como sistema econômico, traz profundas influências nos direitos de propriedade. Em razão disso, as duras lutas sociais por melhorias nas condições de vida da classe trabalhadora demandaram grau cada vez maior de proteção, levando a propriedade à regulamentação constitucional não por escolha, mas por necessidade.

Apesar disso, é no Direito Civil que os conceitos clássicos patrimonialistas da propriedade ainda prevalecem. Apesar dos avanços no afastamento do paradigma patrimonialista da propriedade com a publicação do Código Civil de 2002, ainda há, neste subsistema, a reafirmação de conceitos clássicos, que traduzem a baixa preocupação com a qual essa tem sido tratada ao longo dos últimos séculos, no âmbito normativo, apesar das grandes discussões teóricas que têm sido realizadas. Assim, apesar desses importantes avanços, especialmente no âmbito dos regramentos dos direitos reais, o Código Civil brasileiro “não lançou o olhar devido para os direitos de propriedade”, como tratado por Viegas.

Por outro lado, pouco efeito prático teve a previsão da limitação da propriedade à sua função social no âmbito constitucional, dada a “fluidez extraordinária” com a qual se interpreta a expressão, pouco se aprofundando nas novas características intrínsecas da propriedade em um século de mutações sem precedentes. Tornou-se letra fria um preceito que poderia contribuir em grande monta para a repersonificação e a despatrimonialização dos direitos de propriedade, na condição de instituição jurídico-econômica.

Diante do exposto, Viegas entende ser necessária a realização de uma interpretação dos direitos estipulados no âmbito do Código Civil diante de novas bases e fundamentos, gerados a

partir da “realização de trocas e influxos com outros ramos do direito e, até mesmo, de outras ciências”<sup>340</sup>. Em suas palavras:

A base ou alicerce desta investigação é, fundamentalmente, a nova noção do próprio direito civil, que se move dentro de *princípios e cláusulas gerais*, dentro dos sentidos despatrimonializante e repersonificante que o Código Civil buscou estabelecer. Sem se descuidar que na atualidade o direito civil deve ser visto e estudado como uma *unitariedade sistêmica* [...] em que se reconhece, ainda, o *diálogo das fontes* [...] tanto no prisma interno quanto no externo.

Da mesma forma, a nova teoria americana da propriedade como norma de obrigação social (ALEXANDER, 2009, p. 745-746) entende que todos os proprietários possuem a obrigação com os demais não proprietários, destinada a proporcionar a liberdade indispensável, capaz de acolher as necessidades humanas a partir do compartilhamento do excesso produzido pelas mesmas. Todo o excesso da propriedade deve ser transferido para a coletividade, de forma a oportunizar o desenvolvimento das demais.<sup>341</sup>

Essa nova visão da propriedade deve ter como fundamento um mercado que garanta o reflexo das relações cada vez mais complexas que a propriedade e a sociedade desenvolvem intrinsecamente. Assim, defende o afastamento por completo do entendimento da propriedade como um “valor singular de mercado”, sendo evidente a necessidade de levar em consideração o “impacto de sua durabilidade com a estabilização de suas consequências na sociedade”. Assim, é que se vê como necessária a mudança do foco de estudo da propriedade. Deve-se avançar na compressão da propriedade como uma relação pessoal, tornando possível dar a essa o tratamento de um direito e de um sistema.

Essa perspectiva civil-constitucional da propriedade permite uma verdadeira revolução copernicana desta área de estudo, uma vez que o Brasil fundou-se, como nação, pela perspectiva justamente oposta, dada a tradição patrimonialista — o que se pode entender, por exemplo, a partir da visualização da propriedade absoluta de um indivíduo sobre outro, como no período escravocrata, em que a preocupação principal se dava com a adaptação das normas civis para que pessoas fossem consideradas como coisas —, o que explica as diversas tentativas de legislar acerca dos direitos reais, em especial a hipoteca, que incidiam sobre os escravizados.

A superação do patrimonialismo brasileiro é, portanto, a ordem do dia no estudo das propriedades, razão pela qual a interpretação formalista e abstrata — necessária para a tradição que buscava reificar as pessoas durante o período formativo do direito brasileiro — deve ser substituída

---

<sup>340</sup> *Ibid.*, p. 45.

<sup>341</sup> *Ibid.*, p. 45

pelas diretrizes do novo Código Civil, quais sejam: a eticidade, a sociabilidade e a operatividade<sup>342</sup>, dando a essas operabilidades práticas.

É salutar, portanto, a avaliação de Viegas de que “a noção de direitos patrimoniais não pode ser reduzida aos conceitos definidos pela ordem jurídica, posto que são muito mais condições de existência de direitos e obrigações”. É, portanto, necessário que a moldura civilista, segundo os preceitos constitucionais, seja construída de tal maneira que permita que opere a livre iniciativa sob uma gama de opções que seja socialmente relevante.

Isso, porque não cabe ao ordenamento jurídico regular à exaustão as possibilidades de utilização da propriedade, dado que a “mobilidade inerente à propriedade constitui um elemento central do sistema econômico, fundado no mercado e na concorrência”<sup>343</sup>. Assim, não é a tipificação à exaustão de condutas reputadas positivas ou negativas para o Estado que garantirá o uso conforme da propriedade.

É, por outro lado, a construção de bases institucionais sólidas, tetos e pisos, que permitirá o atingimento de determinados fins sociais relevantes. Dentro deste *framework*, poderá ser dado maior grau de autonomia à iniciativa privada para organizar a distribuição do capital de acordo com as oportunidades econômicas que sejam evidenciadas dentro das possibilidades jurídicas.

A regulamentação da propriedade se faz, portanto, a partir da rediscussão acerca das suas bases jurídicas, econômicas, sociais e filosóficas. A legitimação do sistema jurídico que estipula direitos de propriedade deve ser feita não apenas na teoria, onde imperam os preceitos filosóficos, mas também na prática, em que os efeitos econômicos de uma distribuição mais eficiente demonstram, ao maior número possível de cidadãos e sem que concordem quanto aos seus aspectos teóricos, os efeitos da propriedade funcionalizada.

Sob esta visão, a propriedade juridicamente segura e filosoficamente fundamentada, mas que restrinja os benefícios econômicos a um número reduzido de pessoas não poderá se sustentar. Nesse sentido, “deve-se inserir a instituição dos direitos de propriedade, mesmo porque

---

<sup>342</sup> *Ibid.*, p. 48

<sup>343</sup> *Ibid.*, p. 48

a consolidação do marco teórico do direito civil-constitucional revela a prevalência das situações existenciais em relação às patrimoniais”<sup>344</sup>.

Cabe ao Estado, portanto, utilizar de suas ferramentas para que direcione o desenvolvimento das atividades econômicas, a partir dos seus “princípios, cláusulas gerais e conceitos indeterminados”, dar o primeiro passo para que se atenda à função social. Porém, não é este o seu único campo de ação.

A operacionalização demanda uma regulamentação sistemática, mas eficiente, que se aproxima de uma modelagem jurídica do ambiente econômico, o que se faz a partir da modelagem da própria instituição da propriedade, que, como relatado por Viegas, possui “elasticidade e plasticidade”. Estas são o que determinam a capacidade de essa se modelar e ajustar para constituir novos direitos reais, viabilizando que se ajuste para atingir determinados objetivos. Assim, pode expandir-se sobre novas fronteiras ou comprimir-se, sem que deixe de ser considerada uma verdadeira propriedade. Sobre a modelação da propriedade, destaca:

Portanto, um conceito moderno de propriedade tem que ser o de um sistema de regras que governem o acesso e o controle dos recursos materiais. [...]

Por tudo isso, a propriedade deixa de possuir uma caracterização até então reconhecida de direito absoluto e irrestrito para ter contornos de um direito restringido, mediante a atuação do Estado exercendo um maior controle sobre as relações privadas de propriedade, que tem a possibilidade de dotá-la de modelações, haja vista sua plasticidade, reforçando o sentido estabelecido pelo Código Civil, da supremacia do plural frente ao individual.

Para tanto, desde o final do século passado se pensou em duas importantes características da propriedade: o conteúdo mínimo e a elasticidade.<sup>345</sup>

Acerca do conteúdo mínimo, Viegas destaca que é “aquele conteúdo indispensável para que a propriedade possa sobreviver como tal”. E atribui à interferência do Estado Social na propriedade a garantia da existência desse conteúdo mínimo, que pode “se modelar e mover dentro de parâmetros situados entre seu conteúdo mínimo e o máximo”, sendo o primeiro emanado dos ditames constitucionais e o segundo dos ditames civis. Sobre a modelação da propriedade, ainda destaca o autor:

Com essas bases encontramos diversas formas de propriedades, tais como as superpostas, justapostas, divididas, enfim, com as *modelações* indispensáveis ao mundo atual, olhando o direito para o futuro, a partir das experiências adquiridas no passado, de modo que as *redefinições* possam integrar o ordenamento jurídico da maneira menos traumática

---

<sup>344</sup> *Ibid.*, p. 48

<sup>345</sup> *Ibid.*, p. 36

possível, como forma de conservar o existente e agregar novas *modelações*, sem, contudo, romper com todo o *sistema* vigente<sup>346</sup>.

Assim, faz-se necessária a “formulação de marcos institucionais, fundado em uma organização eficaz e de uma estrutura de propriedade capaz de canalizar os esforços econômicos individuais para atividades que permitem a aproximação da taxa privada de benefícios em relação à taxa de benefícios”<sup>347</sup>.

### **5.3. Análise crítica da financeirização e a necessidade de reformas da instituição da propriedade**

Passa-se a analisar como a mudança de um marco institucional que privilegiava a estabilidade do sistema deu origem aos impulsos dos agentes econômicos que levaram à maior crise financeira da história recente.

Viegas estabelece que um marco institucional, em linha com a NEI, deve ser fundado em “uma organização econômica eficaz” e uma “estrutura de propriedade capaz de canalizar os esforços econômicos individuais para atividades que permitam a aproximação da taxa privada de benefícios em relação à taxa de benefícios”<sup>348</sup>.

No caso do SFI, vê-se que tal preocupação esta ausente, uma vez que o desenho institucional equiparava o conceito de eficiência econômica com o *laissez-faire*. Como tratado por Royer: “o governo brasileiro deveria flexibilizar ao máximo as regras do financiamento imobiliário para que o próprio mercado defina o equilíbrio da oferta e da demanda, já que as decisões dos agentes econômicos no mercado tendem a gerar o equilíbrio, segundo o viés neoclássico”<sup>349</sup>.

Desse modo, vê-se que o novo marco institucional, baseado na regulamentação mínima do mercado e a criação de instrumentos financeiros que tinham por objetivo a captação de recursos junto a investidores, com socialização dos riscos, limitou-se a alegar, de forma leviana, que sua filiação à NEI seria representada pelo mero objetivo de instituir um novo marco legal que reduziria

---

<sup>346</sup> *Ibid.*, p. 36

<sup>347</sup> *Ibid.*, p. 51

<sup>348</sup> *Ibid.*, p. 61

<sup>349</sup> ROYER, *op. Cit.*, p. 105.

os custos de captação de crédito, sem que levasse em consideração mecanismos robustos para limitar as imperfeições de mercado e a lógica inerentemente instável da marcha capitalista.

A alta instabilidade do SFI, que se propõe como principal marco regulatório do acesso ao crédito imobiliário no Brasil pode ser observada no contexto da crise econômica que assolou o país a partir de 2014 e alterou profundamente o cenário então existente para o mercado imobiliário. As condições macroeconômicas adversas restringiram a capacidade de investimento público e reduziu a expressividade de programas como o Minha Casa Minha Vida.

De acordo com dados obtidos junto ao IBGE e ao Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas (INBRE/FGV), o Brasil apresentou uma taxa de investimentos média durante o período 2010-2014 de 20,5% (vinte vírgula cinco por cento) do PIB. Porém, com a recessão que se iniciou no segundo trimestre de 2014, a taxa de investimento desabou, sendo de 15,5% (quinze vírgula cinco por cento) no primeiro trimestre de 2019, portanto 5 (cinco) pontos percentuais a menor do que a média do período 2010-2014<sup>350</sup>.

A análise do período entre 2014 e 2017 indica uma diminuição significativa nos investimentos, evidenciada por uma comparação entre o terceiro trimestre de 2013, quando a taxa média de investimento era de 21,5% do PIB, e o segundo trimestre de 2017, com uma taxa média de 14,7% do PIB, culminando em uma contração de cerca de sete pontos percentuais. Anualmente, a maior contração observada foi de 5,9 pontos percentuais, de 2013 (20,9% do PIB) para 2017 (15,0% do PIB). Em 2018, observa-se que cerca de 90% dos países ao redor do mundo superaram o Brasil em taxas de investimento, com uma média global dez pontos percentuais maior que a brasileira. Esta discrepância é ainda mais acentuada quando focamos nos países emergentes, que investiram mais que o dobro em comparação com o Brasil. Especificamente no setor de construção civil, houve uma redução acumulada de 24,9% de 2014 a 2019, com continuidade na contração pós-recessão (2017-2019) de -2,5%.

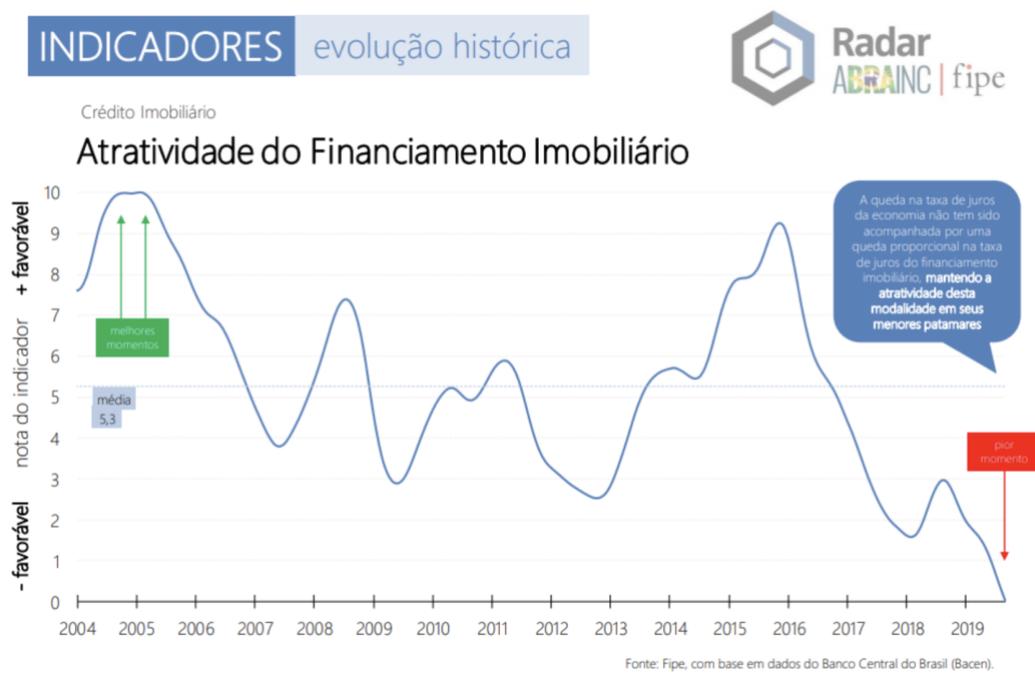
Tomando como referência os dados da Associação Brasileira de Incorporadoras Imobiliárias (ABRAINC)<sup>351</sup>, é evidente que a crise econômica teve um impacto multifacetado, que

---

<sup>350</sup> INSTITUTO BRASILEIRO DE ECONOMIA - FGV. [S.l.: s.n.], [2023]. Disponível em: <https://portalibre.fgv.br/>. Acesso em: 15/12/2023.

<sup>351</sup> ABRAINC. RADAR: Informe do 3º trimestre/2019. São Paulo: Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (FIPE), 2019.

vai além da simples redução dos investimentos. Especificamente, a atratividade do financiamento imobiliário sofreu um declínio acentuado durante o período analisado, despencando de uma avaliação acima da média em 2011 para o ponto mais baixo na série histórica, beirando o zero. Isso representa uma queda da nota 9 para aproximadamente 2, distanciando-se quase 4 pontos da média histórica. Tal retração no índice de atratividade evidencia a contração significativa no acesso ao crédito imobiliário, um fator essencial para a dinâmica do mercado de imóveis e para a economia mais ampla:



FONTE: ABRAINC, p. 18.

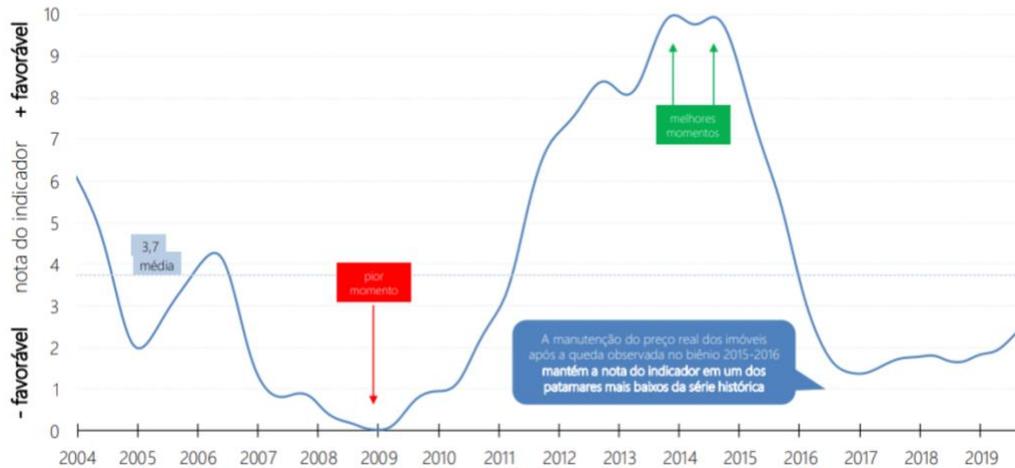
A redução da disponibilidade de empregos e de condições favoráveis para o financiamento imobiliário impulsionaram negativamente o preço dos imóveis, como pode ser observado pelos gráficos abaixo:

## INDICADORES evolução histórica



Ambiente do Setor

### Preço dos imóveis



Fonte: Fipe, com base em dados do Índice FipeZap.

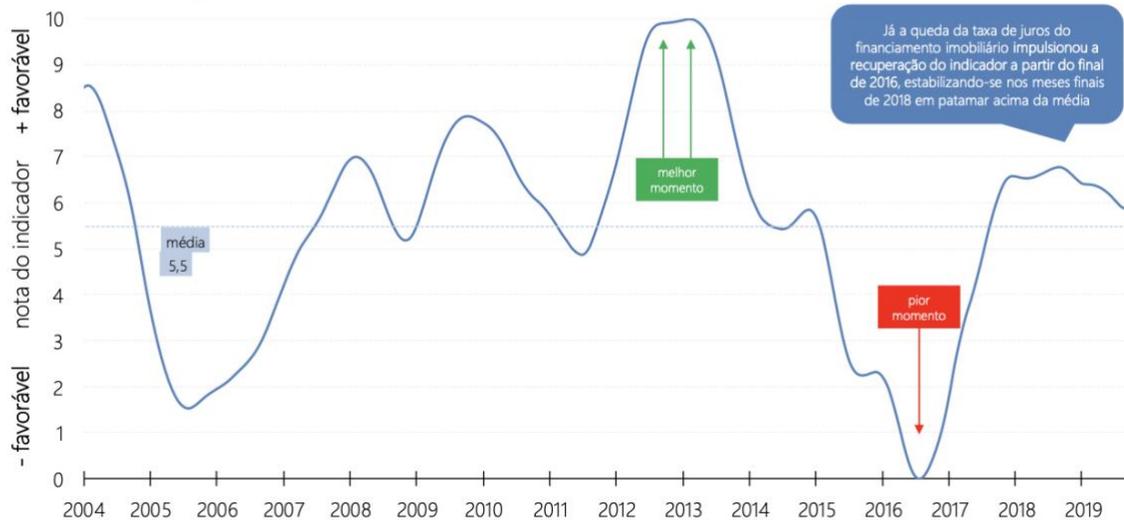
FONTE: ABRAIN, p. 19

## INDICADORES evolução histórica



Crédito Imobiliário

### Condições de financiamento

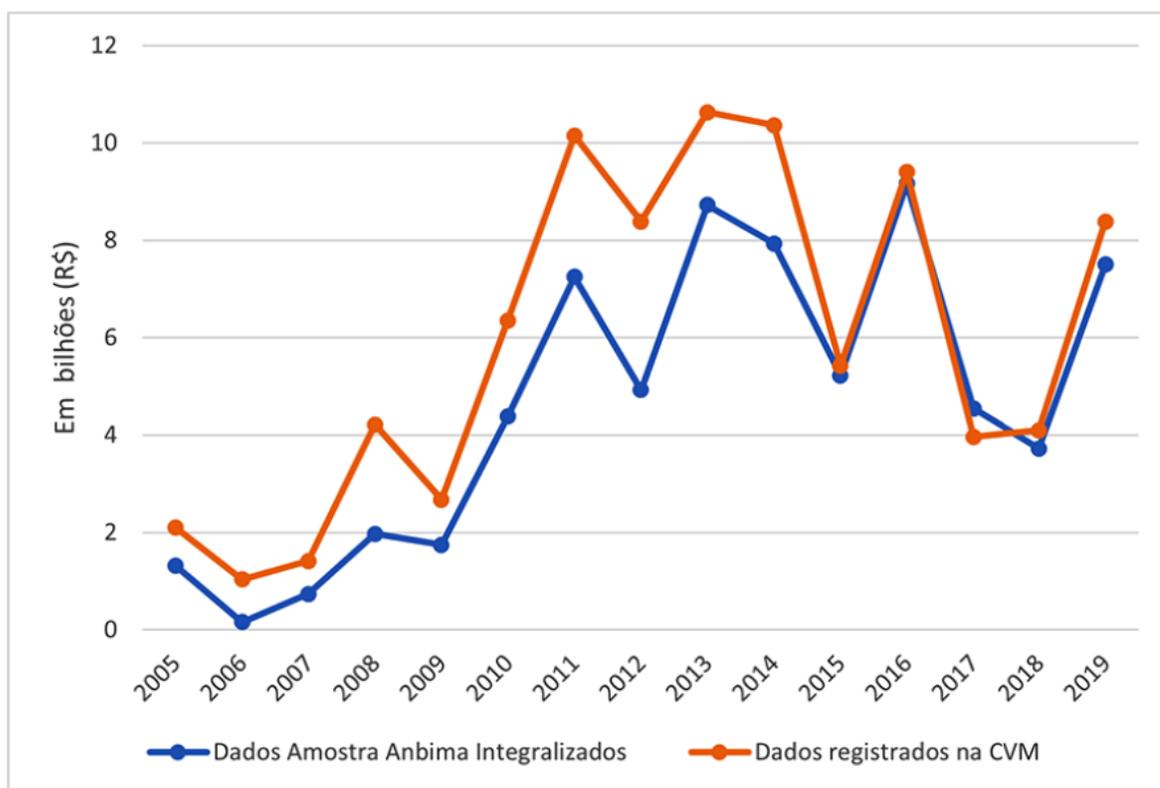


Fonte: Fipe, com base em dados do Banco Central do Brasil (Bacen).

FONTE: ABRAIN, p. 16

A expressividade dos dados trazidos é, sem dúvidas, muito relevante. É possível observar que a formação da bolha imobiliária brasileira ocorre no período imediatamente posterior à crise de 2008, que teve como ponto de partida justamente os ativos financeiros vinculados ao mercado imobiliário. E pode-se observar, de imediato, a correlação entre o período de maior crescimento destes quando comparado com o volume de securitizações ocorridas:

Gráfico 1 – Volume\* securitizado da amostra e do universo (2005-2019)

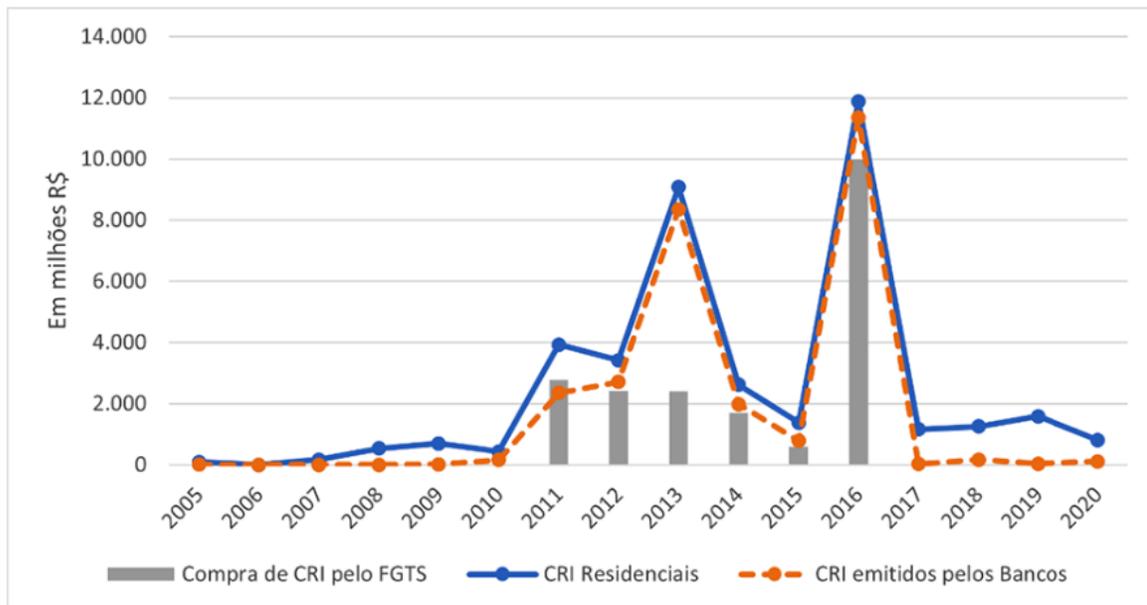


Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados da Anbima (2014) e CVM.  
\*valores reais deflacionados pelo IPCA (ano-base de 2005).

FONTE: TORRES, TONNUCI e ALMEIDA, P. 43.

Após o estouro da bolha imobiliária em 2015, ficou evidente a necessidade de atuação do governo para que fosse encontrada uma solução que evitasse uma crise de proporções ainda maiores, acarretando efeitos muito similares àqueles observados nos Estados Unidos anos antes. A estratégia adotada foi a utilização do FGTS como ferramenta de estabilização do mercado imobiliário, a partir do incentivo maciço à aquisição de CRIs para compor a carteira do referido Fundo, como se observa do gráfico elaborado por Torres, Tonucci Filho e Almeida, a partir dos dados da ANBIMA:

**Gráfico 4 – O papel das instituições bancárias e do FGTS na securitização residencial (2005-2020)**



Fonte: elaboração própria, a partir dos dados coletados no *site* da Anbima e do FGTS.

FONTE: TORRES, TONNUCI e ALMEIDA, P. 46.

Vê-se que o pouco noticiado *bail-out* do governo brasileiro ao mercado financeiro em 2016 impediu um colapso maior, mas também limitou o volume de captações dos anos seguintes, quando os recursos deixaram de ser aplicados pelo ente público, o que demonstra a dependência

do setor financeiro do Estado brasileiro. Sobre o tema, destacam Torres, Tonucci Filho e Almeida<sup>352</sup>:

Por fim, o investimento em CRI, em alguns momentos, esteve associado à utilização do FGTS enquanto braço da política fiscal do governo federal. Em 2016, o ano em que o FGTS aplicou um volume inédito nessas operações, a motivação do fundo era amortecer os impactos da recessão econômica de 2015 e 2016. Através da análise das atas do CCFGTS, é possível perceber como o FGTS encomendou os CRIs junto às principais instituições financeiras do País. Ao comprar esses pacotes de financiamentos e retirar crédito imobiliário do balanço dos bancos, o FGTS abria espaço para que essas instituições pudessem conceder novos empréstimos, uma vez que deveriam continuar a atender os critérios de exigibilidade do SFH. Dessa maneira, viabilizou-se uma política fiscal anticíclica sem a utilização de recursos do Tesouro Nacional. As atas do CCFGTS revelam que nem sempre há consenso entre os conselheiros quanto à execução orçamentária do fundo. O poderio de seus recursos e a capacidade de influenciar a dinâmica econômica tornam uma arena de interesses dos segmentos econômicos representados no órgão colegiado.

A destruição de valor que a financeirização proporciona, tanto para o Estado quanto para os proprietários individuais, torna-se clara. Porém, esta não cria um vácuo, em que todo o mercado se recupera na mesma velocidade. A crise é transformada em oportunidade para aqueles que detém capital suficiente.

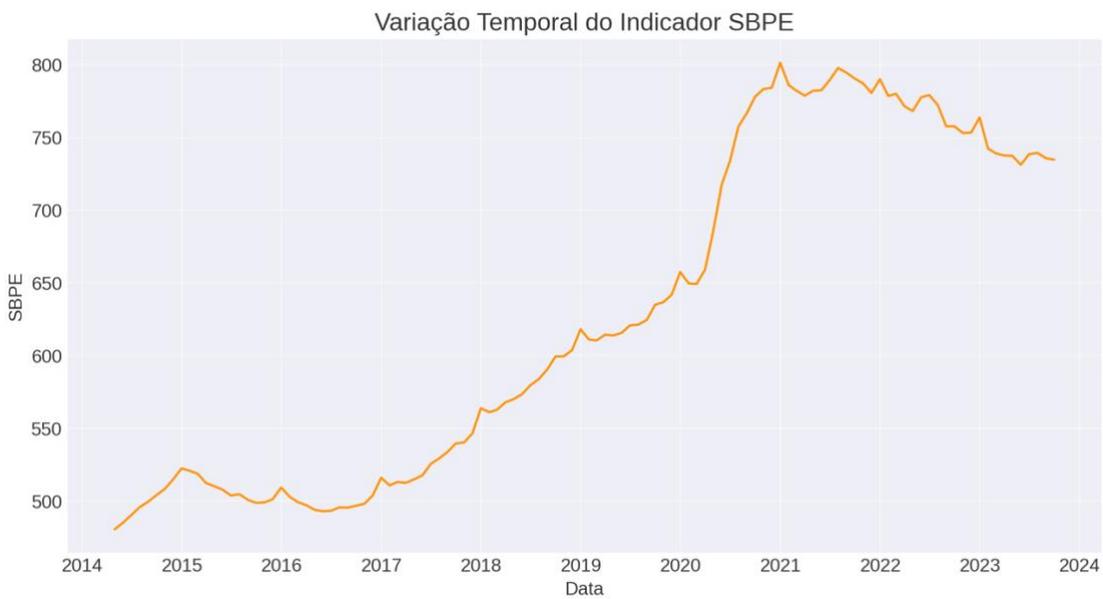
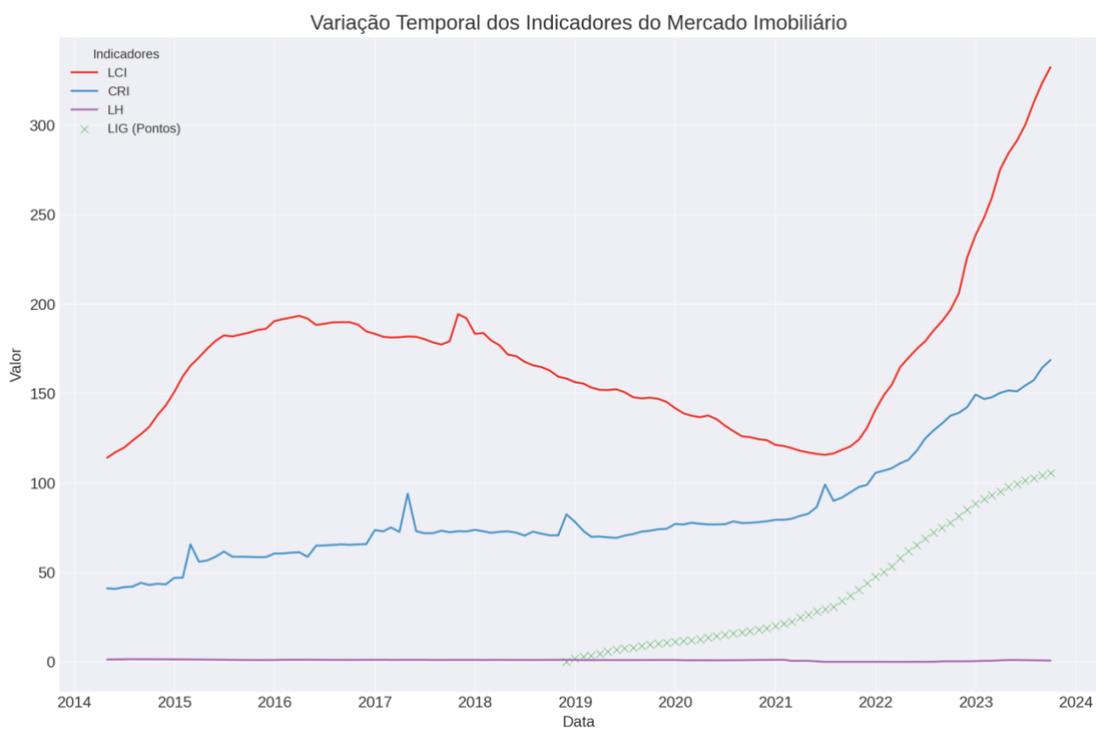
Ao final, faz-se um breve parênteses para discutir os resultados produzidos pelo SFI.

No que se refere ao volume de recursos captados, pode-se identificar as LCI como o principal motor do SFI, seguido pelo CRI, conforme se observa do gráfico abaixo, elaborado com base nos dados disponibilizados pelo BACEN<sup>353</sup>. Para a LIG, dada a presença significativa de valores ausentes, foram usados pontos para indicar os dados disponíveis, destacando sua natureza mais esporádica. Por outro lado, vê-se que a captação de recursos pelo SBPE está recuando desde 2021, momento em que as altas taxas de juros retornaram, ocasionando uma maior restrição na poupança e pressionando os indivíduos a buscarem maior rentabilidade em ativos vistos como seguros. É justamente o caso dos instrumentos financeiros imobiliários.

---

<sup>352</sup> TORRES, TONNUCI e ALMEIDA, *op. Cit.*, P. 47

<sup>353</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL. Estatísticas do Mercado Imobiliário. [S.l.: s.n.], [2023]. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/mercadoimobiliario>. Acesso em: 16/11/2023-

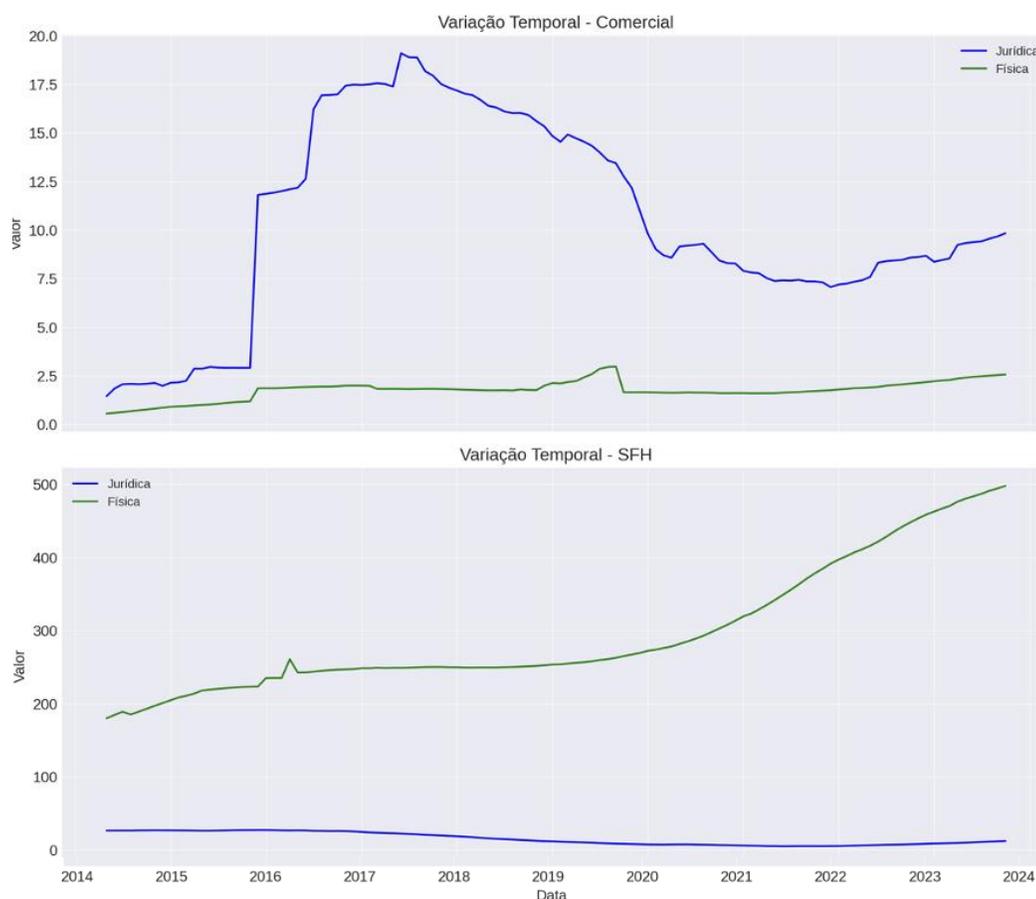


Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados do BACEN<sup>354</sup>.

<sup>354</sup> BANCO CENTRAL DO BRASIL, *op. Cit.*

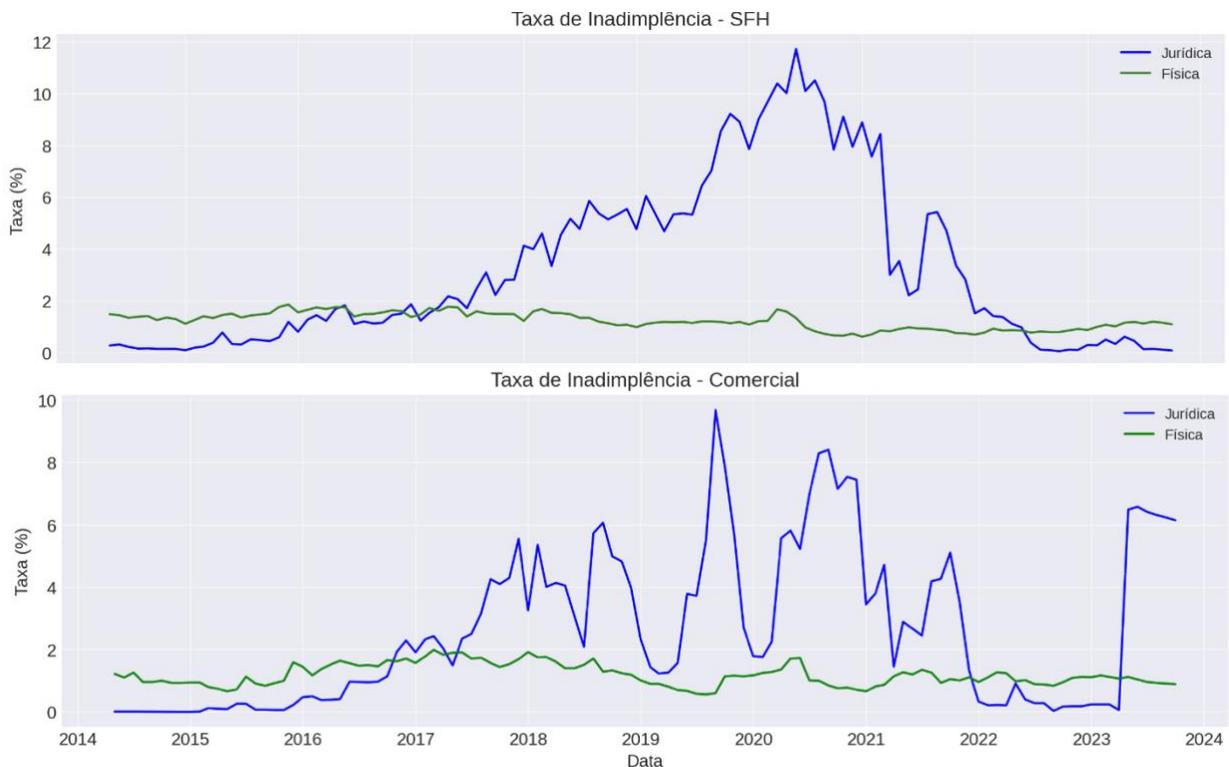
A visualização gráfica também auxilia a compreender a afirmação de inerente instabilidade financeira ocasionada pela introdução de instrumentos financeiros como principais vetores da captação de recursos para aplicação no crédito imobiliário. Conforme introduzido acima, a participação do SFH nos financiamentos imobiliários destinados à habitação, cujo *funding* é oriundo de recursos do SBPE, possui trajetória ascendente estável durante o período de 2014 a 2023.

Por outro lado, a concessão de crédito comercial para pessoas jurídicas, local onde se situa o maior volume de aplicações dos recursos captados no mercado financeiro — como aqueles voltados para construção de grandes lajes comerciais, por exemplo — demonstra a alta volatilidade do sistema. Em 2016, com os impulsos destinados ao mercado imobiliário, inclusive a partir da aplicação de recursos do FGTS na aquisição de recebíveis imobiliários, como tratado acima, houve mudança significativa do volume de financiamentos concedidos, representando mais de cinco vezes o observado no ponto imediatamente anterior, alcançando 12,5 bilhões de reais. Porém, tal número recuou expressivamente a partir de 2018, aproximando-se de 50% do pico registrado:



Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados do BACEN <sup>355</sup>.

Em se tratando de percentuais de inadimplência, os gráficos subsequentes também são elucidativos, demonstrado o maior risco associado às taxas não regulamentadas em relação às regulamentadas, o que contribui para uma menor exposição do mercado imobiliário a riscos.



Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados do BACEN <sup>356</sup>.

Cabe destacar que, apesar dos períodos de alta inadimplência de pessoas jurídicas ao SFH, atingindo pico 2% maior do que o máximo do crédito comercial, é possível identificar e agir para reverter as tendências identificadas. Veja que em períodos de menor estresse da economia, a taxa de inadimplência costuma ser menor do que a dos créditos livres, podendo-se correlacionar a piora nas taxas no período de 2020 a 2021 com as severas dificuldades financeiras das empresas enfrentadas durante pandemia de Covid-19.

<sup>355</sup> *Ibid.*

<sup>356</sup> *Ibid.*

Por fim, com relação às garantias, vê-se que a modalidade mais relevante é a alienação fiduciária, sendo a hipoteca utilizada de forma residual. A título de exemplo, em março de 2023 a quantidade de unidades residenciais financiadas que contaram com alienação fiduciária em garantia foi de 718.800, enquanto a de hipotecas foi cerca de 30 vezes menor, totalizando apenas 2.320 unidades.



Unidades residenciais x modalidade de garantia. FONTE: BACEN<sup>357</sup>

A relação em comento demonstra a grande adesão e confiança do mercado na alienação fiduciária em garantia, demonstrando seu poderoso e positivo impacto nos esforços de se construir um sistema que tenha resiliência nas hipóteses de uma redução da capacidade de pagamento, assegurando que a expectativa de baixos custos de execução dos valores devidos reflitam de forma determinante na redução dos custos de transação.

Diante de todo o exposto, pode-se concluir que o arcabouço jurídico do SFI incentivou a grande penetração de ativos financeiros de base imobiliária no Brasil. Os seus objetivos iniciais de impulsionamento do mercado habitacional, porém, não parecem ter sido alcançados.

<sup>357</sup> *Ibid.*

O novo marco institucional foi exitoso na instituição de garantia real que se mostrou dinâmica, segura e eficaz aos credores, que a utilizam em quase a totalidade de suas operações. Por outro lado, os dados analisados demonstram que a modelagem regulatória não encampa os elementos necessários para o fomento de atividades desta natureza, o que o diferencia de forma significativa do mercado estadunidense, em que 81% do volume total de MBS têm como devedores famílias em busca de crédito para aquisição de unidades residenciais unifamiliares<sup>358</sup>. A predominância das operações comerciais sobre as residenciais corrobora longa tendência identificada por diversos autores, como Fix, Royer e Torres, Tonucci e Almeida. O SFI criou um ambiente de “securitização residencial descontínua e uma securitização com lastro corporativo mais consistente e crescente”<sup>359</sup>. Os benefícios de tal sistema são mantidos em FIIs, com tributação diferida, sem que sejam recolhidos os tributos incidentes que se fazem essenciais para o investimento público no setor. Ademais, a regulamentação acerca das aplicações mínimas de crédito no âmbito do SFH faz com que os recursos captados pelo SBPE sejam cada vez mais utilizados em operações distintas da concessão de crédito imobiliário a taxas reguladas. Por fim, a instabilidade sistêmica proporcionada por este mercado completa o *framework* institucional.

## CONCLUSÃO

Ao longo deste trabalho, apresentaram-se as diversas dinâmicas inerentes aos direitos de propriedade ao longo dos séculos. Buscou-se apresentar de que maneira Estado, mercado e propriedade interligam-se.

Viu-se que, desde o momento mais inicial da formação dos Estados nacionais, o crédito exerceu papel fundamental na modelagem institucional dos direitos de propriedade, tendo a segurança jurídica dos credores sido fator de vida ou morte das nações embrionárias em período de grandes conflitos internos e externos.

Após as revoluções burguesas, o Estado liberal ditaria as bases sobre as quais se construíram os direitos de propriedade, levando ao rápido e desenfreado desenvolvimento econômico de alguns países após a revolução industrial. Porém, o viés individualista e

---

<sup>358</sup> TORRES, TONUCCI E ALMEIDA, op. Cit., p. 45

<sup>359</sup> *Ibid.*, p. 46

patrimonialista deste paradigma criou importantes entraves para uma distribuição dos benefícios proporcionados pelos novos marcos institucionais.

À medida que tais dificuldades se tornaram mais evidentes, foram realizados importantes esforços teóricos no intuito de compreender a nova ordem econômica posta em prática pelo novo sistema. A economia e a sociologia, em especial, contribuíram grandemente para os avanços teóricos que seriam realizados pelo Direito. O positivismo, o marxismo e o funcionalismo foram a base teórica das principais discussões associadas à reforma do Estado. A NEI, por outro lado, fornece um arcabouço que facilita o diálogo das fontes entre Economia e Direito, viabilizando-se uma análise holística do fenômeno em espeque.

A síntese de tais discussões levou à consolidação de um novo marco institucional, o Estado de bem-estar social. Com ele, viram-se grandes avanços no acesso à propriedade no Brasil e nos Estados Unidos. Isso foi obtido mediante forte atuação do Estado, direta ou indiretamente, com o objetivo de democratizar o acesso e regulamentar seu uso de acordo com preceitos mínimos que compunham as considerações de ordem social. No Brasil, o Estado social serviu de inspiração para a primeira grande experiência de sucesso, ao menos em termos quantitativos, de um programa habitacional de larga escala, construído a partir da introdução de elementos de maior estabilização do sistema, tais como a correção monetária dos contratos vinculados ao SFH, a necessidade de contratação de seguros obrigatórios, além da centralização das atividades de regulamentação e coordenação do sistema em um único órgão: o BNH. Não passa despercebido, também, a estruturação de um sistema de captação de poupanças voluntárias, a partir do SBPE, e a consolidação dos fundos de previdência em um único fundo, o FGTS.

Com o avançar das décadas, o alto endividamento público e as crises internacionais impulsionaram o Estado, novamente, para uma atuação secundária. A eclosão do neoliberalismo, individualista e patrimonialista, impôs nova mudança no marco institucional. A produção de unidades imobiliárias saiu do centro da discussão política nacional, que ocupava desde a Era Vargas, e passou a ser vista como um “problema de mercado”. A criação do SFI ocorreu logo após um colapso no setor, precipitado pelas práticas de “autofinanciamento” que eram exigidas diante da hiperinflação, que aumentava a preferência por liquidez dos bancos e, por conseguinte, aumentavam os custos de transação.

A nova lógica instaurada pela financeirização da propriedade imobiliária, apesar de viabilizar a prática de taxas de juros mais baixas em nível individual, só a fazia a partir da mitigação dos riscos das instituições financeiras mediante a venda de créditos *subprime* securitizados ao mercado, afirmando tratar-se de ativos da mais alta qualidade e segurança. As práticas abusivas e o fraco controle regulatório do Estado sob as instituições que se proliferaram à margem do sistema bancário não tardou a mostrar sua tendência à fragilização sistêmica, como apontado por Minsky. As doses cavalares dos “remédios” institucionais formulados se mostraram, a princípio, intoxicantes — causando uma euforia sem precedentes no mercado imobiliário. Em pouco tempo, a toxicidade demonstrou-se quase fatal à economia global.

Os efeitos devastadores são, ainda, sentidos no mercado imobiliário mundial. Diante desse cenário, é vital para a sobrevivência dos direitos de propriedade que se identifiquem as causas do colapso global não apenas nas más-condutas de determinados agentes individuais, mas de que maneira as contradições lógicas permitidas pela financeirização puderam ocasionar tamanha bolha especulativa sem grandes preocupações. Além disso, cabe buscar entender quais as consequências de crises desta natureza para a efetivação prática dos preceitos jurídicos caros ao estudo da propriedade sobre uma perspectiva civil-constitucional.

Para ilustrar a razão da preocupação e da necessidade de se tratar com urgência a questão, apresenta-se brevemente o caso da BlackStone, que se beneficiou em larga escala da crise de 2008. A empresa se descreve<sup>360</sup> como “a maior gestora de ativos alternativos do mundo, gerencia aproximadamente \$1 trilhão em ativos [*assets under management*]” compostos de “mais de 12.600 ativos imobiliários e mais de 230 empresas”. De acordo com relatório divulgado pela Private Equity Stakeholder Project (PESP) e a Alliance of Californians for Community Empowerment (ACCE)<sup>361</sup>, a Blackstone é, hoje, a maior proprietária e locadora dos Estados Unidos.<sup>362</sup> Pelos levantamentos das instituições retro, os 12.600 imóveis da gestora superam 300.000 unidades imobiliárias em sua propriedade.

---

<sup>360</sup> BLACKSTONE. [S.l.: s.n.], [2023]. Disponível em: <https://www.blackstone.com/the-firm/>. Acesso em: 16/11/2023.

<sup>361</sup> PRIVATE EQUITY STAKEHOLDER PROJECT; ALLIANCE OF CALIFORNIANS FOR COMMUNITY EMPOWERMENT. “*Blackstone Comes to Collect: How America’s Largest Landlord and Wall Street’s Highest Paid CEO Are Jacking Up Rents and Ramping Up Evictions*”. 25 de março de 2023. Disponível em: <https://pestakeholder.org/reports/blackstone-comes-to-collect-how-americas-largest-landlord-and-wall-streets-highest-paid-ceo-are-jacking-up-rents-and-ramping-up-evictions/>. Acesso em: 19/11/2023.

<sup>362</sup> Ibid.

Os investimentos da Blackstone em imóveis após a crise de 2008 foram favorecidos por três principais fatores. O primeiro foi a grande disponibilidade de caixa, em um momento de crise de liquidez global, oriunda dos milhões de dólares que foram recebidos como consequência da posição de seus *hedge funds* em uma aposta contra as hipotecas *subprime* no final de 2006, antes da implosão da bolha imobiliária<sup>363</sup>. O segundo, foi a escalada deflacionária dos preços dos imóveis, comprando-os a preços módicos. O terceiro foi a explosão aguda do mercado de locação em razão dos *foreclosures* e da descapitalização das famílias afetadas pela crise.

A gestora realizou principalmente a aquisição de residências unifamiliares que haviam passado pelo processo de *foreclosure*. Ato subsequente, as alugava, lucrando não somente com a postura especulativa sobre o valor das residências em seu portfólio, mas também com o gigante mercado de locações, que lhe garantiu um fluxo de recebíveis de longo prazo. Diante de tais fatores, tornou-se a maior empresa imobiliária do mundo, possuindo uma gama diversificada de ativos, incluindo nos setores de logística, habitação, escritórios, hotéis e varejo na América do Norte, Europa e Ásia<sup>364</sup>.

Nos últimos dois anos, a Blackstone expandiu agressivamente seu império imobiliário residencial, adquirindo propriedades unifamiliares e multifamiliares e adicionando mais de 200.000 unidades habitacionais ao seu portfólio. Recentemente, a empresa iniciou um número significativo de despejos, particularmente na Flórida, onde mais de 350 despejos foram registrados em um período de quatro meses em 2022. Em algumas jurisdições, como a Califórnia, a Blackstone pode ter incentivos financeiros para despejar inquilinos existentes devido à legislação estadual que limita aumentos de aluguel para inquilinos atuais, mas não para novos. O relatório<sup>365</sup> sugere que a Blackstone pode estar se preparando para aumentar os aluguéis em até 20%. A revisão de quase 400 propriedades da Blackstone revelou que muitas estão localizadas em bairros com populações majoritariamente vulneráveis, o que pode indicar um impacto desproporcional das ações de despejo nessas comunidades. Despejos podem levar a graves interrupções na vida das pessoas, com consequências para a saúde física e mental, incluindo estresse, ansiedade, hipertensão, depressão e até pensamentos suicidas.

---

<sup>363</sup> MERCED, Michael J. de la. "*Blackstone Group Reports \$500 Million 3rd-Quarter Loss*". The New York Times, 06 nov. 2008. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2008/11/07/business/07blackstone.html>. Acesso em: 16/11/2023.

<sup>364</sup> *Ibid.*

<sup>365</sup> *Ibid.*

Este cenário não apenas redefiniu o mercado de aluguel residencial, mas também trouxe questionamentos sobre a qualidade das habitações oferecidas e o impacto sobre a crise habitacional global. Com suas táticas financeiras e apoio de instituições governamentais e grandes bancos, a Blackstone exemplifica a capacidade de certos atores de se recuperarem e até se beneficiarem em tempos de adversidade econômica, muitas vezes à custa de comunidades vulneráveis impactadas pela crise de moradia.

A função social da propriedade, confrontada com os riscos da financeirização, demanda um equilíbrio entre a liberdade de mercado e a proteção dos direitos sociais. No contexto brasileiro, apesar da busca por eficiência econômica alinhada com a teoria da NEI, a prática se desviou para um liberalismo desenfreado, negligenciando a necessidade de estruturas robustas para mitigar imperfeições de mercado e a instabilidade inerente ao capitalismo. A crise econômica exacerbou essa instabilidade, evidenciada pela retração dos investimentos e pela diminuição do acesso ao crédito imobiliário, afetando assim a dinâmica do mercado de imóveis e a economia mais ampla.

As políticas adotadas, como a utilização do FGTS para estabilizar o mercado, embora tenham amortecido o impacto da crise, também expuseram a dependência do setor financeiro do apoio estatal. A financeirização pode, portanto, resultar em um deslocamento da função social da propriedade, priorizando ganhos de capital em detrimento da estabilidade e acessibilidade habitacional, e evidenciando a discrepância entre os benefícios privados e coletivos. A análise dessa dinâmica revela que a resposta institucional à crise deve incorporar não apenas a eficiência econômica, mas também a justiça social e a sustentabilidade a longo prazo.

De acordo com Royer<sup>366</sup>, no contexto do mercado financeiro brasileiro e sua visão sobre o papel do crédito imobiliário no desenvolvimento do país, identifica-se uma forte inclinação dos setores financeiros em alinhar o mercado de financiamento imobiliário brasileiro aos padrões de países como Chile, México e Espanha. Essa abordagem sugere que o governo brasileiro deve adotar medidas para atrair investimentos privados para o setor de financiamento imobiliário. Ressalta a autora que o foco dessa discussão não está na melhoria das condições habitacionais ou no aumento do parque residencial, mas sim na promoção e no desenvolvimento do setor de financiamento imobiliário em si.

---

<sup>366</sup> ROYER, *op. Cit.*, p. 104

A manutenção de uma política financeirizada implica custos significativos, tanto no aspecto econômico quanto no social. Esta abordagem, centrada na esfera financeira, tem implicações diretas na produção e na oferta habitacional, afetando empregos na indústria da construção e a configuração física das cidades, especialmente evidente no contexto norte-americano. Segundo Fix<sup>367</sup>, a bolha de preços imobiliários não se restringe a um fenômeno meramente financeiro, mas impacta substancialmente a produção, gerando repercussões significativas na estrutura de oferta habitacional.

Nesse cenário, as empresas do setor imobiliário enfrentam uma concorrência crescente com imóveis resgatados por credores, que são ofertados a preços inferiores aos de novas construções. Esse fenômeno ocorre em um contexto já desafiador, marcado pelo declínio de pequenos construtores e pela luta das grandes empresas para sobreviver por meio de cortes de despesas e reestruturações de dívidas. Adicionalmente, a crise afeta diretamente o orçamento das famílias, reduzindo o interesse por casas novas e elevando a expectativa de obter imóveis a preços mais acessíveis no mercado de casas retomadas.

Portanto, conclui-se que a financeirização da propriedade imobiliária contribui para a prolongação das crises no setor, alterando a dinâmica do mercado e impondo desafios adicionais às empresas do ramo, enquanto afetam negativamente a economia e a sociedade como um todo. Para que se alcancem os objetivos constitucionais, deve-se revisitar as bases de tal marco institucional de maneira a submetê-lo a testes de estresse teóricos acerca dos seus efeitos práticos. Deve-se buscar estruturar, com base nas evidências e no diálogo das fontes, freios e contrapesos para que se evite um colapso que fira de morte não apenas a instituição como conhecemos, mas também a capacidade de que o Brasil possa se recuperar mais uma vez.

---

<sup>367</sup> FIX, *op. Cit.*, p.19

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABREU, João. “**Durkheim e o Fenômeno Jurídico na Obra Da Divisão do Trabalho Social: ensaio crítico**”. Revista EMERJ, Rio de Janeiro, v. 14, n. 56, p. 179-192, out.-dez. 2011.
- ADAMS, John. “*Discourses on Davila: A Series of Papers on Political History*”. Nova York: Da Capo Press, 1973.
- ALEXANDER, Gregory S. PEÑALVER, Eduardo M. “*An introduction to property theory*”. Cambridge University Press. 2012.
- \_\_\_\_\_.; \_\_\_\_\_.; Singer, Joseph William; UNDERKUFFLER, Laura. “*A Statement of Progressive Property*.” Cornell Law Review, vol. 94, p. 743-744, 2009.
- ANBIMA. “**Certificados de Recebíveis Imobiliários**”. Redatores: Caroline Teixeira Jorge, Marcelo da Silva Cidade. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2015. 86 p.; 25 cm. (Estudos especiais: produtos de captação). ISBN 978-85-86500-72-5.
- ANKARLOO, Daniel. “**O Estado de Bem-Estar**”. In: Fine e Saad Filho. “Dicionário de economia política marxista”. Expressão popular. 2020.
- ARAGÃO, José Maria. “**Sistema Financeiro da Habitação. Uma análise sociojurídica da gênese, desenvolvimento e crise do sistema**”. Juruá, 2010. P. 77-78
- ARAÚJO, Gabriel Frias; BOUCAULT, Carlos Eduardo de Abreu . “**Direitos sociais e autoritarismo nos anos Vargas**”. In: Seminário de Pesquisa em Direito da FDRP/USP, 2016, Ribeirão Preto. Caderno de Resumos do Seminário de Pesquisa em Direito da FDRP/USP, 2016.
- ARON, Raymon. “**As etapas do Pensamento Sociológico**”. Martins fontes. São Paulo. 2000.
- BERCOVICI, Gilberto. “**Tentativa de instituição da democracia de massas no Brasil: instabilidade constitucional e direitos sociais na Era Vargas (1930-1964)**”. In: SEELANDER, Airton Cerqueira; FONSECA, Ricardo Marcelo (orgs). “História do Direito em perspectiva: do Antigo Regime à Modernidade”. Curitiba: Juruá, 2008, p. 376-414.
- BOBEK, Alicja; MIKU, Marek; SOKOL, Martin. “*Making sense of the financialization of households: state of the art and beyond*.” Socio-Economic Review, vol. 21, n. 4, p. 2238, 15 jun. 2023. Disponível em: <https://doi.org/10.1093/ser/mwad029>.

BONDUKI, N G. “**Crise na habitação e a luta pela moradia no pós-guerra. Lutas Sociais e a Cidade**”. São Paulo: Passado e Presente. Tradução . Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1988

\_\_\_\_\_. “**Origens da habitação social no Brasil**”. *Análise Social*, vol. XXIX (127), 1994, nº 3, pp. 711-732.

BRASIL. Ministério do Planejamento e Orçamento; Ministério da Fazenda. “**Exposição de Motivos Interministerial N° 032/MPO-MF**”. Brasília, 9 de junho de 1997.

BRASIL. Ministério da Economia. “**Exposição de Motivos nº 00023/2022 ME**”. Brasília, 4 de fevereiro de 2022. Medida Provisória nº 1.103, de 15 de março de 2022.

BRASIL. Ministério da Fazenda. “**Exposição de Motivos nº 00104/2023 MF**”. Brasília, 24 de agosto de 2023. P.1

BRASIL. Receita Federal do Brasil. Coordenação-Geral de Tributação. “**Solução de Consulta nº 223 - Cosit. Brasília, 4 de dezembro de 2018**”.

BRASIL. **Decreto nº 2723, de 12 de janeiro de 1861**. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1824-1899/decreto-2723-12-janeiro-1861-556013-publicacaooriginal-75580-pe.html>.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. “*The 2008 financial crisis and neoclassical economics*”. *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 30, nº 1 (117), pp. 3-26, jan.-mar./2010.

BLACKSTONE. [S.l.: s.n.], [2023]. Disponível em: <https://www.blackstone.com/the-firm/>. Acesso em: 16/11/2023.

BOYACK, Andrea J. “*Laudable Goals and Unintended Consequences: The Role and Control of Fannie Mae and Freddie Mac*”. *American University Law Review*, [s.l.], v. 60, n. 5, art. 6, 2011. Disponível em: <http://digitalcommons.wcl.american.edu/aulr/vol60/iss5/6>. Acesso em: 18 de novembro de 2023.

CALOMIRIS, Charles W.; SCHWEIKART, Larry. “*The Panic of 1857: Origins, Transmission, and Containment*”. *The Journal of Economic History*, 1991, p. 808-810. JSTOR: 2123394.

CAMPOS. Francisco. “**O Estado nacional: sua estrutura, seu conteúdo ideológico**”. 3. ed. Rio de Janeiro: José Olympio, 1941.

CARNELUTTI, Francesco. “**Teoria Geral do Direito**”. Arménio Amado, Coimbra, 1942, p. 262.

CANO, Wilson. “**Raízes da concentração industrial em São Paulo**”. 5ª ed. Campinas, SP: Universidade Estadual de Campinas – Unicamp, Instituto de Economia, 2007. ISBN: 978-85-86215-64-3.

CARVALHO, Gabriel. “**Quebra da 'Encol dos EUA' muda mercado**”. Folha de São Paulo. São Paulo. 31 de agosto de 1997. Disponível em <<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi310813.htm>>. Data de acesso: 10/11/2023.

CHALHUB, Melhim Namen. “**Alienação fiduciária: negócio fiduciário**”. 7. ed. São Paulo: Forense, 2021, pp. 79-83.

CINTRA, Marcos Antônio Macedo e FARHI, Maryse. “**A crise financeira e o *shadow banking***”. *Novos Estudos Cebrap* n. 82, Novembro. 2008, pp. 35-55.

CROCE, Marcus. “**A Economia do Brasil no século XIX**”. XI Congresso Brasileiro de História Econômica. 2015.

COASE, R. H. “***The Problem of Social Cost***”. *The Journal of Law & Economics*, vol. 3, out. 1960, pp. 1-44. Chicago: The University of Chicago Press.

\_\_\_\_\_. “***The firm, the market and the law***”. University of Chicago Press, Chicago, 1998.

CORREIO BRAZILIENSE. “**Ex-dono da Encol fica menos de 24 horas na cadeia. Correio Braziliense**”. Brasília. 13 de abril de 2010. Disponível em: <[https://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2010/04/13/internas\\_economia,185710/ex-dono-da-encol-fica-menos-de-24-horas-na-cadeia.shtml#:~:text=O%20ex%2Ddono%20da%20construtora,por%20menos%20de%2024%20horas](https://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2010/04/13/internas_economia,185710/ex-dono-da-encol-fica-menos-de-24-horas-na-cadeia.shtml#:~:text=O%20ex%2Ddono%20da%20construtora,por%20menos%20de%2024%20horas)>. Data de acesso: 10/11/2023.

DOBB, M. “**Economia Política e Capitalismo**”. Rio de Janeiro: Edições Graal Ltda., 1978.

DURKHEIM, E. “**Da Divisão do Trabalho Social**”. 2. ed. Traduzido por Eduardo Brandão. São Paulo: Martins Fontes, 2004.

ELY, James. “***The Guardian of Every Other Right: A Constitutional History of Property Rights***”. Oxford University Press. 3ª ed. 2008.

EMERICK, SHIRLEY. “**Encol foi mal administrada, admite dono**”. Folha de São Paulo. São Paulo. 22 de agosto de 1997. Disponível em:

<<https://www1.folha.uol.com.br/fsp/dinheiro/fi220825.htm>>. Data de acesso: 10/11/2023.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. “*National Housing Act of 1934. Public Law No. 73-479*”, 48 Stat. 1246. Codificado em 12 U.S.C. § 1716 et seq. 1934.

FAORO, R. “**A aventura liberal numa ordem patrimonialista**”. Revista USP, [S. l.], n. 17, p. 14-29, 1993. DOI: 10.11606/issn.2316-9036.v0i17p14-29. Disponível em:<<https://www.revistas.usp.br/revusp/article/view/25950>. Acesso em: 13 out. 2023.>

FARAH, Marta Ferreira Santos. “**Processo de trabalho na construção habitacional: tradição e mudança**”. 1ª ed. São Paulo, SP, Brasil: Annablume; FAPESP, 1996.

FAUSTO, B. “**História do Brasil**”. São Paulo: Edusp, 1994.

FARRAND, Max. “*The Records of the Federal Convention of 1787*,” 3 vols. New Haven, Conn.: Yale University Press, 1937.

FERNANDES, Jean Carlos; SANTOS, Caio de Barros. “**A cédula de crédito imobiliário**”. Revista da AJURIS, Porto Alegre, v. 44, n. 143, p. 244, dez. 2017.

FERRARA, Francesco. “A simulação dos negócios jurídicos”. São Paulo: Saraiva, 1939, pp. 77-78.

FIANI, Ronaldo. “**Estado e economia no institucionalismo de Douglass North**”. Revista de Economia Política, vol. 23, nº 2 (90), pp. 324-339, abril-junho/2003.

FIX, Mariana. “**Financeirização e transformações recentes no circuito imobiliário no Brasil**”. Tese de Doutorado. Campinas, São Paulo. 2011.

FRAZÃO, Ana. “**Empresa e Propriedade: função social e abuso de poder econômico**”. Quartier Latin. São Paulo. 2006.

FREYRE, Gilberto. “**Perfil de Euclides e outros Perfis**”. Rio de Janeiro: J. Olympio, 1944. (Coleção Documentos Brasileiros). pp. 134-136.

GOLDSMITH, Raymond William. “**Brasil 1850-1984: desenvolvimento financeiro sob um século de inflação**”. Curitiba; São Paulo, SP: Banco Bamerindus do Brasil; Editora Harper & Row do Brasil, 1986.

GOMES, Orlando. “**Raízes históricas e sociológicas do código civil brasileiro**”. 2. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2006.

GOMES, Orlando. “**Contratos**”. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2022.

GOMES, Orlando. “**Direitos Reais**”. Forense. São Paulo. 2012.

GYLFASON, Thorvaldur; HOLMSTRÖM, Bengt; KORKMAN, Sixten; SÖDERSTRÖM, Hans Tson; VIHRIÄLÄ, Vesa. “*Nordics in Global Crisis: Vulnerability and Resilience*”. Helsinki: Taloustieto Oy, 2010. (ETLA B242). ISBN 978-951-628-495-1. ISSN 0356-7443.

JESSOP, Bob. “**O Estado**”. In: Fine e Saad Filho. “Dicionário de economia política marxista”. Expressão popular. 2020.

LAZARUS, J. “*About the Universality of a Concept: Is There a Financialization of Daily Life in France?*”. Civitas — Revista de Ciências Sociais, v. 17, p. 26-42, 2017.

LÊNIN, Vladimir I. “**O Estado e a Revolução**”. São Paulo: Expressão popular, 2012.

LIMA, Ruy Cirne. “**Pequena história territorial do Brasil: sesmarias e terras devolutas**”. São Paulo: Secretaria de Estado da Cultura, 1990.

LOCKE, John. “**Segundo tratado sobre o governo**”. São Paulo: Editora Abril.1983.

LOPES, J. R. de L. “**O direito na história: lições introdutórias**”. 2. ed. São Paulo: Max Limonad, 2002.

LIBECAP, Gary D. “*Douglass C. North: Transaction Costs, Property Rights, And Economic Outcomes*”. NBER Working Paper Series. National Bureau Of Economic Research. Cambridge. 2018.

MAIA, L. F.; ISSAKA, L.; ROCHA DE MELLO, C. W. “**Fundos imobiliários**”. In: FERREIRA, P. O. (Ed.). “**Fundos de investimento: aplicação, processo, regulamentação e tributação**”. São Paulo: Quarter Latin, 2015

- MARCONDES, Renato Leite. “**Caixas econômicas públicas e depósitos populares no Brasil**”. Am. Lat. Hist. Econ., ano 21, nº. 3, setembro-dezembro, 2014, pp. 116-143
- MARTINS, José de Souza. “**O Cativo da Terra**”. 3. ed. São Paulo: Ciências Humanas, 1986.
- MELO, Marcus André B.C. “**Política de habitação e populismo: a Fundação da Casa Popular 1946-1964**”. Ed. Rua. Revista de Arquitetura e Urbanismo, v. 3, 1990, p. 39-62
- MENDES, José Sachetta Ramos. “Desígnios da lei de terras: imigração, escravismo e propriedade fundiária no Brasil Império”. Cad. CRH, Salvador, v. 22, n. 55, p. 173-184, Jan./Abr. 2009.
- MENEZES, Olindo. “**Perfil da Propriedade Contemporânea (Destaque da Propriedade Fundiária)**.” Tese de Doutorado em Direito. Universidade de Brasília, UnB, Brasil, 2009.
- MERCED, Michael J. de la. “**Blackstone Group Reports \$500 Million 3rd-Quarter Loss**”. The New York Times, 06 nov. 2008. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2008/11/07/business/07blackstone.html>. Acesso em: 16/11/2023.
- MINSKY, Hyman P. “*The Financial Instability Hypothesis*”. Working Paper No. 74. Annandale-on-Hudson, NY: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, maio de 1992. Preparado para Handbook of Radical Political Economy, editado por Philip Arestis e Malcolm Sawyer, Edward Elgar: Aldershot, 1993.
- MOREIRA, Caio Silva. “**O projeto de nação do Governo João Goulart: o plano trienal e as reformas de base (1961-1964)**”. Tese de doutorado. UFRGS. 2011.
- MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. “**A teoria marxista do valor-trabalho: divergências e convergências**”. Revista Crítica Marxista. Ed. 37. 2013.
- MOSQUERA, Roberto Quiroga; DINIZ, Rodrigo de Madureira Pará. “**Fundos de Investimento Imobiliário: Aspectos Fiscais e Questões Controversas**”. Revista Direito Tributário Atual, n. 30, 2013.
- NABUCO, Joaquim. “**Um estadista do Império : Nabuco de Araújo : sua vida, suas opiniões, sua época**”. Rio de Janeiro. 1899. Disponível em <https://www2.senado.leg.br/bdsf/item/id/179441>. Acesso em 13.10.2023.
- NEVES, Victor e MORAES, Lívia. “**Teoria Social e Crítica da Economia Política: questões de método**”. In: “**Introdução à crítica da financeirização: Marx e o moderno sistema de crédito**”.

Org: MELLO, Gustavo Moura de Cavalcanti e NAKATANI, Paulo. Expressão Popular. São Paulo. 2021.

NORTH, Douglass C. “*Structure and performance: the task of economic history*”, Journal of Economic Literature, 16, 1978.

\_\_\_\_\_. “*Structure and Change in Economic History*”, Norton, New York, 1981.

\_\_\_\_\_. “*Institutions, Institutional Change and Economic performance*”, Cambridge University Press, Cambridge, 1990.

\_\_\_\_\_. “*Transaction Costs, Institutions, and Economic Performance*”. San Francisco: ICS, 1992, p. 5-32.

NORTH, Douglass C. e THOMAS, Robert P. “*The Rise of the Western World: A New Economic History*”, Cambridge University Press, Cambridge, 1973.

ORLANDO, Mário. "Crédito Imobiliário", O Observador Econômico e Financeiro, n. 45, nov., p.100-109, 1943.

PAULA, Luiz Fernando de. "Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro: Uma Abordagem Pós-Keynesiana". Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ), Rio de Janeiro, RJ, 2013.

PEREIRA, Lafayette Rodrigues. “**Direito das coisas**”. Rio de Janeiro: Rio, 1977. vol. I. p. 113.

PORTO, Costa. “**Estudo sobre o sistema Sesmarial**”. Belém: ITERPA; SECULT, 2023. 20 v. Coleção Sesmarias. Disponível em: <https://bit.ly/40dT6uK>. Acesso em: 28 out. 2023.

PIMENTA, Guilherme. "**Governo vai propor acordo ao TCU para evitar 'bomba' do FCVS**". Valor, Brasília, 15 ago. 2023. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2023/08/15/governo-vai-propor-acordo-ao-tcu-para-evitar-bomba-do-fcvs.ghtml>>.

RADFORD, Gail. “*Modern housing for America: Policy struggles in the New Deal era.*” The University of Chicago Press, Chicago. p.12

RIBEIRO, Luiz César de Queiroz. “**Dos cortiços aos condomínios fechados: as formas de produção da moradia na cidade do Rio de Janeiro**”. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1957.

RIBEIRO, Maria Alice Rosa; PENTEADO, Maria Aparecida Alvim de Camargo. "**Escravos Hipotecados, Campinas - 1865-1874**". Revista de História (São Paulo), jun. 2020. DOI: 10.11606/issn.2316-9141.rh.2020.152744.

ROYER, Luciana de Oliveira. "**Financeirização da política habitacional: limites e perspectivas**". 2009. 194 f. Tese (Doutorado em Arquitetura e Urbanismo) – Faculdade de Arquitetura e Urbanismo, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

SALMON, F. (2009). "**Recipe for disaster: The formula that killed Wall Street**". Wired, 23 de fevereiro de 2008. Disponível em: [http://www.wired.com/print/techbiz/it/magazine/17-03/wp\\_quant](http://www.wired.com/print/techbiz/it/magazine/17-03/wp_quant). Acesso em: 11/11/2023.

SCARTEZINI, Julia. "**Alienação Fiduciária**". Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2023.

TEIXEIRA DE FREITAS, Augusto. "**Consolidação das Leis Civis**". Terceira edição, Rio de Janeiro: B. L. Garnier, 1876.

TIMBERLAKE, Jr., RICHARD H. "**Panic of 1837**." In: Glasner, David; Cooley, Thomas F., eds. "**Business Cycles and Depressions: An Encyclopedia**". New York: Garland Publishing, 1997, pp. 514-516. ISBN: 0-8240-0944-4.

TORRES, Ramon da Silva, TONUCCI, João Bosco Moura Filho, ALMEIDA, Renan Pereira. "**Financeirização do imobiliário no Brasil: uma análise dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (2005-2020)**". Cad. Metrop., São paulo, v.24, n.53, pp. 35-62, jan/abr 2022.

TRABUCCHI, Alberto. "**Instituciones de Derecho Civil**", Editorial Revista de Derecho Privado, Madrid, 1967, Tomo 1.

VASCONCELOS, Bernardo Pereira de. "**Parecer do Conselho de Estado de 08/08/1842**".

VIEGAS DE LIMA, Frederico Henrique. "**Propriedade, Estado e Mercado**". IRB. Brasília, 2010.

\_\_\_\_\_, Frederico Henrique. "**Da alienação fiduciária em garantia de coisa imóvel**". Curitiba. Juruá. 2010.

WALLIS, John Joseph. "**Persistence and Change in Institutions: The Evolution of Douglass C. North**." In: "**Institutions, Property Rights, and Economic Growth: The Legacy of Douglass North**", pp. 30-49. ISBN: 9781107041554, 2012. DOI: 10.1017/CBO9781107300361.004.

WEBER, Max. A ética protestante e o espírito do capitalismo. Martin Claret, São Paulo.

\_\_\_\_\_. CIÊNCIA E POLÍTICA: Duas Vocações. Cultrix, São Paulo, ed. 20, 1981.

WRAY, L. Randall. “*Why Minsky Matters: An Introduction to the Work of a Maverick Economist*”. Princeton: Princeton University Press, 2015. P. 40