

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

ALCEU EILERT NASCIMENTO

**OPORTUNISMO NO MERCADO IMOBILIÁRIO: UMA
ANÁLISE DA CRISE NA INCORPORAÇÃO IMOBILIÁRIA
À LUZ DA TEORIA DE OLIVER WILLIAMSON**

CURITIBA

2024

Alceu Eilert Nascimento

**OPORTUNISMO NO MERCADO IMOBILIÁRIO: UMA
ANÁLISE DA CRISE NA INCORPORAÇÃO IMOBILIÁRIA
À LUZ DA TEORIA DE OLIVER WILLIAMSON**

Monografia apresentada como requisito parcial
à obtenção de título de bacharel, Curso Ciências
Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas
da, Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof^a. Dr^a. Dayane Rocha de Pauli

CURITIBA

2024

TERMO DE APROVAÇÃO

ALCEU EILERT NASCIMENTO

OPORTUNISMO NO MERCADO IMOBILIÁRIO: UMA ANÁLISE DA CRISE NA INCORPORAÇÃO IMOBILIÁRIA À LUZ DA TEORIA DE OLIVER WILLIAMSON

Monográfica apresentada como requisito parcial à obtenção de título de bacharel, Curso Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná.

BANCA EXAMINADORA

Orientador Prof^ª. Dr^ª. Dayane Rocha de Pauli
Universidade Federal do Paraná

Prof. Dr. José Felipe Araújo de Almeida
Universidade Federal do Paraná

Prof. Dr. Rodrigo Leite Kremer
Universidade Federal do Paraná

Curitiba, 11 de junho de 2024.

Rights that improve the lot of all or most in society should be distinguished from rights that benefit some at the expense of many.

- James J. Heckman

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus orientadores Prof.^a Dr.^a Dayane Rocha de Pauli e Prof. Dr. Vinicius Klein pela constante orientação neste trabalho e à minha esposa por me acompanhar nos finais de semana e noites de estudo e dedicação.

RESUMO

O trabalho produz uma investigação sobre a crise do mercado imobiliário brasileiro ocorrida entre 2015 e 2016. Aborda-se como a falta de debates adequados sobre a incorporação imobiliária e a ausência de salvaguardas contratuais contribuíram para uma crise significativa no setor. Considerando que déficit habitacional no Brasil produz uma pressão constante sobre os estoques imobiliários, sugere-se que se trata de um mercado promissor com alta demanda. No entanto, a crise de 2015-2016 revelou fragilidades estruturais, exacerbadas pela retração econômica e pelo aumento dos distratos (cancelamento de contratos de compra e venda de imóveis). Sobre os eventos que levaram à crise, destaca-se a desaceleração econômica, a escassez de crédito e o aumento dos juros. Essas condições levaram à redução na demanda por imóveis e afetaram negativamente as incorporadoras, com muitas enfrentando dificuldades financeiras e algumas entrando em recuperação judicial. Dado este cenário, discute-se o papel do estado de direito no desenvolvimento econômico, enfatizando a importância de instituições jurídicas fortes para a confiança nos mercados. Explora-se a Teoria do Oportunismo de Oliver Williamson, que analisa como comportamentos oportunistas podem minar a eficiência dos arranjos contratuais. Em especial, investiga-se como as decisões judiciais influenciam o comportamento oportunista no mercado imobiliário, destacando casos em que a justiça permitiu o cancelamento de contratos, afetando a previsibilidade e a estabilidade do setor. Ademais, faz-se uma introdução ao conceito de opções implícitas em contratos, argumentando que a flexibilidade contratual pode ser uma resposta estratégica ao risco de comportamento oportunista. Pela análise executada, argumenta-se que um judiciário que não assegura o cumprimento forçado dos contratos pode ser visto como fraco, prejudicando o desenvolvimento econômico. Destaca-se que a necessidade de reformas jurídicas e contratuais é destacada para mitigar o oportunismo e fortalecer o mercado imobiliário. Este estudo oferece insights para formuladores de políticas, juristas e economistas interessados em promover um mercado imobiliário mais estável e eficiente.

Palavras-chave: Contratos Imobiliários; Distratos; Teoria do Oportunismo; Incorporação Imobiliária; Políticas Públicas; Habitacionais;

ABSTRACT

The paper investigates the Brazilian real estate market crisis that occurred between 2015 and 2016. It addresses how the lack of adequate debates on real estate incorporation and the absence of contractual safeguards contributed to a significant crisis in the sector. Given that the housing deficit in Brazil creates constant pressure on real estate stocks, it suggests that this is a promising market with high demand. However, the 2015-2016 crisis revealed structural weaknesses, exacerbated by the economic downturn and the increase in contract cancellations (distratos) of purchase and sale agreements. Regarding the events that led to the crisis, the study highlights the economic slowdown, the scarcity of credit, and rising interest rates. These conditions led to a reduction in demand for properties and negatively affected developers, with many facing financial difficulties and some entering judicial recovery. Given this scenario, the paper discusses the role of the rule of law in economic development, emphasizing the importance of strong legal institutions for market confidence. It explores Oliver Williamson's Theory of Opportunism, which analyzes how opportunistic behaviors can undermine the efficiency of contractual arrangements. Specifically, it investigates how judicial decisions influence opportunistic behavior in the real estate market, highlighting cases where the judiciary allowed contract cancellations, affecting the sector's predictability and stability. Furthermore, the concept of implicit options in contracts is introduced, arguing that contractual flexibility can be a strategic response to the risk of opportunistic behavior. Through the analysis conducted, it is argued that a judiciary that does not enforce contract fulfillment can be seen as weak, harming economic development. The need for legal and contractual reforms to mitigate opportunism and strengthen the real estate market is emphasized. This study offers insights for policymakers, jurists, and economists interested in promoting a more stable and efficient real estate market.

Keywords: Real Estate; Contract defection; Opportunism; Real Estate Development; Housing Public Policies;

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	9
1 CENÁRIO	11
1.1 A CRISE DE 2015-2016 NO MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO	11
1.2 SITUAÇÃO JURISPRUDENCIAL	18
2 REVISÃO DE LITERATURA	29
2.1 O ESTADO DE DIREITO E O DESENVOLVIMENTO ECONOMICO	30
2.2 TEORIA DO OPORTUNISMO DE OLIVER WILLIAMSON	31
2.3 OPÇÕES IMPLÍCITAS	34
3 METODOLOGIA	38
4 OPORTUNISMO E DECISÕES JUDICIAIS	39
5 CONCLUSÃO	42
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	44

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Receita de Vendas de Imóveis por Ano e Companhia Aberta (B3)	13
Figura 2 - Evolução do preços do Índice Fipe-Zap de 2008-2023 (deflacionado pelo IPCA a preços de 2023)	14

INTRODUÇÃO

Este trabalho utiliza as contribuições teóricas de Oliver Williamson como lente analítica da dinâmica contratual presente nos arranjos de compra e venda de imóveis, em especial, o conceito “oportunismo” contratual e as necessidades de salvaguardas contratuais para sua mitigação.

O recorte do problema se dá no contexto de crise experimentada entre 2015-2016 no âmbito da produção de estoque habitacional sob o regime de incorporação imobiliária¹, instrumento previsto na Lei nº 4.591/64 (BRASIL, 1964), também chamada Lei das Incorporações².

Ainda que não hajam pesquisas conclusivas sobre os vetores desta crise, é possível enquadrar um elemento como recorrente nas falas dos agentes de mercado, qual seja, o problema dos adquirentes³ desistirem da aquisição do imóvel e demandarem a devolução da parte paga do preço, que ficou conhecido como “o problema dos distratos”⁴.

O capítulo 1 apresenta o cenário do mercado de incorporação imobiliária no período de 2015-2016, quando se desenvolveu a chamada “crise dos distratos”, onde os incorporadores experimentaram elevada desistência dos contratos por parte dos adquirentes, seguida por dificuldades na revenda dos imóveis rejeitados. Esta seção também analisa as decisões judiciais que permitem a denúncia unilateral dos compromissos de compra e venda de imóveis no âmbito de incorporação imobiliária, consubstanciada na decisão da 2ª Turma do Superior Tribunal de Justiça nos Embargos de Divergência em Recurso Especial nº 59.870-SP. Parte-se de uma análise retrospectiva, onde são identificados os julgados que precederam este julgado e analisa-se a forma de como se consolidou a posição do tribunal no sentido de mitigar a força obrigatória dos contratos.

O capítulo 2 apresenta uma revisão bibliográfica, destacando obras de autores relevantes no campo da Nova Economia Institucional, com destaque para a Teoria do Oportunismo de Oliver

¹ Para este trabalho optamos por analisar, exclusivamente, a incorporação imobiliária na modalidade em que o incorporador contrata a entrega da unidade à prazo e preços certos, que na prática comercial denomina-se *preço fechado*. Tal decisão metodológica se justifica pelo fato de que a aderência à estrutura normativa é maior nos incorporadores que atuam nesta modalidade e, de forma recorrente, os problemas de solvência dos empreendimentos imobiliários ocorrem nestes casos.

² Nomenclatura adotada por Caio Mario da Silva Pereira. (Pereira, 2014).

³ Para este trabalho optamos por usar a nomenclatura clássica praticada por Caio Mário da Silva Pereira em que a pessoa, física ou jurídica, que desempenha a atividade de incorporação imobiliária é chamada de *incorporador* e os compromissários compradores das unidades autônomas que compõem a edificação são chamados adquirentes. (Pereira, 2014)

⁴ Esta denominação é amplamente utilizada no mercado imobiliário mas contém uma impropriedade técnica, uma vez que se caracteriza como distrato apenas a extinção contratual consensual (art. 472, Código Civil), sendo que a extinção operada unilateralmente por uma das partes sem inadimplemento da contraparte é resilição (art. 473, Código Civil).

Williamson. Esta teoria explora os conceitos de comportamento oportunista astuto, relacionamentos de longo prazo e salvaguardas contratuais. Estes conceitos são especialmente relevantes para a nossa análise de caso à medida que examinamos como eles se aplicam na prática para explorar o conceito de comportamento oportunista dos compradores de ativos quando os preços diminuem no momento do fechamento do negócio, levando ao abandono do contrato. Ao compreender estes elementos, podemos obter conhecimentos sobre a dinâmica entre as partes envolvidas nas transações e identificar formas de proteção contra potenciais comportamentos oportunistas, ao mesmo tempo que promovemos parcerias duradouras através de estratégias eficazes de gestão de contratos.

Para esta análise, oportuna a adoção da análise econômica do direito⁵ como instrumento para explicar a função social do contrato em um ambiente de mercado, pois “essa perspectiva permite enxergar a coletividade não na parte mais fraca do contrato, mas na totalidade das pessoas que efetivamente, ou potencialmente, integram um determinado mercado de bens e serviços.” (Timm, 2008)

O tema é relevante para a estruturação de políticas públicas de produção de estoque habitacional. As decisões judiciais, ao permitirem aos adquirentes a adoção de comportamento oportunistas, impõe efeitos significativas para o mercado imobiliário, para a confiança nas instituições legais e para a eficácia das políticas públicas. O comportamento oportunista nas transações de ativos pode ter efeitos prejudiciais na eficiência e eficácia das transações econômicas.

Desta forma, adotando uma metodologia qualitativa de perfil exploratório, foi possível analisar os efeitos deste precedente tanto no próprio judiciário, onde a justiça de primeiro grau tem abertamente rechaçado a força obrigatória dos contratos, bem como no comportamento do mercado, com foco nas estratégias oportunistas nos arranjos contratuais de compra e venda de imóveis.

⁵ Questões sobre a análise econômica do direito pode ser encontradas em: Posner (2014), Cole e Grossman (2011) e Devlin (2014).

1 CENÁRIO

O presente capítulo aborda a crise de 2015-2016 no mercado imobiliário brasileiro e a situação jurisprudencial relacionada à incorporação imobiliária. O tópico 1.1, traz um panorama com “A Crise de 2015-2016 no Mercado Imobiliário Brasileiro”, destacando que o déficit habitacional implica uma constante pressão de demanda sobre os estoques imobiliários, incentivando a produção. O setor imobiliário experimentou um crescimento acentuado entre 2003 e 2014, impulsionado por políticas anticíclicas e facilitação do crédito. No entanto, a partir de 2014, o setor enfrentou uma crise severa devido ao enfraquecimento econômico, que resultou em retração do consumo das famílias e escassez de crédito, afetando negativamente o volume e a velocidade das vendas de imóveis. Um exemplo marcante dessa crise foi o pedido de recuperação judicial da PDG S.A., uma das maiores incorporadoras do Brasil, evidenciando a fragilidade do setor. A crise foi exacerbada pelos distratos, onde compradores desistiam dos imóveis, forçando as incorporadoras a devolverem os valores pagos, impactando severamente suas finanças e capacidade de endividamento.

Na sequência, no tópico 1.2, explora-se como o ordenamento jurídico brasileiro lidou com as relações contratuais dos imóveis frente à crise econômica. Historicamente, o cumprimento das obrigações contratuais era garantido pelo direito do credor de obter a execução forçada da obrigação. Contudo, a partir dos anos 90, o poder judiciário começou a permitir que adquirentes inadimplentes denunciasses unilateralmente os contratos, baseando-se no Código de Defesa do Consumidor. Esse entendimento evoluiu com diversos julgados, culminando na decisão da 2ª Seção do STJ, em 2002, que consolidou o direito dos compradores inadimplentes de rescindir os contratos e recuperar parte dos valores pagos. Esta mudança jurisprudencial teve profundos impactos no mercado imobiliário, influenciando as relações entre adquirentes e incorporadores e desestabilizando o negócio de incorporação imobiliária, que depende da estabilidade dos contratos para sua operação eficiente.

Estes dois tópicos fornecem um contexto abrangente sobre a crise econômica e as mudanças jurisprudenciais que moldaram o ambiente atual da incorporação imobiliária no Brasil, destacando a necessidade de uma análise mais profunda sobre as consequências dessas transformações.

1.1 A CRISE DE 2015-2016 NO MERCADO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO

Historicamente o Brasil tem um déficit habitacional significativo, tendo sido estimado em 2018 em mais de 7,7 milhões de unidades (Gonçalves, 2018), o que indica que há uma constante

pressão de demanda sobre os estoques imobiliários incentivando a produção⁶.

Portanto, em tese, é possível afirmar que produzir habitação no Brasil é uma decisão economicamente racional, uma vez que se trata de um mercado longe do equilíbrio, permitindo aos agentes uma boa expectativa de realização de lucro econômico.

Tal afirmação pode ser corroborada pelo movimento ascendente experimentado pelo setor imobiliário com o período de estabilidade econômica iniciado logo após a crise de 2008. Dentre as políticas anticíclicas de corte keynesiano aplicadas pelo governo para combater os efeitos da crise, a facilitação do acesso ao crédito pelas famílias e pelas empresas⁷ permitiu um crescimento de 800% no setor imobiliário entre 2003 e 2014 (ZAP, 2016).

Cabe lembrar que o ambiente institucional era favorável ao crescimento, ancorado pela Lei nº 9.514/1997, que instituiu o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI). Este sistema foi criado para promover o financiamento imobiliário de forma compatível com a formação dos respectivos fundos, ao contrário do antigo Sistema Financeiro de Habitação (SFH). O SFI não estabelecia limites de financiamento, taxas, valor de imóvel ou qualquer restrição sobre as operações dentro do sistema. Além disso, permitia a utilização de uma nova garantia imobiliária com um procedimento extrajudicial de execução, a alienação fiduciária. Isso possibilitou a construção de um sistema financeiro que oferecesse segurança aos agentes envolvidos no crédito imobiliário, especialmente aos investidores, promovendo um mercado de crédito imobiliário baseado na lei da oferta e da procura. Inclusive, a nova garantia instituída com o SFI permitiu que os credores se desvinculassem do Poder Judiciário, imprimindo uma velocidade e uma previsibilidade maior na cobrança das dívidas, um cenário diverso do que ocorria com as garantias hipotecárias.

Contudo, com o recrudescimento da situação econômica a partir de 2014⁸, as manchetes jornalísticas passaram a mostrar claramente uma forte crise no mercado imobiliário, mais precisamente nas empresas que produzem imóveis novos através do procedimento de incorporação imobiliária.

⁶ Para este estudo trataremos apenas das dinâmicas envolvendo a produção de imóveis habitacionais através do processo de incorporação imobiliária a preço fechado, em especial por agentes econômicos de atuação profissionalizada em que há uma organização central de produção e cada processo se dá no âmbito de uma sociedade de propósito específica, com segregação contábil e patrimonial.

⁷ Uma das principais medidas que o governo adotou para melhorar o nível de liquidez da economia foi a flexibilização das regras do compulsório, o que permitiu que os principais bancos públicos (BB, CAIXA e BNDES) fossem chamados a suprir o mercado de crédito brasileiro, de modo a tentar contra-arrastar a contração de crédito oriunda dos bancos privados (Araujo e Gentil, 2011)

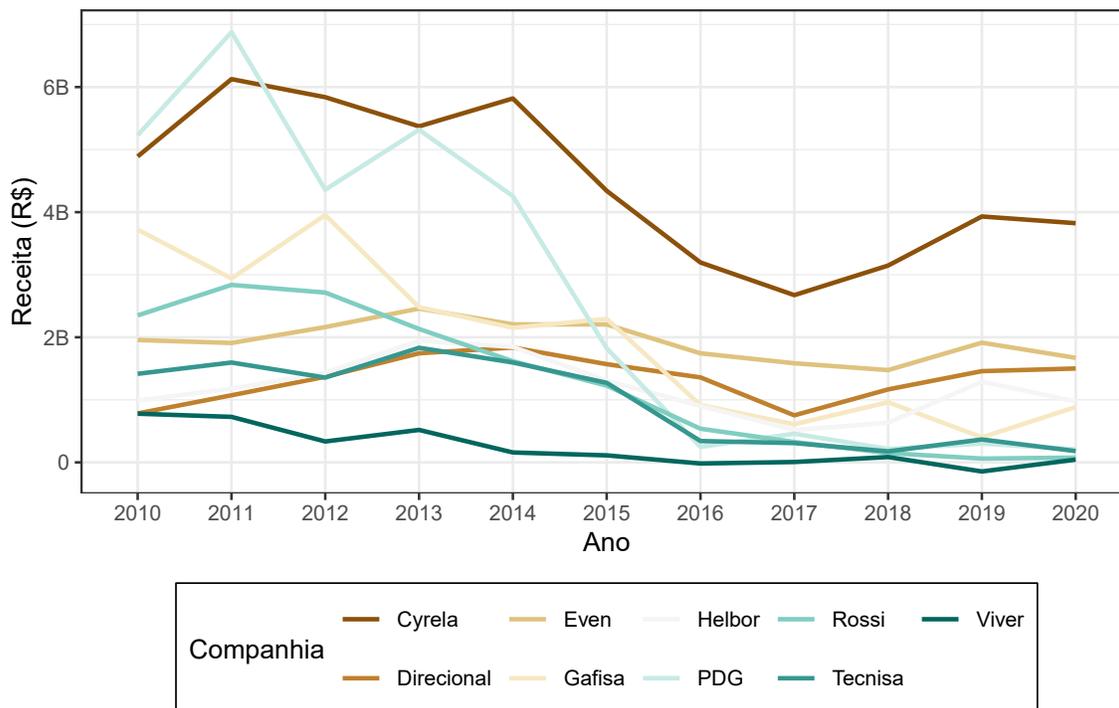
⁸ Houve forte retração na atividade econômica em 2014, sendo que a variação do PIB de 2014 em relação à 2013 foi positiva em apenas 0,1%, sendo que a variação do PIB per capita foi negativa em 0,7%. (IBGE, 2014)

Em entrevista, analisando o agravamento na situação do mercado decorrente do enfraquecimento da economia, Eduardo Zylberstajn, pesquisador da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (FIPE) e responsável pela apuração do Índice FipeZap de Imóveis Anunciados, afirma que:

Se no primeiro momento, em um ciclo econômico crescente havia crédito imobiliário mais barato e uma demanda em alta, agora houve uma inversão desses fatores, já que os juros estão altos e o crédito mais escasso (ZAP, 2016).

Com a retração no consumo das famílias e o crédito escasso, houve redução na demanda, afetando negativamente tanto o volume quanto a velocidade das vendas de imóveis, o que pode ser observado na Figura 1 pela deterioração na geração de receitas dos incorporadores de capital aberto negociada na B3:

Figura 1 – Receita de Vendas de Imóveis por Ano e Companhia Aberta (B3)



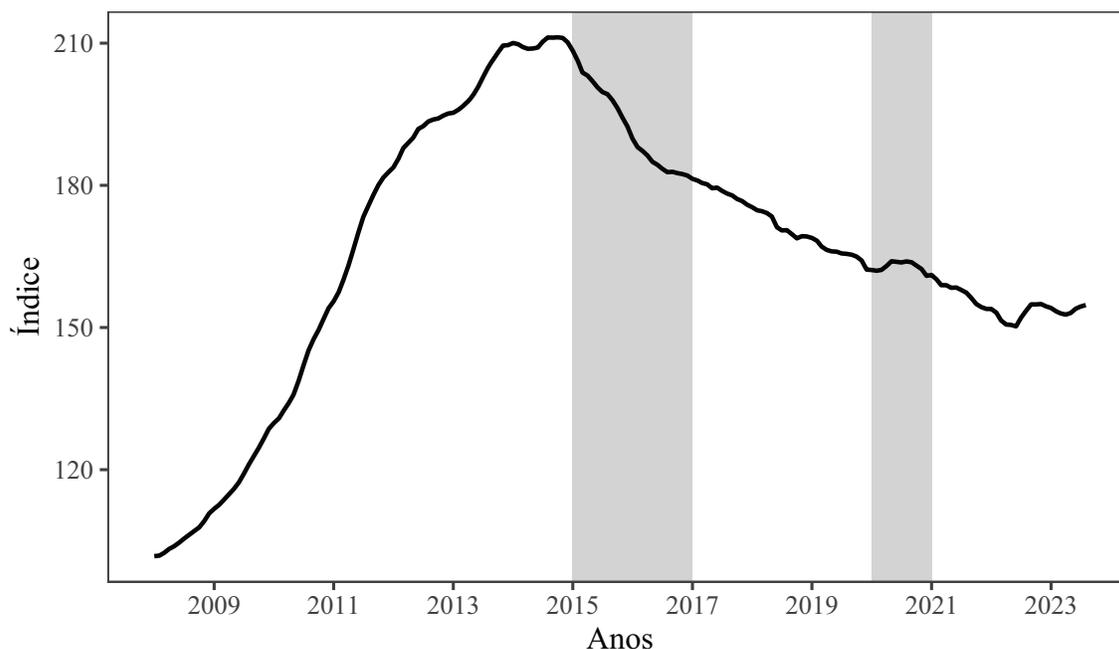
Fonte: O Autor (2024), dados colhidos da B3.

O ápice do problema financeiro experimentado pelos incorporadores pode ser representado pelo pedido de recuperação judicial da PDG S.A., até então, o maior incorporadora em atividade no Brasil. Com números impressionantes, como R\$ 7,8 bilhões em passivos e mais de

quinhentas sociedades de propósito específico⁹, a empresa evidencia a fragilidade do setor (Agostini, 2017).

A redução de demanda, aliado ao perfil de produção de longo prazo do mercado imobiliário, implicou em redução do nível de preço dos imóveis, como podemos através da Figura 2 do Índice FIPE-ZAP, deflacionado pelo IPCA, onde os períodos de recessão foram marcados em cinza:

Figura 2 – Evolução do preços do Índice Fipe-Zap de 2008-2023 (deflacionado pelo IPCA a preços de 2023)



Fonte: O Autor (2024). Nota: os períodos em cinza são de recessão.

Além disto, segundo os incorporadores, as dificuldades financeiras derivavam não somente da redução de novas vendas, mas também uma séria dificuldade em manter o fluxo de receitas projetado para cada empreendimento imobiliário, especialmente diante da possibilidade

⁹ O modelo adotado pela grande maioria dos incorporadores foi estruturar cada empreendimento (ou um conjunto pequeno de empreendimentos) em uma pessoa jurídica específica, adotando a denominação de “sociedades de propósito específico” para cada uma dessas entidades, ainda que estas não sejam constituídas formalmente como tais perante o registro do comércio. Esta estrutura permite uma segregação patrimonial mais clara dos empreendimentos, gerenciando riscos e facilitando a gestão, além disto, esse formato é uma exigência de quase todos os agentes financiadores. Mesmo com o advento do patrimônio de afetação esta situação tem se mantido, ainda que pareça redundante.

do adquirente desistir da venda a qualquer momento, alegando falta de condições de pagar o preço ajustado.

Na visão do fundador da Tecnisa, Meyer Joseph Nigri:

O maior problema do mercado imobiliário atualmente são os distratos. Os distratos estão sendo responsáveis pelos prejuízos na maioria das empresas do setor, sendo que muitas delas estão entrando em recuperação judicial e algumas poderão, inclusive, ir à falência. E o que são os distratos? É o nome que está sendo usado para o cancelamento por parte do comprador da compra de um imóvel, ou seja, o comprador adquire um apartamento, uma casa ou um conjunto comercial, assina um contrato irrevogável e irretroatável, e ao longo da obra ou ao término dela opta por desistir da compra (Nigri, 2017).

Tal situação, além de reduzir a expectativa de receitas futuras, impõem tanto uma saída não planejada de recursos, identificada na necessidade de devolução imediata do preço pago pelo cliente¹⁰, quanto uma retração da capacidade de endividamento do empreendimento, visto que as fontes de financiamento à produção, geralmente, definem cláusulas contratuais de gerenciamento do risco de crédito vinculados à quantidade e a qualidade das receitas futuras e não ao estoque que se está produzindo, são os chamados *covenants*¹¹ financeiros.

Mesmo nos casos em que o incorporador é capaz de realizar a integralidade das obras as dificuldades persistem, pois como a realização da receita foi frustrada em função da desistência de diversos adquirentes, o financiamento à produção não é pago no cronograma inicialmente pactuado, gerando um aumento no serviço da dívida e um decréscimo nos índices de garantia¹² dos agentes financiadores.

Este problema transborda as relações entre incorporadores e bancos, pois estes, muitas vezes, para evitar o reconhecimento contábil da deterioração dos índices de garantia, tendem a protelar a extinção das garantias hipotecárias sobre as unidades imobiliárias já comercializadas e com preço integralmente pago. Esta atitude é amplamente conhecida no mercado bancário, tendo,

¹⁰ STJ, Súmula 543. Na hipótese de resolução de contrato de promessa de compra e venda de imóvel submetido ao Código de Defesa do Consumidor, deve ocorrer a imediata restituição das parcelas pagas pelo promitente comprador - integralmente, em caso de culpa exclusiva do promitente vendedor/construtor, ou parcialmente, caso tenha sido o comprador quem deu causa ao desfazimento. (STJ. Súmula 543, 2ª Seção, julgado em 26/08/2015, DJe 31/08/2015)

¹¹ Estes instrumentos contratuais de gerenciamento do risco de crédito permitem aos credores tanto restringir atitudes como monitorar o enfraquecimento das condições financeiras evitando comportamentos oportunistas dos devedores

¹² De maneira simplificada, o índice é encontrado da divisão do saldo devedor da operação pelo valor das garantias (estoque e recebíveis). Com a extinção dos compromissos, ao valor da garantia sofre impactos diretos (desaparecimentos do recebível) e indiretos (o aumento da oferta de estoque tende a reduzir a precificação do estoque). Este índice tem impacto direto nas operações bancárias, uma vez que compõe os índices de regulação de prudência bancária.

inclusive, o judiciário já se debruçado sobre o assunto de forma contundente, através da Súmula 308 do STJ¹³.

Ainda que reprovável, é possível compreender a atitude do agente financeiro como sendo justificada em função da regulação bancária, uma vez que é muito mais provável que, numa análise de custo e benefício, seja mais eficiente judicializar a extinção das hipotecas de forma individual do que reconhecer uma extinção em massa, o que evidenciaria a deterioração da qualidade do crédito, levando ao desenquadramento dos índices regulatórios.

Portanto, neste cenário, os incorporadores tendem a indicar a quebra dos compromissos de compra e vendas dos imóveis com um fator surpresa que passou a impactar negativamente o setor imobiliário, potencializando os problemas gerados com o fim do ciclo econômico expansionista.

Contudo, pela análise da jurisprudência, colhe-se que esta situação jurídica já estava dada desde 2002, quando o STJ sedimentou entendimento quanto à extinção dos contratos por iniciativa dos adquirentes, tornando-se necessário perquirir como isto só se tornou um problema a partir de fins de 2014 e início de 2015¹⁴.

Além disto, dinâmica ocorrida neste mercado, se assemelha muito à *Financial Instability Hypothesis* de Minsky (2008), a qual, teoriza que durante um ciclo de expansão econômica, o sucesso gera uma maior disposição para contrair empréstimos, o que compromete uma parcela crescente dos lucros brutos esperados (que Minsky chama de renda bruta de capital) para o serviço da dívida. Isso expõe os agentes a um risco maior, pois, se os fluxos de renda forem menores do que o esperado ou se os custos financeiros aumentarem, os agentes podem não conseguir cumprir esses compromissos de pagamento da dívida. Não por coincidência, Vercelli (2009) e Bellofiore e Halevi (2011) buscaram em Minsky uma explicação para a crise do subprime ocorrida nos Estados Unidos da América.

Segundo a proposta de Minsky (2008), as posições financeiras podem assumir perfis de *hedge* (a qual consegue cumprir os compromissos de pagamento com base no fluxo de renda);

¹³ STJ. Súmula 308. A hipoteca firmada entre a construtora e o agente financeiro, anterior ou posterior à celebração da promessa de compra e venda, não tem eficácia perante os adquirentes do imóvel. (STJ. Súmula 308, 2ª Seção, julgado em 30/03/2005, DJ 25/04/2005 p. 384)

¹⁴ Coincidentemente, este período de 2014/2015, marca o final do ciclo de valorização imobiliária brasileira iniciado doze anos antes. As informações do índice Residential property prices: detailed series (nominal) calculado pelo Bank for International Settlements (BIS) a partir de dados compilados pelo BACEN, permitem identificar que de 31/03/2001 até 15/03/2015 os imóveis brasileiros residenciais tiveram uma valorização média mensal de 1,03%, chegando a mais de 2,10% em 30/10/2009. A partir de 15/03/2015 houve uma forte retração no valor dos imóveis, o que perdurou até 31/10/2017, tendo uma redução média mensal de 0,17%. Se levarmos em consideração os índices inflacionários no período, especialmente de 2015, teremos, em valores reais, uma queda ainda mais acentuada. (Bank of International Settlements, [s.d.])

especulação (a qual pode pagar apenas os juros, mas precisa refinar o principal); e Ponzi (que não consegue nem mesmo pagar os juros, precisando “capitalizá-los” (contraíndo empréstimos para pagar os juros). Durante “os bons tempos”, as firmas (e as famílias) são incentivadas a mover-se de uma posição de *hedge* para uma posição especulativa, e a economia como um todo transita de uma predominância de *hedge* para um maior peso de financiamento especulativo. Eventualmente, algumas unidades importantes descobrem que não conseguem pagar os juros, levando-as ao perfil de Ponzi. Banqueiros honestos não gostam de emprestar à unidades Ponzi, pois sua dívida pendente cresce continuamente a menos que os fluxos de renda eventualmente aumentem. Quando o banco para de emprestar, a unidade Ponzi colapsa (Minsky, 2008, p. 239).

Esta situação leve à um processo de “deflação da dívida”, onde o colapso de um mutuário pode levar à queda de seus credores, que por sua vez, entram em inadimplência em suas próprias dívidas, gerando uma bola de neve de inadimplências. A incerteza e o pessimismo aumentam, o investimento colapsa e, através do multiplicador, a renda e o consumo também caem, levando a uma recessão (Minsky, 2008, p. 242).

No caso brasileiro, é possível que tanto os incorporadores quanto os adquirentes possuam perfis de investimento especulativo e Ponzi. Os incorporadores, assumiram posição especulativa ao lançaram projetos sem capital suficiente para executar as obras por completo, contando com o fluxo de caixa derivado das vendas e com financiamentos do mercado de capitais. Já os adquirentes, assumiram posições especulativas ao adquirem imóveis sem capital suficiente para quitar o preço de aquisição, contando com a tomada de empréstimos bancários quando a obra estivesse finalizada. Quando houve uma deterioração macroeconômico brasileiro, a inflação e a alta taxa de juros levaram muitas posições especulativas à se tornarem Ponzi.

Outro ponto de semelhança com a teoria de Minsky é a questão regulatória. Este considera que a desregulação financeira ocorrida nos anos de 1970 e 1980 como elementos que permitiram a tomada de posições especulativas e Ponzi nos mercados norte-americanos (Minsky, 2008, p. 212). Com relação à incorporação imobiliária, verificamos que ainda que se trate de um veículo de captação de poupança popular para a produção de um bem tão significativo, a regulação de função financeira é inexistente.

Desta forma, a primeira questão que deve ser analisada é de que forma este problema se originou e permitiu uma ruptura econômica de proporções tão grandes.

De um lado, do recorte jurídico do problema, devemos analisar a origem desta alteração radical na política pública relativa à irretratabilidade e à execução forçada dos compromissos de compra e venda dos imóveis submetidos à incorporação imobiliária.

De outro, do recorte econômico, é preciso verificar os efeitos destas alterações e como

isto se refletiu nas interações de mercado, especialmente quando estas mudanças na orientação jurisprudencial ocorreram num período que iniciou quando a evolução dos preços dos imóveis se mostrava positiva, onde havia incentivo para o incorporador aceitar a desistência do adquirente, uma vez que a revenda do imóvel era facilitada por um mercado com excesso de demanda e preços ascendentes, e passou para uma realidade de forte queda na demanda e, conseqüentemente, nos preços, onde, para o comprador, há mais utilidade em devolver o imóvel, deslocando o prejuízo decorrente da perda de valor do ativo imobiliário.

1.2 SITUAÇÃO JURISPRUDENCIAL

No ordenamento jurídico brasileiro a regra padrão a respeito do cumprimento das obrigações é o direito do credor de obter o cumprimento forçado da obrigação. Qualquer que seja a obrigação prometida (dar, fazer ou não fazer), o devedor está obrigado a cumpri-la, tendo o credor direito de receber exatamente o bem, serviço ou valor estipulado na convenção, não sendo obrigado a receber coisa diversa, ainda que mais valiosa.

Estas regras estão previstas no art 313 e art. 475, ambos do Código Civil e são os pilares das normas de direito civil aplicáveis aos contratos. Além disto, a legislação especial envolvendo a negociação de imóveis traz regulação ainda mais específica, determinando a irrevocabilidade dos compromissos de compra e venda¹⁵.

Aplicadas no contexto dos contratos de compra e venda de imóveis em arranjos de incorporação imobiliária, estas regras significam que, na data de vencimento do preço, o vendedor pode exigir o pagamento, obrigando o comprador a solver a obrigação. Não sendo paga no tempo e no modo contratado, o vendedor (e exclusivamente ele) pode decidir por cobrar judicialmente o preço (cumprimento forçado da obrigação) ou desfazer o contrato (rescisão por inadimplimento do comprador).

De parte do comprador, a única forma jurídica possível de se desvincular da obrigação contratual, seria comprovar que havia um impedimento ao acesso de seus recursos (impossibilidade) ou quando comprovar que é insolvente, isto é, não possui os recursos para pagar sua dívida (insolvência). Aquele, ainda que raro, pode acontecer, como o que foi experimentado durante a implementação do Plano Collor em 1990¹⁶, quando houve um bloqueio sobre os recursos depositados nas instituições financeiras. Já este, ainda que pareça comum, implica num procedimento penalizador ao devedor e que acaba impactando todos aqueles que são seus credores.

¹⁵ Ver. Lei 4.591/64, art. 32. §2º e Lei nº 6.766/79, art. 25.

¹⁶ Medida Provisória nº 168, 15/3/1990 e depois Lei nº 8.024, 12/4/1990.

Contudo, a partir de meados dos anos 90, o poder judiciário passou a analisar alguns casos em que se questionava a legitimidade do incorporador em cobrar do adquirente a obrigação de pagar o preço e avaliando a possibilidade do adquirente inadimplente denunciar o contrato de forma unilateral.

Pela base jurisprudencial do STJ é possível identificar que um dos primeiros casos discutindo o direito à denúncia do compromisso de compra e venda é o Recurso Especial nº 109.331-SP, de 24/02/1997 (REsp 109.331), no qual um devedor foi exonerado do cumprimento do contrato tão somente por que não tinha mais interesse na aquisição do imóvel.

No processo, os autores, adquirentes inadimplentes, buscavam a extinção do compromisso de compra e venda de um lote e a devolução da parte paga do preço atualizada monetariamente sob o argumento de que não tinham mais interesse na compra do imóvel.

Os autos chegaram ao STJ por recurso especial foi interposto pelos adquirentes contra o acórdão da 19ª Câmara Civil do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (TJSP), que havia decidido:

Compromisso de compra e venda. Rescisão. Devolução das quantias pagas. Ajuizamento por compromissários-compradores inadimplentes. Não cabimento. Prestações que se destinam ao cumprimento da obrigação preestabelecida, com vistas na aquisição de imóvel e não mera poupança aberta em caderneta para tal fim. [...] Autores inadimplentes que não explicitaram o fundamento da interrupção das prestações fracionárias a que se obrigaram, não podendo se valer de sua própria inadimplência para, em seu proveito, resolverem o ajuste, exigindo da parte contrária devolução atualizada do que lhe foi pago. Recuso não provido (apud BRASIL, 1997a).

A linha argumentativa demonstra que, no entendimento daquele órgão, o direito à rescisão apresenta-se constricto pelo princípio de *venire contra factum proprium*, em especial quando o inadimplemento é injustificado, não sendo admitido no caso dos autos, mantendo o direito do vendedor de perseguir o preço.

Irresignados, os compromissários compradores manejaram o recurso especial, alegando afronta ao art. 53 do Código de Defesa do Consumidor (CDC), sustentando, sumariamente, que haviam perdido o interesse na aquisição do imóvel e que a legislação consumerista amparava o direito de denúncia unilateral do contrato. O recurso especial foi inadmitido na origem, mas subiu ao STJ com o provimento dado pelo Min. Ruy Rosado de Aguiar ao agravo de instrumento interposto contra a decisão que negou seguimento ao recurso especial.

Quando do julgamento do recurso, a 4ª Turma, compostas pelos Min. Ruy Rosado de Aguiar, Fontes de Alencar, Sálvio de Figueiredo Teixeira e Barros Monteiro (ausente o Min. Cesar

Asfor Rocha), por unanimidade, conheceu e deu provimento ao REsp 109.331, nos termos do voto do relator, Min. Ruy Rosado de Aguiar, único voto escrito do julgamento. Desta forma, a decisão do TJSP acabou reformada pelo STJ sob o fundamento de que:

[...] o devedor inadimplente não tem, em princípio, o direito de pedir a resolução do contrato. Porém, se surgir fato superveniente, suficientemente forte para justificar aquele inadimplemento, a parte que sofreu o efeito desta alteração objetiva da base em que foi celebrado o negócio pode vir a juízo para provocar a extinção do contrato. Aceita esta premissa, a jurisprudência tem reconhecido como fato suficiente para a resolução a posterior impossibilidade relativa de cumprir o contrato [...] (BRASIL, 1997a).

De qualquer forma, ainda que o fundamento do acórdão não se mostrasse compatível com a legislação, observa-se pela evolução jurisprudencial que este entendimento foi se estabilizando, especialmente na 4ª Turma do STJ. Isto é perceptível no Recurso Especial nº 132.903-SP de 16/09/1997, onde a 4ª Turma do STJ (BRASIL, 1997b), novamente, teve que decidir “se o promissário comprador, que deixou de pagar as prestações alegando impossibilidade relativa, tinha o direito de promover a ação para receber a devolução do que pagaram [sic].”

Em seguida, foi apreciado pelo STJ o Recurso Especial nº 61.190-SP (REsp 61.190), julgado em 17/03/1998, desta vez pela 3ª Turma da Corte (BRASIL, 1998a), que assume posição oposta à da 4ª Turma, decidindo que “a rescisão não pode ser pleiteada pelo contratante inadimplente.”

No processo, o adquirente de quatro lotes pedia a resolução do contrato por não possuir mais condições de pagar o preço, requerendo, também, a devolução do preço pago. O fundamento do pedido era de que uma vez que estava inadimplente e havia cláusula resolutiva expressa no contrato em razão de inadimplência, o contrato estava rescindido.

A ação havia sido julgada improcedente pela 14ª Câmara Cível do TJSP, nos seguintes termos:

O Autor da ação é devedor inadimplente. Por fim declinada norma (art. 53, CDC) não contempla direito ao devedor à restituição do que então pagou. [...] A resolução **pleno iure** dos contratos, que se previu [...] é cláusula contratual que opera em favor do credor em razão da mora do devedor [...] posto facultar a aquele, apenas, sua invocação (apud BRASIL, 1998a).

A visão do tribunal foi clara, entendendo que somente o contratante prejudicado pode invocar a extinção do contrato, o inadimplente não pode, pois não se alinha com os princípios jurídicos que o faltoso vá beneficiar-se da própria infidelidade. Ademais, não se pode olvidar que *operar de pleno direito* não traduz uma noção de automatismo, mas sim que se dispensa intervenção judicial, mas não dispensa a deliberação do credor em extinguir ou executar.

No STJ, a 3ª Turma produziu intenso debate na apreciação do recurso, permitindo uma melhor análise do que a realizada pela 4ª Turma, onde as decisões, unânimes, simplesmente seguiram o voto do relator.

A abertura dos debates se deu com o voto do Min. Menezes Direito, que entendeu pelo conhecimento e provimento do recurso, determinando a devolução dos valores pagos, sob o fundamento de que o pedido:

Não foi de rescisão dos contratos, mas, sim, de devolução das importâncias pagas com base no art. 53 do Código do Consumidor, eis que já estavam rescindidos os contratos por força de cláusula resolutiva expressa [...] não há nenhuma regra jurídica que impeça o devedor, que não pode mais pagar o imóvel avençado, requerer a devolução do que pagou e entregar o bem alienado (BRASIL, 1998a).

Na sequência, seguem três votos pelo não conhecimento do recurso, com destaque para o voto do Min. Eduardo Ribeiro, que defende que:

Com a devida vênia dos que se posicionam de modo diverso, considero a melhor doutrina segundo a qual, em tais casos, o reconhecimento da rescisão só pode ser pleiteada pelo contratante adimplente. Com efeito, a entender-se de modo diverso, ter-se-ia de concluir que o cumprimento do contrato seria facultativo para aquele que se obrigou a pagar. Deliberando desvincular-se, poderia simplesmente deixar de adimplir o pactuado e acarretar, segundo o entendimento de que aqui se discorda, a rescisão do contrato (BRASIL, 1998a).

Ao final, o Min. Waldemar Zveiter, acompanha o voto vencido do relator, fundamentando seu entendimento no REsp 109.331, da 4ª Turma.

Verifica-se que os fundamentos dos dois votos vencidos caminham na mesma linha das decisões da 3ª Turma, entendendo pela extinção automática do contrato quando o devedor inadimplente não tem mais intenção de purgar sua mora e quitar a obrigação de pagar o preço e outorgando a este o direito à devolução da parte paga do preço, ainda que parcialmente. Já dos votos dos ministros que decidiram pelo não conhecimento do recurso, percebe-se que entendem que a aplicação do art. 53 do CDC não permite que o inadimplente dê cabo à avença.

Em 16/11/1999, a 3ª Turma teve, no Recurso Especial nº 59.870-SP (REsp 59.870), novamente a oportunidade de analisar um caso de denúncia unilateral por parte de adquirente inadimplente que não possui condições de pagar o preço, ou, nas palavras do próprio recorrente onde afirma delimita “a tese nuclear do presente REsp, que é a do direito à resilição privativo do consumidor (não extensivo ao fornecedor), criado pelo §2º do art. 54 do CDC (BRASIL, 1998b).”

Ainda que o recurso não tenha sido conhecido, este caso ganha contornos especiais, pois tanto serviu de lastro para a interposição dos embargos de divergência que firmaram o precedente

que estamos analisando, quanto permitiu, pela primeira vez, uma análise mais contextualizada do problema, marcando, inclusive, a mudança de posição de dois ministros.

O recurso especial foi apresentado contra decisão da 14ª Câmara Cível do TJSP, de relatoria do Des. Ruyter Oliva, onde restou decidido pela improcedência da ação, sob o argumento da força obrigatória dos contratos (apud BRASIL, 1998b).

No STJ, o relator Min. Ari Pargendler (BRASIL, 1998b), define a questão de forma objetiva ao indicar que “as razões do recurso especial limitaram a controvérsia ao direito de rescisão do contrato por ato unilateral, sustentando que, no caso, se trata de um contrato de adesão.”

Ainda que vote pelo não conhecimento do recurso, argumenta a favor do reconhecimento do contrato de adesão, mas sem que isto implique no direito à rescisão ou à devolução dos valores, sob a alegação de que:

Nada disso, todavia, aproveita à autora, porque o artigo 53 do Código do Consumidor, específico para os contratos de compra e venda de imóveis, a seguir transcrito, supõe que a resolução do contrato tenha resultado de iniciativa do credor. [...] O §1º deste artigo, que foi vetado, assinada ao devedor inadimplente a restituição das parcelas quitadas. Uma exegese que atribuisse ao artigo 54 do Código do Consumidor, que as razões do recurso especial dizem contrariado, o mesmo efeito, implicaria em eliminar o veto por meio de interpretação (BRASIL, 1998b).

Na sequência, temos o voto do Min. Menezes Direito, que marca não só sua mudança de posição em relação ao REsp 61.190, mas traz uma análise robusta do problema. Tal como o voto do relator, entende que o contrato merece a configuração de adesão, mas vai além, destacando que ainda que autora tenha pedido o desfazimento alegando nulidades do pacto, o pano de fundo tratava-se da impossibilidade de suportar o pagamento.

Seguindo esta linha, argumenta que:

Não me parece razoável admitir-se a incidência indiscriminada da cláusula de decaimento em pedidos ajuizados pela inadimplência do comprador do bem imóvel. Na minha compreensão, não se pode transformar o contrato de compra e venda em um contrato de poupança. E a tanto equivale um contrato que autorizasse o comprador de um imóvel, financiado por cerca de 10 anos, a pedir a devolução do que pagou porque no quinto ano não tinha condições de honrar as obrigações que assumiu. Não haveria mais segurança jurídica em contrato de compra e venda de imóveis, gerando graves consequências no sistema econômico. [...] O devedor não pode, por falta de cobertura legal, a meu sentir, pleitear a devolução do que pagou porque não pode mais continuar cumprindo com a sua obrigação contratual. Essa possibilidade o veto presidencial, mantido pelo Congresso, sepultou. Se todas as imputações feitas pela autora para alcançar o desfazimento do contrato estão sem substância [...] não se pode autorizar, só pelo fato de tratar-se de

contrato de adesão, o desfazimento do contrato e a devolução das importâncias pagas (BRASIL, 1998b).

Nos dois últimos votos, tanto o Min. Nilson Naves quanto o Min. Waldemar Zveiter, acompanham o relator, pelo não conhecimento. Importante identificar que a mudança drástica de posição do Min. Waldemar Zveiter, anteriormente já havia proferido dois votos, em dois recursos especiais diversos¹⁷, a favor do direito de o comprador inadimplente pleitear a rescisão do pacto e a devolução dos valores.

Por fim, em 08/08/2000, coube à 3ª Turma o julgamento do Recurso Especial nº 115.671-RS (REsp 115.617), onde foram repetidos os argumentos apresentados nos julgados anteriores, decidindo a turma que “o comprador inadimplente pode pleitear em juízo a devolução das prestações pagas e a rescisão do pacto (BRASIL, 2000).”

Antes da análise do mérito, este recurso, em especial, tem algumas questões processuais interessantes, cuja análise enriquece a formação do precedente. Primeiro, foi o primeiro caso em que o tribunal estadual havia adotado a tese a favor do direito à rescisão, sendo que o recurso especial buscava afastar tal direito. Segundo, o relator deste recurso, Min. Waldemar Zveiter, mesmo que à época da conclusão deste julgamento, já tivesse mudado de posição e fosse contrário ao direito à denúncia unilateral pelo adquirente, conforme se observou no julgamento do REsp 59.870¹⁸, manteve o fundamento do seu voto a favor da denúncia, votando pelo não conhecimento do recurso. Terceiro, pela suspeição do Min. Eduardo Ribeiro, foi convocado o Min. Barros Monteiro, da 4ª Turma para proferir voto-desempate. Quarto, não há voto escrito dos Min. Costa Leite e Min. Nilson Naves, ainda que estes tenham votado pelo conhecimento e pelo provimento.

O recurso foi apresentado contra acórdão do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul (TJRS), que julgou procedente o pedido do adquirente no sentido de permitir a rescisão e a cobrança da devolução do preço pago.

O julgamento inicia com o voto do relator, Min. Waldemar Zveiter, entendendo pelo direito à denúncia unilateral, fundando no argumento inaugurado pelo Min. Ruy Rosado de Aguiar no REsp 109.331. Em seguida, na certidão de julgamento de 17/03/1998, nota-se a ausência dos votos escritos dos demais ministros, mas consta que o Min. Menezes Direito acompanhou o relator e os Min. Costa Leite e Min. Nilson Naves, conheceram do recurso e lhe deram provimento. Ainda que ausentes os votos escritos, pode-se deduzir suas posições pelos votos anteriormente dados no

¹⁷ Os votos do Min. Waldemar Zveiter no REsp 61190 e no REsp 115.671 foram no sentido de acompanhar a tese inicial proposta pelo Min. Ruy Rosado de Aguiar no REsp 109.331.

¹⁸ O voto do Min. Waldemar Zveiter foi prolatado em 17/03/1998, mas o julgamento do REsp 115.671 foi finalizado somente em 08/08/2000. Neste interim, o ministro havia dado, em 16/11/1999, voto no REsp 59.870

sentido de que estes últimos já haviam rechaçado o direito à denúncia unilateral e aquele havia defendido.

Com o empate e o impedimento do Min. Eduardo Ribeiro, restou ao convocado, Min. Barros Monteiro, proferir o voto-desempate, no sentido de não conhecer o recurso, fundando seu entendimento no REsp 109.331, o que não causa surpresa, já que comunga com suas posições anteriores.

O ponto crucial neste julgamento foi a substituição do Min. Eduardo Ribeiro, que tinha posição contrária à resilição, pelo Min. Barros Monteiro, que historicamente sempre havia se filiado à argumentação que permitia a resilição. No limite, numa análise contrafactual, é possível afirmar que, ausente o impedimento do Min. Eduardo Ribeiro, o recurso teria sido conhecido e dado provimento, afastando o direito à denúncia do contrato pelo adquirente.

A descrição dos casos evidencia que a tônica em todos eles é a mesma: num cenário de deterioração econômica, no qual há a perda de poder de compra da moeda e queda acelerada no valor dos imóveis, adquirentes inadimplentes perseguem a extinção do contrato como meio de se desvincular da obrigação de pagar o preço e recuperar os recursos investidos na aquisição do imóvel.

Pelos julgados analisados, ainda que ausente qualquer análise mais detalhada sobre o substrato fático ou o contexto econômico, verifica-se uma clara posição antagônica entre as duas turmas quanto ao direito do adquirente denunciar unilateralmente o contrato e obter a devolução da parte paga do preço.

Tal situação, naturalmente, demandava uma solução pacificadora através de embargos de divergência. Somente com a união completa das duas turmas seria possível liquidar o problema, definindo a posição do tribunal. Esta tarefa foi conduzida em 10/04/2002, pela 2ª Seção do STJ, ao analisar os Embargos de Divergência em Recurso Especial nº 59.870-SP (EREsp 59.870), que culminou com a prevalência da tese defendida pela 4ª Turma, a qual permite a denúncia unilateral dos contratos de compra e venda pelo devedor do preço, estabelecendo precedente que se mantém até os dias de hoje.

No início de 2002, o STJ, reunido na sua composição de sua 2ª Seção, que representa a união da 3ª e da 4ª Turma de Direito Privado, julgou o EREsp 59.870 conhecendo e dando provimento, em parte, ao recurso que definiu a posição do tribunal em favor da admissão da existência de direito de resilição unilateral do adquirente em compromisso de compra e venda de imóvel com fundamento no Código de Defesa do Consumidor.

De forma específica, o comando judicial entalhado no acórdão fixou que:

o compromissário comprador que deixa de cumprir o contrato em face da insuportabilidade da obrigação assumida, tem o direito de promover a ação a fim de receber a restituição das importâncias pagas. (BRASIL, 2002)

Em outras palavras, é possível afirmar que, restou permitido ao devedor desvincular-se de uma obrigação de pagar quando este for insolvente, sem que tenha que suportar os efeitos da declaração de insolvência, retirando do credor o direito à execução forçada da obrigação de pagar o preço.

Este julgamento representou a oportunidade de resolver a divergência histórica que havia entre as duas turmas sobre o tema, pois desde 1997, quando o julgamento do REsp 132.903 (acórdão paradigma), a 4ª Turma, havia optado por reconhecer que o art. 53 do CDC outorgava ao devedor inadimplente o direito a obter a resolução do contrato, enquanto que a 3ª Turma não tinha esta interpretação da norma.

Neste processo, enquanto o conhecimento dos embargos foi feito de forma unânime, a decisão de provimento decorreu de uma maioria de ocasião, onde a ausência dos Min. Antônio de Pádua Ribeiro e Min. Castro Filho se mostrou relevante, pendendo o resultado para o argumento defendido pela 4ª Turma.

Ainda que o cenário do caso já tenha sido anteriormente esmiuçado quando da apresentação do REsp 59.870, é importante destacar que nestes embargos, ficou claro que se estava analisando o direito à denúncia unilateral do contrato, pois o próprio relator, Min. Barros Monteiro, reconhece que a “autora adstringiu o pleito no apelo especial interposto ao seu direito à rescisão do contrato por simples denúncia, havendo para tanto invocado o disposto no art. 54, § 2º, do CDC (BRASIL, 2002).”

Isto posto, passa-se à análise da evolução do julgamento através dos votos dos ministros, iniciando-se com o voto do relator, Min. Barros Monteiro, o qual, aderindo às decisões anteriores da 4ª turma, exprime que:

ao compromissário comprado é permitido, na hipótese de não reunir condições para suporta o reajuste das prestações, requerer o desfazimento do ajuste, reclamando da promitente vendedora a devolução da soma que lhe foi paga, tendo como base legal o estatuído no art. 51, II, e 53, caput, da Lei nº 8.078, de 11.9.1990 (BRASIL, 2002).

Continua fundamentando o seu voto no REsp 109.331 e no REsp 115.617, bem como em doutrina a respeito do enriquecimento ilícito, concluindo ser inegável o direito de o compromissário comprador vir reclamar a devolução das prestações pagas. Todavia, cumpre apontar que o voto trabalha bem a inafastabilidade do direito à devolução das parcelas pagas, mas resta quase silente quanto à fundamentação do direito de denunciar a avença. Por fim, defende a aplicação de

uma cláusula penal apurada de forma aleatória (de 25% do preço pago), como indenização pela extinção do contrato.

Em caminho similar trilha o Min. Asfor Rocha, que, primeiramente, se socorre do histórico da 4ª Turma, indicando que o entendimento unânime desta tem sido no sentido do voto do relator. Em seguida, aborda a questão do veto ao art. 53, § 1º, do CDC trazer óbice ao reconhecimento do direito à denúncia unilateral, afirmando tratar-se, num primeiro momento, de um “argumento que impressiona”, no entanto, o direito à denúncia “poderia ser extraído do próprio corpo do Código de Defesa do Consumidor (BRASIL, 2002).”

Em posição diametralmente oposta, surge o voto do Min. Ari Pargendler, no sentido de rejeitar os embargos de divergência. Em voto conciso e técnico, procurar esclarecer que a 3ª Turma, com base no art. 924 do Código Civil, tem reconhecido o direito à devolução de parte das quantias pagas nos casos de rescisão do negócio imobiliário, mas que este não é o caso do recurso, que foi interposto com base no art. 53, do CDC, concluindo que, com o veto ao §1º do art. 53, do CDC, não se pode aplicar norma legal inexistente. Assim, procura deixar claro que “essa é a questão a ser resolvida nestes embargos de divergência, vale dizer, se o veto pode ser elidido por meio de interpretação. Salvo melhor juízo, não (BRASIL, 2002).”

Na sequência, o Min. Menezes Direito reafirmou o voto dado no REsp 59.870, acompanhando o voto do Min. Ari Pargendler e o Min. Aldir Passarinho, ainda que preliminarmente, tenha argumentado pela impossibilidade de configurar dissídio pela ausência de identidade das teses, votou a favor da divergência negando provimento aos embargos, ou seja, pela impossibilidade de resilição fundada no art. 53, do CDC, sob o fundamento de que:

as razões do veto presidencial [...] não deixam dúvida alguma da clara intenção de postergar, para legislação posterior, tal espécie de resilição. Assim, a tese oposta importa, na realidade, na revigoração de uma disposição deliberadamente afastada pelo legislador, de sorte que estaria, aí, o Judiciário, não suprimindo simplesmente uma lacuna, porém assumindo papel que não lhe cabe na distribuição constitucional dos poderes do Estado (BRASIL, 2002).

Por sua vez, a Min. Nancy Andrigui, prolatou voto afirmando que:

ao compromissário-comprador inadimplente, em princípio, não é dado o direito de pedir a resolução do contrato. Porém, ainda quando em falta com o avençado o devedor e desistente do negócio, ser-lhe-á permitido resilir o contrato de compra e venda, postulando a devolução das parcelas que quitou, se as prestações sucessivas pactuadas, se lhe tenham tornado excessivamente onerosas (BRASIL, 2002).

Em seguida, fundamenta sua opção no *favor debitoris*, consignando tratar-se de princípio geral de direito consistente na proteção ao devedor no sentido de libertá-lo do débito através de

técnica interpretativa, visando abrandar o rigor de premissas racionais que informam os princípios básicos reguladores do direito de crédito. Curiosa é a menção à onerosidade excessiva, uma vez que a fundamentação do voto está calcada numa finalidade de favorecimento do devedor, enquanto aquela “justifica a resolução porque destrói a equivalência das prestações” (Aguiar Jr., 1991, p. 158), o que não foi o caso dos embargos. A Min. Nancy Andrigui conclui pelo conhecimento dos embargos e pelo recebimento, acompanhando o voto do Min. Barros Monteiro. Posição idêntica acaba adotada pelo Min. Sávio de Figueiredo Teixeira, sem, contudo, proferir voto escrito justificando sua decisão. Ao final, o EREsp 59.870 foi conhecido e, por maioria de quatro a três provido, vencidos os Min. Ari Pargendler, Carlos Alberto Menezes Direito e Aldir Passarinho.

Pode-se concluir, pelo exposto nos votos dos ministros, que a opção do julgador foi no sentido de reconhecer o direito à rescisão, outorgando aos adquirentes a possibilidade de denunciarem unilateralmente os compromissos de compra e venda e obterem a devolução parcial do preço pago. Sendo que, em momento algum verifica-se que houve alguma tentativa de distinguir entre casos de negócios individuais, loteamentos ou de incorporação imobiliária, adentrando sobre as particularidades destes arranjos contratuais.

Não somente isto, é possível inferir que a situação financeira de solvência do adquirente não teve qualquer impacto na formação do precedente pelo STJ. A discussão a respeito do contexto fático que levou o adquirente a ser refratário ao cumprimento do contrato, se foi impossibilidade ou insolvência, simplesmente não foi considerada. Portanto, é possível afirmar que a sinalização que o Poder Judiciário operou para o mercado, foi de que a desistência contratual não demandava prova dos motivos, com base nas normas civis, bastava alegar que não iria pagar o preço.

Pela leitura dos acórdãos percebe-se que a realidade é um elemento subalterno, não sendo relevante se buscar entender o que seria fundamental para determinar a ocorrência ou não de fato que pudesse caracterizar impossibilidade econômica superveniente ou, ao menos, os efeitos das extinções destes contratos nos arranjos de redes contratuais. Exceção digna de nota, é o posicionamento do Min. Menezes Direito, que em seu voto no REsp 59.870, ainda em 1999, que vislumbrou, com propriedade, que com esta interpretação “não haveria mais segurança jurídica em contrato de compra e venda de imóveis, gerando graves consequências no sistema econômico” (BRASIL, 1998b), o que de fato ocorreu, uma década depois.

A ausência de debates sobre a dinâmica pertinente à incorporação imobiliária impediu a compreensão adequada de sua função, o que levou, incorretamente, ao expurgo da irretratabilidade, esvaziando a natureza comunitária dos compromissos.

Isto posto, cabe perquirir quais foram os efeitos prospectivos desta decisão nas relações entre adquirentes e incorporadores e no próprio negócio de incorporação imobiliária, uma vez que,

conforme visto anteriormente, esta depende da estabilidade dos contratos e da execução forçada como elementos estabilizadores do contrato comunitário.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Conforme já apresentado, o objetivo deste trabalho é examinar aspectos cruciais da teoria econômica institucional e contratual, com foco nas contribuições de Oliver Williamson sobre o oportunismo e o conceito de opções implícitas nos arranjos contratuais.

Primeiramente, no tópico 2.1, traz-se alguns conceitos sobre a ligação entre o direito e a econômica, como aquele tem características que podem influenciar no desenvolvimento econômico. Especialmente a importância de um poder judiciário forte, que dá cumprimento forçado aos contratos.

Já no tópico 2.2, aborda-se a literatura econômica de Oliver Williamson, dentro da perspectiva da Nova Economia Institucional (NEI), um campo interdisciplinar que enfatiza a importância das instituições e organizações na análise econômica. A NEI surgiu destacando como as regras e normas influenciam a economia. Entre os principais teóricos dessa abordagem estão Ronald Coase, Douglass North e Oliver Williamson. Coase introduziu os conceitos de custos de transação e direitos de propriedade em seus artigos “The Nature of the Firm” (1937) e “The Problem of Social Cost” (1960), respectivamente, enquanto North focou no papel das instituições no desenvolvimento econômico.

A questão dos custos de transação foi melhor sistematizada e ampliada por Williamson¹⁹, introduzindo o conceito de governança para minimizar esses custos e analisando o oportunismo como um fator crítico que afeta a eficiência dos arranjos contratuais firmados desde pequenos grupos de agentes até corporações.

O oportunismo, definido por Williamson como “comportamento auto-interessado com astúcia”, inclui a disseminação de informações enganosas e o não cumprimento de promessas, e é um dos principais problemas que contratos e instituições buscam mitigar. A análise de Williamson destaca que a presença de oportunismo exige a criação de salvaguardas ex ante e ex post nos contratos para proteger os arranjos econômicos cooperativos.

Complementando a teoria de Oliver Williamson, no tópico 2.3, é apresentado um referencial teórico relativo às “Opções Implícitas” presentes em alguns arranjos contratuais. Este conceito

¹⁹ Coase contends that the firm serves to economize on transaction costs ... The underlying factors that explain how and why these economies are realized are not worked out, however, and Coase’s discussion of why internal organization does not fully displace the market is even less complete. ... I submit that a more complete theory of firms and markets than Coase was able to forge in this seminal study awaits more self-conscious attention to the ramifications of the elementary attributes of human decision makers - of which opportunism is one, and bounded rationality is another (Williamson, 1975, p. 4).

se relaciona à estrutura e características inerentes a certos arranjos contratuais, diferentemente das opções em instrumentos financeiros. Scott e Triantis discutem como o direito de violar um contrato e pagar indenizações pode ser visto como uma opção implícita, oferecendo uma compreensão mais eficiente dos contratos. Este conceito é particularmente relevante na análise de contratos que conferem a uma das partes o direito unilateral de rescindir o acordo. As opções implícitas funcionam como contratos de seguro que distribuem riscos, incentivando a formação de contratos que, sem essa flexibilidade, poderiam não ser celebrados. A abordagem das opções implícitas oferece uma visão matizada dos contratos, destacando que as decisões de cumprimento podem depender de diversos fatores econômicos e estratégicos, além das cláusulas explicitamente escritas.

Esses tópicos fornecem um referencial teórico para entender como os contratos são estruturados para mitigar o risco de comportamento oportunista e como as opções implícitas influenciam as decisões contratuais, oferecendo uma perspectiva dinâmica e contextual das relações contratuais.

2.1 O ESTADO DE DIREITO E O DESENVOLVIMENTO ECONOMICO

O direito exerce um papel crucial no desenvolvimento econômico, fornecendo a estrutura e as regras que permitem a formação e a operação dos mercados. A segurança jurídica e a previsibilidade são essenciais para que os agentes econômicos se sintam confiantes para investir, empreender e realizar transações. Instituições jurídicas sólidas garantem o cumprimento dos contratos, a proteção dos direitos de propriedade e a resolução eficaz de disputas. De acordo com North (1992, p. 5), as instituições são as “regras do jogo” em uma sociedade, e seu desenvolvimento influencia diretamente o desempenho econômico. Um ambiente jurídico robusto facilita a redução dos custos de transação e promove a eficiência econômica, estimulando o crescimento e a inovação.

A atividade judicial, por sua vez, têm um impacto significativo no desenvolvimento econômico. Os juízes interpretam e aplicam as leis, influenciando a forma como os agentes econômicos percebem a estabilidade e a previsibilidade do ambiente de negócios. Quando as decisões judiciais são consistentes e baseadas em princípios claros, elas reforçam a confiança no sistema jurídico. Williamson (1985, p. 251) argumenta que a incerteza e a possibilidade de oportunismo podem ser mitigadas por um judiciário eficiente que aplica a lei de forma previsível. Além disso, decisões judiciais que garantem o cumprimento dos contratos incentivam a formalização das relações econômicas e a redução da informalidade, criando um ambiente mais propício ao desenvolvimento econômico.

Um judiciário que não dá cumprimento forçado aos contratos é frequentemente visto

como fraco e prejudicial ao desenvolvimento econômico. A falta de *enforcement* eficaz compromete a confiança dos agentes econômicos na execução de suas obrigações contratuais, aumentando o risco de inadimplência e oportunismo. Como destaca Hart (1961, p. 197), a capacidade de fazer cumprir os contratos é essencial para assegurar que os agentes econômicos não sejam sacrificados por aqueles que preferem seus próprios interesses imediatos. Sem a garantia de cumprimento forçado, os custos de transação aumentam, pois as partes precisam investir mais em mecanismos de proteção e salvaguardas contratuais, o que desincentiva os investimentos e a atividade econômica.

A ausência de *enforcement* também gera um efeito negativo na alocação de recursos. Em um ambiente onde os contratos não são devidamente cumpridos, os investidores tendem a ser mais cautelosos, limitando os recursos destinados a projetos de longo prazo e inovadores. Isso pode resultar em um menor nível de desenvolvimento tecnológico e crescimento econômico.

Além disso, um judiciário fraco pode levar à persistência de práticas econômicas informais, onde a confiança interpessoal e a reputação substituem o cumprimento formal dos contratos. Embora essas práticas possam funcionar em pequenas comunidades ou em mercados locais, elas são insuficientes para sustentar o desenvolvimento econômico em larga escala, onde a anonimidade das transações exige um sistema jurídico confiável. Segundo Williamson (1996, p. 332), a formalização das transações é essencial para a expansão dos mercados e para a integração econômica em uma escala mais ampla.

Em conclusão, o direito e as decisões judiciais desempenham um papel central no desenvolvimento econômico, proporcionando a estrutura necessária para a segurança jurídica e a previsibilidade. Um judiciário eficiente, que garante o cumprimento forçado dos contratos, é vital para a confiança dos agentes econômicos e para a promoção de um ambiente de negócios saudável. Sem essas garantias, o desenvolvimento econômico é prejudicado, resultando em menor investimento, inovação e crescimento. Portanto, o fortalecimento das instituições jurídicas e judiciais deve ser uma prioridade para qualquer estratégia de desenvolvimento econômico sustentável.

2.2 TEORIA DO OPORTUNISMO DE OLIVER WILLIAMSON

A literatura econômica apresenta diversas abordagens para analisar o problema descrito na seção anterior, sendo a Nova Economia Institucional (NEI) um campo de estudo interdisciplinar que, ao se concentrar na análise econômica de instituições e organizações proporcionando um ferramental adequado para desenvolver a análise.

Esta abordagem foi formalizada na segunda metade do século XX e ganhou destaque por tentar preencher as lacunas deixadas pela teoria econômica neoclássica, que frequentemente assumia mercados perfeitos e omitia o papel das instituições na economia. A NEI é caracterizada por

sua ênfase nas instituições como regras e normas, seu exame da microanálise de empresas e organizações de mercado e as ramificações para as políticas públicas, sua busca por dinâmica em vez de explicações estáticas da evolução econômica, sua aceitação de abordagens interdisciplinares abordagens e sua abertura para estudos de caso e outras abordagens menos matemáticas metodologias (Ménard e Shirley, 2014, p. 542).

Entre os teóricos mais influentes neste campo estão Ronald Coase, Douglass North e Oliver Williamson. Ronald Coase introduziu o conceito de “custos de transação” como uma explicação para a existência de empresas, argumentando que as empresas surgem quando os custos de organizar a produção através do mercado se tornam proibitivos (Coase, 1937). Douglass North focou no papel das instituições no desenvolvimento econômico, destacando como as regras formais e informais afetam o desempenho econômico e a inovação (North, 1992).

Oliver Williamson, por sua vez, expandiu o conceito de custos de transação e introduziu a ideia de *governança* como um meio de minimizar esses custos em relações contratuais e organizacionais. Ele também é conhecido por sua análise detalhada do oportunismo como um fator crítico que afeta a eficiência dos arranjos contratuais (Williamson, 1985).

Williamson (1977) define o oportunismo como “o comportamento auto-interessado com astúcia”, que inclui a disseminação de informações enganosas e o não cumprimento de promessas . O oportunismo é considerado um dos principais problemas que as instituições e os contratos buscam mitigar, dado que ele pode levar a falhas de mercado e custos de transação elevados.

Williamson expande o conceito de oportunismo ao incluir não apenas ações deliberadas de engano, mas também comportamentos estratégicos que buscam explorar as vulnerabilidades contratuais ou organizacionais (Williamson, 1996) . Isso inclui, por exemplo, a exploração de brechas contratuais ou a utilização de informações privilegiadas para obter vantagem.

Williamson (1985. p. 66) reconhece que a suposição comportamental de que agentes humanos são propensos ao oportunismo provoca uma variedade de reações, que vão desde a aversão até a aceitação fácil, destacando, inclusive que existem até aqueles que consideram o oportunismo irrelevante. Todavia, ele insiste que nem todo indivíduo é continuamente dado ao oportunismo, pelo contrário, apenas assume que alguns indivíduos são oportunistas em alguns momentos e que a confiabilidade raramente é transparente *ex ante*. Portanto, este cenário é que justifica os esforços de triagem que são feitos *ex ante* e, principalmente, salvaguardas *ex post* que são criadas no âmbito dos contratos.

Assim, uma das implicações do oportunismo é que modos “ideais” de arranjos econômi-

cos cooperativos²⁰ são muito frágeis, pois tais organizações são facilmente invadidas e exploradas por determinados agentes. Leia-se “ideais” aqueles onde a confiança e boas intenções são generosamente imputadas aos membros.

Consequentemente, aqueles que desejam o sucesso dos arranjos cooperativos devem, por necessidade, fazer concessões organizacionais aos efeitos debilitantes do oportunismo, de forma a recondicionar socialmente e penalizar de outra forma invasores oportunistas. (Williamson, 1985, p. 67)

Ademais, os custos de transação, que incluem os custos de pesquisa, negociação, redação e execução de contratos, são exacerbados pelo oportunismo. Williamson argumenta que a complexidade dos contratos é muitas vezes uma resposta direta à necessidade de mitigar o risco de comportamento oportunista (Williamson, 1991). Contratos mais complexos e detalhados são elaborados para prevenir ambiguidades que possam ser exploradas de forma oportunista

O comportamento oportunista refere-se a uma ação estratégica tomada por uma parte envolvida numa transação para explorar uma vantagem imprevista ou mudanças nas circunstâncias para beneficiar a si própria às custas da outra parte. O comportamento oportunista pode manifestar-se de várias formas, tais como expropriação de bens, alteração de condições contratuais ou envolvimento em práticas enganosas. Um exemplo típico de comportamento oportunista nas transações de activos é quando os compradores tiram partido de uma descida nos preços dos activos pouco antes de fecharem o negócio, abandonando efectivamente o contrato.

Nas transações económicas, os compradores de ativos desempenham um papel vital na condução do investimento e na facilitação da alocação de recursos. Eles são responsáveis por avaliar o valor dos ativos e negociar os termos contratuais com os vendedores. Espera-se que esses compradores atuem de boa fé, honrando os acordos e obrigações estabelecidos no contrato. No entanto, em certas situações em que há uma queda significativa nos preços dos ativos, alguns compradores podem apresentar um comportamento oportunista, aproveitando as condições favoráveis do mercado e renegando os seus compromissos.

Desta forma, a lição mais importante de Williamson (Williamson, 1996, p. 48) é que,

²⁰ O termo “cooperativos” no contexto deste texto refere-se a estruturas ou modelos económicos onde a colaboração e a confiança mútua entre os participantes são elementos centrais. Diferentemente de modelos competitivos, onde o foco está na maximização individual do benefício, arranjos cooperativos priorizam a cooperação para alcançar objetivos comuns ou compartilhados. Esses arranjos podem incluir, por exemplo, cooperativas de trabalhadores, organizações de produção colaborativa ou parcerias económicas baseadas em princípios de confiança e reciprocidade. No texto, o termo é utilizado para destacar a fragilidade desses arranjos frente ao oportunismo, onde ações auto-interessadas e potencialmente enganosas de alguns indivíduos podem prejudicar a eficácia e a sustentabilidade do modelo cooperativo. Ver Ostrom (2011)

para os fins de estudo dos arranjos contratuais, as transações sujeitas ao oportunismo *ex-post* se beneficiarão se salvaguardas apropriadas puderem ser concebidas *ex ante*.

Portanto, em vez de responder ao oportunismo na mesma moeda, deve-se buscar tanto dar quanto receber compromissos críveis²¹. Assim considerado, a suposição da economia do custo de transação sobre o oportunismo é menos ofensiva do que parece inicialmente. Assumir, ademais, que agentes humanos são oportunistas não significa que todos estão continuamente inclinados ao oportunismo. Em vez disso, a suposição é que alguns indivíduos são oportunistas em alguns momentos e que é custoso determinar a confiabilidade *ex ante*.

As observações de H. L. A. Hart (1961, p. 197) ajudam a colocar as questões em perspectiva:

Nem o entendimento do interesse a longo prazo, nem a força da boa vontade. . . são compartilhados igualmente por todos os homens. Todos são tentados, às vezes, a preferir seus próprios interesses imediatos. . . ‘Sanções’ são. . . necessárias não como o motivo normal para a obediência, mas como garantia de que aqueles que obedeceriam voluntariamente não sejam sacrificados por aqueles que não o fariam.

Portanto, verifica-se que para que o mundo não seja reorganizado em benefício dos agentes mais oportunistas, são necessárias ações contra o oportunismo.

2.3 OPÇÕES IMPLÍCITAS

Outro conceito útil para a análise do problema proposto neste trabalho é o de *embedded option* ou, em tradução livre, opções implícitas.

O conceito de opção implícita é uma abordagem refinada e específica no contexto da análise contratual. Diferentemente das opções presentes em instrumentos financeiros, este conceito se relaciona mais diretamente à estrutura e às características inerentes a certos arranjos contratuais.

Scott e Triantis (2004, p. 1429) aprofundam o entendimento sobre as opções implícitas

²¹ “Compromissos críveis”, conforme discutido nas teorias de Oliver Williamson, referem-se a acordos ou promessas feitas pelas partes em uma transação econômica que são percebidos como confiáveis e executáveis. Williamson destaca a importância de tais compromissos em contextos onde há potencial para comportamento oportunista. Em sua teoria, compromissos críveis são mecanismos pelos quais as partes em uma transação demonstram a intenção genuína de cumprir suas obrigações, reduzindo assim a incerteza e os custos de transação associados. Isso é particularmente relevante em situações onde a informação é assimétrica ou onde uma das partes pode ter a tentação de agir de forma oportunista. A criação de tais compromissos pode envolver a utilização de garantias, penalidades por não cumprimento, ou mecanismos de governança que asseguram a execução do acordo de maneira justa e eficiente. Ver: Williamson (1996)

em contratos ao discutir a natureza e o impacto das regras de indenização²² no direito contratual, observando que:

No entanto, apesar de sua profunda influência na doutrina contemporânea do direito contratual, o princípio da compensação tem suporte histórico, econômico e empírico tênue. Sua evolução no direito comum resultou principalmente de uma dependência de trajetória mal concebida; a compensação é praticamente ignorada na análise teórica do design de contratos eficientes; e a compensação desempenha um papel pequeno nos contratos realmente negociados por partes comerciais e acordados por consumidores. Como resultado de um infeliz rumo na história, os legisladores veem os danos contratuais como compensação por erros. Isso tem impedido tanto a evolução eficiente dos remédios padrão quanto a regulação eficiente de danos liquidados. Em vez de conceber os danos como compensação, o direito de violar e pagar danos é melhor entendido como uma opção valiosa vendida pelo promissário ao promitente. De fato, o direito de violar é apenas um subconjunto de uma categoria mais ampla de direitos de rescisão que dá a uma parte a opção de se afastar do contrato.

Esse trecho ilustra como o direito de violar um contrato e pagar indenizações pode ser visto como uma “opção implícita” vendida pelas partes. Os autores argumentam que esta visão oferece uma compreensão mais realista e eficiente dos contratos, desafiando a ideia tradicional de que os danos contratuais são principalmente uma forma de compensação por prejuízos. Em vez disso, eles propõem que esses danos sejam vistos como um componente estratégico e valioso do design do contrato, refletindo a natureza dinâmica e adaptável das relações contratuais no mundo real.

Vamos nos concentrar especificamente na opção detida por um comprador de bens. O comprador que possui essa opção implícita tem a capacidade de evitar a troca, pagando um preço pela rescisão (a indenização). O preço de uma opção implícita é definido como o preço de qualquer outro produto: ele se baseia no valor da opção para quem a detém, no custo para quem a oferece e na competitividade do mercado onde ocorre a transação. As opções funcionam, essencialmente, como contratos de seguro que distribuem riscos com base em seus respectivos preços de exercício. Para um determinado preço de exercício, o preço da opção divide entre as partes o excedente gerado pela opção, isto é, a diferença entre o valor da opção para o comprador e seu custo para o vendedor. As partes devem escolher uma combinação de preço de opção e preço de exercício que maximize esse excedente.

²² Nota-se que para a tradução se optou por manter o termo mais próximo do original em inglês, como sendo “compensação”, para denotar a obrigação de indenizar. Contudo, este termo é empregado de forma diversa no Brasil, referindo-se à uma forma de pagamento de obrigações.

Considere, por exemplo²³, uma loja de eletrônicos que vende televisores por R\$400,00 e oferece reembolso total para devoluções feitas dentro de trinta dias. Esse contrato concede ao comprador uma opção gratuita de trinta dias para adquirir o televisor por R\$400,00. Um comprador que não tem certeza se sua família precisa de um televisor ou se gostará desse modelo específico valoriza a possibilidade de devolvê-lo sem custos. Portanto, a opção é valiosa para ele devido à incerteza quanto ao valor do televisor para sua família. O varejista, ao outogar a opção, arca com custos significativos ao aceitar devoluções, incluindo o custo de recebimento, inspeção e revenda dos produtos devolvidos, frequentemente por meio de venda online com desconto. Veja que, neste caso o varejista não cobra pela opção, preço da opção é zero, e esta precificação é clara e definida *ex ante*.

Essas opções “gratuitas” são particularmente interessantes para nossa análise, pois esses contratos não tentam compensar o vendedor pelas perdas que sofre quando o comprador desiste da troca planejada. As vezes, o preço da opção é fixado no contrato (por exemplo, na forma de um depósito não reembolsável ou taxa de rescisão), assumindo a forma jurídica de cláusulas penais compensatórias. Outras vezes, o preço é determinado judicialmente ao apurar-se os danos pela violação do contrato.

Na sua Nobel Lecture, o economista Roberto Merton (1998, p. 336) argumenta que:

Quando [uma opção é] adquirida em conjunto com a propriedade do ativo subjacente, ela é funcionalmente equivalente a uma apólice de seguro que protege seu proprietário contra perda econômica decorrente de uma diminuição no valor do ativo abaixo do preço de exercício por qualquer motivo (Merton, 1998, p. 336).

Portanto, em alguns contratos, mesmo sem uma cláusula explicitamente definida, uma das partes pode ter a opção de não cumprir o contrato, optando em vez disso por pagar uma indenização à outra parte. Essa opção implícita emerge da própria natureza do contrato e das circunstâncias envolvidas, em vez de ser um termo expressamente negociado e incluído no contrato e, principalmente, precificado.

Este cenário está presente em arranjos contratuais que carecem de cláusulas de irretratabilidade, pois conferem à uma das partes o direito unilateral de rescindir o acordo, funcionando efetivamente como uma opção de venda do ativo de volta ao vendedor.

Este conceito é particularmente relevante na teoria do direito contratual e na economia dos contratos. Ele reflete uma compreensão mais dinâmica e contextual dos contratos, reconhecendo

²³ Exemplo adaptado de Scott e Triantis (2004)

que as relações contratuais muitas vezes contêm elementos implícitos ou indiretos que afetam as decisões e os comportamentos das partes envolvidas.

Assim, a abordagem das opções implícitas nas estratégias das partes nos arranjos contratuais oferece uma visão mais matizada dos contratos, destacando que as obrigações contratuais e as decisões de cumprimento ou não cumprimento podem depender de uma variedade de fatores econômicos e estratégicos, além das cláusulas explicitamente escritas no contrato. Isso é particularmente útil na análise de contratos em ambientes complexos e incertos, onde os custos de cumprimento ou quebra contratual podem variar significativamente dependendo das circunstâncias.

Por fim, é possível assumir que a existência dessa opção embutida cria incentivos para a formação de contratos que, na ausência de tal opção, poderiam não ser celebrados. Voltando ao exemplo da loja de eletrônicos, se não houvesse a opção, é possível que o comprador não realizasse a compra.

Todavia, quando há a opção, o titular da opção tem a segurança de que não está obrigado a cumprir o contrato até o fim, tornando o acordo essencialmente uma opção e não uma obrigação. Isso pode levar a uma maior disposição para entrar em contratos, mesmo em cenários de incerteza ou risco elevado.

Nesta linha, é possível argumentar que, *ceteris paribus*, havendo dois contratos iguais e apenas um deles com opção implícita, este terá um nível de demanda superior ao mesmo nível de preço. No limite, sendo a opção adotada por toda uma indústria, o nível da demanda teria um incremento com efeitos macroeconômicos relevantes.

A complexidade desses arranjos aumenta ainda mais quando se consideram fatores temporais e pagamentos diferidos. Em contratos onde o pagamento é realizado em prestações ao longo do tempo, o comprador efetivamente adquire o ativo a crédito. Se o valor do ativo cair antes do pagamento total ser devido, o comprador tem a opção de rescindir o contrato, limitando sua perda financeira ao valor do sinal ou pagamento inicial.

Em resumo, qualquer contrato que cujo cumprimento forçado se faz através de perdas e danos em detrimento do cumprimento específico da obrigação é, de certa forma, um contrato de opção (De Geest, 2011, p. 239).

3 METODOLOGIA

A monografia em questão adota uma metodologia científica descritiva e exploratória, com enfoque qualitativo, para examinar um segmento específico da crise imobiliária de 2015-2016, particularmente o fenômeno denominado “crise dos distratos”. Este enfoque exploratório, conforme delineado por Gil (2008, p. 27), tem como objetivo desenvolver, esclarecer e modificar conceitos, facilitando a formulação de hipóteses para pesquisas futuras. Gil (2008) ressalta que as pesquisas exploratórias proporcionam uma compreensão geral de fenômenos pouco estudados, o que é essencial para a formulação de hipóteses e a familiarização com o problema em análise. A flexibilidade e abrangência desta abordagem são fundamentais para tratar de temas inovadores ou pouco discutidos, como a “crise dos distratos” no atual cenário econômico.

A metodologia empregada busca aprofundar o entendimento deste fenômeno, baseando-se em uma revisão bibliográfica extensa que engloba teorias da nova economia institucional, bem como imbricações com teorias jurídicas. A análise é enriquecida por dados obtidos de fontes públicas, com conclusões potencialmente aplicáveis em situações práticas. O objetivo principal é analisar e caracterizar a presença de estratégias oportunistas nos arranjos contratuais de compra e venda de imóveis, especialmente no contexto de cumprimento forçado dos contratos pelo poder judiciário. No caso, a escolha da pesquisa descritiva é apropriada para definir e entender a natureza do fenômeno em estudo (Vergara, 2008, p. 47), sendo que a metodologia segue as definições de pesquisa qualitativa e quantitativa propostas por Silva & Menezes (2005, p. 21) e Richardson (1999). A pesquisa qualitativa, de acordo com esses autores, concentra-se na relação entre elementos objetivos e subjetivos, permitindo ao pesquisador interpretar o fenômeno. Já a pesquisa quantitativa, segundo Richardson (1999) envolve a coleta e análise estatística de dados, com conceitos já estabelecidos. A abordagem qualitativa é especialmente valiosa para descrever a complexidade de problemas, analisar interações, compreender processos dinâmicos em grupos sociais e fomentar mudanças, proporcionando uma compreensão mais aprofundada do comportamento humano (Richardson, 1999). No contexto deste estudo, a pesquisa qualitativa permite investigar aspectos legais, doutrinários, históricos e econômicos, definindo o escopo da pesquisa.

Adicionalmente, foi realizada a análise de um caso similar, empregada para ilustrar a interação entre inovações legais e seus impactos econômicos. Esta análise de caso serve como um exemplo prático, complementando a abordagem teórica e oferecendo *insights* sobre a aplicação de conceitos no mundo real.

4 OPORTUNISMO E DECISÕES JUDICIAIS

É possível afirmar que a dinâmica do mercado imobiliário brasileiro, especialmente durante a crise de 2015-2016, foi significativamente influenciada pelas decisões judiciais relacionadas aos contratos de compra e venda de imóveis. Estas decisões desempenharam um papel crucial na formação da dinâmica contratual e no incentivo ao comportamento oportunista.

Oportunismo, conforme Oliver Williamson, implica comportamentos auto-interessados e estratégicos que exploram vulnerabilidades contratuais. As decisões judiciais que facilitaram rescisões unilaterais de contratos ampliaram o campo para tais comportamentos, muitas vezes sem considerar as complexidades econômicas e interdependências dos acordos contratuais, aumentando o risco percebido e a instabilidade do mercado.

Nos contratos de compra e venda de ativos financeiros ou tangíveis, a questão do risco de preço emerge como uma variável crítica que é transferida entre as partes contratantes. Este risco é intrínseco ao valor do ativo, que está sujeito às flutuações voláteis dos mercados financeiros ou de commodities. O vendedor do ativo, ao concretizar a transação por um valor fixo, efetivamente transfere e elimina seu risco de exposição às futuras variações de preço. Em contrapartida, o comprador, ao efetuar o pagamento, assume esse risco, com a expectativa de que o valor do ativo possa aumentar, proporcionando-lhe ganhos financeiros. No entanto, o comprador também deve estar ciente de que pode incorrer em perdas significativas se o preço do ativo sofrer uma queda.

Todavia, a eficácia dessa transferência de risco é condicionada pela natureza irrevogável do contrato. Em cenários onde o contrato permite a uma das partes a opção de rescisão, surgem incentivos para comportamentos oportunistas. Tais comportamentos são particularmente prevalentes em situações de mudanças adversas no valor do ativo. Por exemplo, se o preço do ativo cair drasticamente, o comprador pode ser incentivado a rescindir o contrato para minimizar suas perdas, especialmente se o valor pago inicialmente for significativamente maior do que o valor de mercado atual do ativo.

Para mitigar tais riscos e neutralizar o potencial de comportamento oportunista, é imperativo que as estruturas contratuais sejam robustas e incluam cláusulas específicas de irretratabilidade. Estas cláusulas atuam como mecanismos de dissuasão, tornando a rescisão contratual legalmente desfavorável para qualquer das partes que busque capitalizar às custas da outra.

Este fenômeno de transferência de risco e o potencial para comportamento oportunista são bem documentados na literatura econômica produzida por Williamson. Diversos estudos e artigos acadêmicos recomendam a inclusão de salvaguardas contratuais específicas para prevenir o oportunismo e garantir que a transferência de risco seja executada de maneira eficaz e ética. Além disso,

a literatura sugere que tais contratos devem ser elaborados com um alto grau de especificidade para minimizar ambiguidades e fornecer um quadro legal claro para a resolução de disputas.

Em suma, a complexidade inerente aos contratos de compra e venda de ativos exige uma abordagem cuidadosa e multidisciplinar na sua elaboração, levando em consideração tanto os aspectos econômicos quanto os legais para assegurar uma transferência de risco eficaz e ética entre as partes contratantes

Esta dinâmica foi capturada pelo legislador, ao impor a irretratabilidade dos compromissos de compra e venda dos imóveis, bem como do poder executivo, ao vetar dispositivos legais das normas consumeristas que poderiam levar à interpretações permissivas à desistência contratual.

Todavia, esta dinâmica não parece ter sido observada pelo poder judiciário brasileiro, dada a evidencia dos efeitos econômicos e sociais do oportunismo e das rescisões contratuais. O oportunismo exacerbado pela facilidade de rescisão contratual teve impactos profundos.

Para os incorporadores, significou uma redução na previsibilidade do fluxo de receitas e um aumento nos riscos financeiros. Isso desencorajou novos investimentos e inovações no setor, afetando a oferta de moradias e contribuindo para distorções de preço. As rescisões contratuais não apenas afetaram a saúde financeira das empresas, mas também tiveram implicações sociais, minando a confiança no mercado imobiliário, um pilar crucial para o desenvolvimento socioeconômico. Aumento de rescisões levou à insegurança entre compradores e vendedores, afetando o acesso à moradia e a estabilidade habitacional.

Para o mercado consumidor, a falência dos incorporadores significou uma redução na oferta de estoque imobiliário, que, num primeiro momento, teve o efeito de elevar o nível de preço dos imóveis.

Além disto, a caracterização do contrato como uma opção incentivou um ciclo de comportamento especulativo entre compradores. A possibilidade de rescindir contratos unilateralmente sem penalidades severas ou consequências significativas criou um ambiente onde o compromisso com acordos contratuais foi enfraquecido. Inclusive, é possível argumentar que, no limite, havia inclusive uma demanda artificial para os ativos, dado que muitos adquirentes não possuíam, de fato, condições de solvência para o pagamento do preço e firmaram a transação apenas com a perspectiva de revender o ativo antes do vencimento do preço. Sendo que, no caso, com a possibilidade de exercer a opção implícita, a revenda do ativo era garantia, pois exercida contra o vendedor.

Portanto, esta expansão da demanda também implicou num aumento ainda maior no nível de preços, dado que a oferta de imóveis tende a se expandir de forma muito mais lenta em razão do longo tempo de produção necessário à formação de estoque habitacional e também necessária

à substituição de incorporadores que faliram.

De tudo que se observa, a necessidade de implementar salvaguardas contratuais eficazes e políticas públicas robustas é destacada pela crise dos distratos. Salvaguardas contratuais são essenciais para garantir segurança jurídica e previsibilidade. Todavia, as salvaguardas contratuais não tem nenhuma força quando o poder judiciário adota uma posição que nega o cumprimento forçado dos contratos.

Portanto, percebe-se a importância do poder judiciário para a garantia dos direitos de propriedade e o bom funcionamento dos mercados. Medidas como cláusulas contratuais claras e detalhadas, penalidades bem definidas para rescisões unilaterais, e mecanismos para resolver disputas de forma justa e eficiente são fundamentais.

Não se nega que políticas públicas eficazes enfrentam desafios complexos, como equilibrar proteção aos consumidores com promoção de um ambiente de negócios favorável aos investimentos. Entretanto, a crise imobiliária brasileira revelou a necessidade de uma abordagem mais equilibrada e informada do poder judiciário em relação aos contratos de compra e venda de imóveis. As decisões judiciais tiveram impactos significativos, contribuindo para a instabilidade do mercado.

Uma maior formação e capacitação dos magistrados em aspectos econômicos e sociais relevantes para o mercado imobiliário são recomendadas. Além disso, sugere-se o desenvolvimento de diretrizes judiciais que orientem a interpretação de contratos de forma a equilibrar os interesses de todas as partes envolvidas. Decisões judiciais que levem em conta as implicações econômicas e sociais podem contribuir significativamente para um ambiente de negócios mais previsível e justo.

O diálogo contínuo entre os tribunais e os especialistas do setor imobiliário pode ajudar a esclarecer as nuances e as complexidades do mercado. Esse diálogo pode contribuir para a formulação de políticas judiciais que sejam mais alinhadas com as necessidades e realidades do mercado imobiliário, garantindo decisões que apoiem o desenvolvimento sustentável do setor.

Em conclusão, a atuação do judiciário no contexto do mercado imobiliário brasileiro durante a crise dos distratos requer uma revisão e uma abordagem mais integrada. As decisões judiciais devem ser informadas por uma compreensão profunda das implicações econômicas e sociais, e devem visar o equilíbrio e a justiça. A colaboração entre o judiciário, especialistas do setor e outras partes interessadas é essencial para alcançar um mercado imobiliário mais estável, justo e previsível. A adoção dessas práticas pode contribuir significativamente para a saúde e o crescimento sustentável do mercado imobiliário no Brasil.

5 CONCLUSÃO

A análise realizada oferece uma visão profunda e técnica sobre o papel das opções implícitas em contratos de compra e venda de ativos, com foco na crise imobiliária de 2015-2016 no Brasil. Essa análise revela uma complexa interação entre elementos econômicos e jurídicos que moldaram o mercado e as decisões das partes envolvidas.

Em primeiro lugar, a compreensão das opções implícitas nos contratos é essencial. Estas opções conferem às partes a flexibilidade de rescindir o contrato, no entanto, essa flexibilidade cria incentivos para comportamentos oportunistas, especialmente quando o valor do ativo negociado se deteriora.

A importância das cláusulas de irretratabilidade fica clara como uma medida destinada a mitigar o oportunismo. Estas cláusulas atuam como mecanismos de óbice à rescisão unilateral. A literatura acadêmica enfatiza a necessidade de cláusulas contratuais claras e específicas para prevenir o oportunismo e garantir uma transferência de risco eficaz e eficiente.

A crise dos distratos no mercado imobiliário brasileiro ilustra vividamente os desafios e impactos desse cenário. Os incorporadores enfrentaram uma redução na previsibilidade das receitas e riscos financeiros crescentes, levando à quebras de diversos agentes do setor. Essas rescisões contratuais também tiveram implicações sociais, abalando a confiança no mercado imobiliário e afetando o acesso à moradia e a estabilidade habitacional.

Para os consumidores, a crise resultou em uma redução na oferta de imóveis, inicialmente elevando os preços. Além disso, a caracterização do contrato como uma opção incentivou um comportamento especulativo entre os compradores, ampliando ainda mais os preços. A expansão da demanda impulsionada pela opção implícita teve implicações macroeconômicas relevantes, colocando pressão adicional sobre os preços dos imóveis e afetando o acesso à moradia. Este cenário se manteve até o ponto em que houve queda abrupta da demanda, pela elevação dos juros em função da crise macroeconomia geral, com isto, o preço dos imóveis passou a cair.

A importância do poder judiciário nesse contexto é indiscutível. Suas decisões desempenham um papel fundamental, pois a negativa de cumprimento das cláusulas de irretratabilidade restiraram a segurança jurídica do mercado. Uma abordagem mais informada e equilibrada do poder judiciário em relação aos contratos imobiliários é essencial. Isso requer uma maior formação dos magistrados em aspectos econômicos e sociais relevantes para o mercado imobiliário, bem como o desenvolvimento de diretrizes judiciais que equilibrem os interesses das partes envolvidas.

Em resumo, a interconexão entre opções implícitas, cláusulas de irretratabilidade, comportamento oportuno, decisões judiciais e impactos econômicos e sociais é evidente na análise.

Essa interação complexa destaca a necessidade de uma abordagem multidisciplinar e integrada para garantir um mercado imobiliário mais estável, justo e previsível no Brasil. A colaboração contínua entre o poder judiciário, especialistas do setor e outras partes interessadas é crucial para alcançar esse objetivo e promover o desenvolvimento sustentável do setor imobiliário.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGOSTINI, R. **Uma das maiores incorporadoras do país, PDG pede recuperação judicial**, 22 fev. 2017. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2017/02/1861162-uma-das-maiores-incorporadoras-do-pais-pdg-pede-recuperacao-judicial.shtml>>

AGUIAR JR., R. R. **Extinção dos contratos por incumprimento do devedor: resolução**. 1ª. ed. Rio de Janeiro: Aide, 1991.

ARAUJO, V. L. DE; GENTIL, D. L. Texto para Discussão (TD) 1602: Avanços, recuos, acertos e erros: uma análise da resposta da política econômica brasileira à crise financeira internacional. **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea)**, 2011.

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Residential property prices: detailed series (nominal)**, [s.d.].

BELLOFIORE, R.; HALEVI, J. A Minsky Moment? The Subprime Crisis and the ‘New’ Capitalism. *Em*: GNOS, C.; ROCHON, L.-P. (Eds.). [s.l.] Edward Elgar Publishing, 2011.

BRASIL. Lei 4.591/64 (Lei de Incorporações Imobiliárias). 21 dez. 1964.

____. 4ª Turma. **Recurso Especial Nº 109.331-SP**. julg. 24 fev. a1997. Diário da Justiça, v. 31/03/1997. p. 9638.

____. 4ª Turma. **Recurso Especial Nº 132.903-SP**. julg. 16 set. b1997. Revista do STJ, v. 106. p. 334. Disponível em: <https://www.stj.jus.br/docs_internet/revista/eletronica/stj-revista-eletronica-1998_106_capQuartaTurma.pdf>

____. 3ª Turma. **Recurso Especial Nº 61.190-SP**. julg. 17 mar. a1998. Diário da Justiça, v. 18/12/1998. p. 338.

____. 3ª Turma. **Recurso Especial Nº 59.870-SP**. julg. 9 nov. b1998. Revista do STJ, v. 129. p. 246. Disponível em: <https://www.stj.jus.br/docs_internet/revista/eletronica/stj-revista-eletronica-2000_129_capTerceiraTurma.pdf>

____. 3ª Turma. **Recurso Especial Nº 115.671-RS**. julg. 8 ago. 2000. Revista do STJ, v. 148. p. 292. Disponível em: <https://www.stj.jus.br/docs_internet/revista/eletronica/stj-revista-eletronica-2001_148_capTerceiraTurma.pdf>

____. 2ª Seção. **Embargos de Divergência Em Recurso Especial Nº 59.870-SP**. julg. 10 abr. 2002. Revista do STJ, v. 171. p. 206. Disponível em: <https://www.stj.jus.br/docs_internet/revista/eletronica/stj-revista-eletronica-2003_171_capSegundaSecao.pdf>

COASE, R. H. The Nature of the Firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386–405, nov. 1937.

COLE, D. H.; GROSSMAN, P. Z. **Principles of law and economics**. 2nd ed ed. New York: Wolters Kluwer Law & Business/Aspen Publishers, 2011.

DE GEEST, G. **Contract Law and Economics**. [s.l.] Edward Elgar Publishing, 2011.

DEVLIN, A. **Fundamental Principles of Law and Economics**. 0. ed. [s.l.] Routledge, 2014.

- GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- GONÇALVES, R. R. **Análise das Necessidades Habitacionais e suas Tendências para os Próximos Dez Anos**. São Paulo: [s.n.].
- HART, H. L. A. **The Concept of Law**. 2. ed. Oxford: Clarendon Press, 1961.
- IBGE. **Contas Nacionais Trimestrais: indicadores de volume e valores correntes**. Brasília: [s.n.].
- MÉNARD, C.; SHIRLEY, M. M. The future of new institutional economics: from early intuitions to a new paradigm? **Journal of Institutional Economics**, v. 10, n. 4, p. 541–565, dez. 2014.
- MERTON, R. C. Applications of Option-Pricing Theory: Twenty-Five Years Later. **The American Economic Review**, v. 88, n. 3, p. 323–349, 1998.
- MINSKY, H. P. **Stabilizing an unstable economy**. 2. ed. New York: McGraw-Hill, 2008.
- NIGRI, M. J. **A injustiça do distrato**, 12 jun. 2017. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/colunistas/iftl-instituto-de-formacao-de-lideres/a-injustica-do-distrato/>>
- NORTH, D. C. **Transaction costs, institutions, and economic performance**. San Francisco: ICS Press, 1992.
- OSTROM, E. **Governing the commons: the evolution of institutions for collective action**. 1. ed. Cambridge: Cambridge Univ. Press, 2011.
- PEREIRA, C. M. DA S. **Condomínio e Incorporações**. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.
- POSNER, R. A. **Economic analysis of law**. Ninth edition ed. New York: Wolters Kluwer Law & Business, 2014.
- RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- SCOTT, R. E.; TRIANTIS, G. G. Embedded Options and the Case against Compensation in Contract Law. **Columbia Law Review**, v. 104, n. 6, p. 1428, out. 2004.
- SILVA, E. L. DA; MENEZES, E. M. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação**. 4. ed. Florianópolis: UFSC, 2005.
- TIMM, L. B. Função social do direito contratual no Código Civil brasileiro : justiça distributiva vs. eficiência econômica. **Revista dos Tribunais**, v. 97, n. 876, p. 11–43, 2008.
- VERCELLI, A. A Perspective on Minsky Moments: The Core of the Financial Instability Hypothesis in Light of the Subprime Crisis. **SSRN Electronic Journal**, 2009.
- VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- WILLIAMSON, O. Markets and Hierarchies. **Challenge**, v. 20, n. 1, p. 70, 72, 1977.
- WILLIAMSON, O. E. **Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications**. 1. ed. New York: Free Press, 1975.
- WILLIAMSON, O. E. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational con-**

tracting. New York: Collier Macmillan, 1985.

____. Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives. **Administrative Science Quarterly**, v. 36, n. 2, p. 269–296, 1991.

____. **The mechanisms of governance**. New York: Oxford University Press, 1996.

ZAP. **O auge e a queda do mercado imobiliário em uma década**, 1 abr. 2016. Disponível em: <<https://g1.globo.com/especial-publicitario/zap/imoveis/noticia/2016/04/o-auge-e-queda-do-mercado-imobiliario-em-uma-decada.html>>