A Estrutura Financeira da Incorporação Imobiliária

Uma Análise sob a Ótica da Regulação e dos Incentivos Econômicos

Alceu Eilert Nascimento, Tiago Monteiro Arruda Soares e Renan Preozin

# 1 Introdução

A incorporação imobiliária é fundamental para o desenvolvimento urbano e econômico do Brasil, facilitando a produção de habitações e a mobilização da poupança popular. Este artigo examina sua natureza jurídica e econômica, destacando seu funcionamento, evolução regulatória e os desafios enfrentados. Inicialmente, os incorporadores planejam e executam empreendimentos financiados antecipadamente pelos adquirentes, criando uma interdependência complexa entre diversos agentes e evidenciando a necessidade de uma regulação sólida.

Antes da Lei 4.591/64, a falta de regulamentação específica resultava em informalidade e insegurança jurídica no mercado imobiliário brasileiro. A promulgação desta lei introduziu transparência ao exigir o registro detalhado dos projetos. No entanto, crises como a falência da Encol nos anos 1990 expuseram fragilidades, especialmente na proteção insuficiente dos adquirentes diante da insolvência dos incorporadores. Em resposta, a Lei 10.931/04 trouxe inovações significativas, como o patrimônio de afetação e a figura do agente fiduciário, que segregam os recursos destinados a um empreendimento específico e fortalecem a fiscalização. Além disso, instrumentos financeiros como os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) diversificaram as fontes de financiamento e atraíram investimentos ao setor. No campo teórico, o artigo aborda conceitos de custos de transação, conflitos de agência e requisitos de capital. A teoria dos custos de transação explica como a regulação reduz a assimetria de informações e mitiga comportamentos oportunistas dos incorporadores. Os conflitos de agência são analisados nas relações entre incorporadores e adquirentes, mostrando como mecanismos regulatórios alinham os interesses das partes. A discussão sobre requisitos de capital enfatiza a importância de “skin in the game” para promover comportamentos mais prudentes, reduzindo riscos sistêmicos e fortalecendo a confiança no mercado.

Este artigo oferece, portanto, uma visão abrangente da evolução da incorporação imobiliária no Brasil, ressaltando a importância da regulação na promoção de um mercado mais seguro, transparente e eficiente. Ao combinar análises históricas e perspectivas teóricas, busca contribuir para o entendimento dos desafios e oportunidades do setor, bem como para o desenvolvimento de políticas públicas e práticas empresariais que promovam crescimento sustentável e redução das desigualdades sociais

# 2 A Natureza da Incorporação Imobiliária e o Racional Regulatório

A incorporação imobiliária é uma estrutura normativa que permite a captação de poupança popular para a produção de bens imóveis. Trata-se de um arranjo onde um agente, seja uma pessoa física ou jurídica, denominado incorporador, concebe, planeja e contrata a construção de um empreendimento imobiliário, bem como capta os recursos necessários para a edificação, vendendo as unidades imobiliárias do empreendimento antes ou durante o período de construção.

Neste modelo, os adquirentes tornam-se coproprietários do empreendimento, financiando as atividades do incorporador através do pagamento do preço de aquisição da unidade imobiliária. A vinculação entre o incorporador e o adquirente se dá por um contrato compra e venda, o qual define as responsabilidades de cada parte, o cronograma da obra e as condições para a transferência da propriedade do imóvel. O incorporador assume a responsabilidade pela viabilidade econômica e jurídica do projeto, pela obtenção das licenças necessárias e pela execução da obra conforme uma detalhada especificação. A incorporação imobiliária é o principal meio de produção de estoque imobiliário, pois a captação da poupança popular representa uma forma de financiamento barata para uma atividade de capital intensivo. Portanto, a incorporação imobiliária desempenha um papel fundamental no desenvolvimento urbano e na expansão do mercado habitacional, facilitando o acesso à casa própria para milhões de brasileiros.

Importante notar que em países onde as familias possuem baixas taxas de poupança, a captação de recursos com os adquirentes pode não ser suficiente para a execução do empreendimento, demandando que o incorporador busque outros fornecedores de capital para o empreendimento, seja no sistema financeiro, no mercado de capitais ou no mercado de crédito privado.

No entanto, dada a complexidade dos projetos e o elevado grau de interdependência entre diversos agentes — incorporadores, construtores, financiadores, adquirentes e órgãos públicos — o setor é particularmente vulnerável à diveros riscos, o que evidencia a necessidade de um marco regulatório robusto.

A regulação da incorporação imobiliária é imprescindível para mitigar os riscos inerentes à atividade, promover a segurança jurídica e assegurar um equilíbrio nas relações entre os diversos agentes econômicos envolvidos. A regulação tem por objetivo, primordialmente, proteger os adquirentes das unidades imobiliárias, que, em grande parte, são consumidores sem expertise técnica e com limitada capacidade de influência sobre as decisões dos incorporadores. Esses consumidores muitas vezes investem suas economias de uma vida inteira na aquisição do imóvel, sendo crucial a existência de mecanismos legais que assegurem a conclusão do empreendimento e garantam que a unidade será entregue conforme prometido.

Para além da proteção ao consumidor, a regulação também busca criar um ambiente de negócios mais seguro para financiadores e investidores. A incorporação imobiliária é uma atividade intensiva em capital, frequentemente dependente de crédito bancário ou da captação de recursos no mercado de capitais. A introdução de regras claras sobre a alocação dos recursos, as responsabilidades dos incorporadores e a segregação patrimônial contribuiram para aumentar a confiança dos financiadores no setor, possibilitando que o crédito fosse concedido em condições mais favoráveis. Outro aspecto relevante da regulação é a prevenção de conflitos e a promoção de um ambiente competitivo que favoreça a eficiência econômica. Sem regulação, a assimetria de informação entre incorporadores e adquirentes pode conduzir a práticas oportunistas, como a venda de unidades em empreendimentos inviáveis ou com atrasos recorrentes. A regulação, ao impor obrigações de transparência e previsibilidade, contribui para reduzir a incerteza e os custos de transação, favorecendo o desenvolvimento de um mercado mais eficiente e atrativo para todos os agentes envolvidos.

Por fim, a regulação da incorporação imobiliária desempenha um papel relevante no fomento ao desenvolvimento urbano e na solução do déficit habitacional. Ao estabelecer normas que assegurem a conclusão dos empreendimentos e garantam a qualidade das obras, o Estado contribui para a expansão da oferta de moradias e para a melhoria das condições de vida da população. Assim, a regulação não apenas protege os interesses dos consumidores e investidores, mas também fomenta o desenvolvimento sustentável das cidades e contribui para a redução das desigualdades sociais.

# 3 Instituições regulatórias

As instituições regulatórias moldaram a atividade de incorporação imobiliária no Brasil, começando pela Lei 4.591/64, que estabeleceu um novo modelo para a incorporação e introduziu mecanismos fundamentais para o desenvolvimento do setor. Posteriormente, em decorrencia da falência de grandes incorporadoras no final dos anos 1990, foram implementadas mudança a partir de 2004, com a introdução do patrimônio de afetação e a busca por um mercado mais sustentável.

## 3.1 A Lei 4.591/64 (1964-2004): o surgimento de um novo modelo e a era da transparência

Antes da promulgação da Lei 4.591/64, o mercado imobiliário brasileiro era caracterizado por uma grande informalidade e incerteza jurídica, tanto para incorporadores quanto para adquirentes. Não existia um marco regulatório que definisse os direitos e obrigações dos diversos agentes envolvidos no processo de incorporação, o que gerava insegurança e riscos elevados.

A única referencia normativa sobre a questão antes da Lei nº 4.591/64 estava contida na Lei nº 1.521/51, que regulava alguns crimes contra a economia popular, entre os quais, tanto a violação de contrato de venda a prestações por deixar de entregar a coisa vendida e sem devolução do preço pago, quanto a gestão fraudulenta de sociedades para empréstimos ou financiamento de construções e de vendas e imóveis a prestações.

De qualquer forma, a ausência de normas específicas permitia que os incorporadores atuassem sem prestar informações detalhadas sobre os empreendimentos, e os adquirentes muitas vezes investiam suas economias em projetos que não tinham qualquer garantia de conclusão. Esse cenário de vulnerabilidade resultava em frequentes atrasos, inadimplência e, por vezes, abandono das obras, deixando os adquirentes sem o imóvel e sem a possibilidade de reaver os recursos investidos.

Nesse contexto, o crescimento acelerado das cidades brasileiras na década de 1960, impulsionado pela migração rural-urbana e pela industrialização, evidenciou a necessidade de um mercado imobiliário mais organizado e transparente. As pressões sobre o setor habitacional e a crescente demanda por moradia nas grandes cidades levaram o Congresso Nacional a debater propostas legislativas que buscassem regulamentar a atividade de incorporação, de modo a criar um ambiente mais seguro para os adquirentes e incentivar o desenvolvimento urbano ordenado. O objetivo principal das discussões legislativas era criar mecanismos que permitissem uma relação equilibrada entre incorporadores e adquirentes, garantindo maior transparência e segurança no processo de aquisição de imóveis na planta. A promulgação da Lei 4.591/64 trouxe uma profunda transformação ao mercado imobiliário brasileiro, estabelecendo um marco regulatório que visava ordenar a atividade de incorporação e criar um ambiente seguro para a captação de poupança popular. A lei formalizou o processo de incorporação imobiliária, introduzindo regras que permitiam a venda de unidades na planta com um grau de previsibilidade e segurança inexistentes até então. A partir da Lei 4.591/64, os incorporadores foram obrigados a dar publicidade à uma serie de documentos, contendo informações detalhadas sobre o empreendimento, como plantas, especificações das unidades, prazos e documentação que comprovasse a viabilidade jurídica do projeto, cujo conjunto passou a ser chamado de memorial de incorporação.

Esse modelo regulamentado permitiu a captação de poupança popular para o financiamento das obras, viabilizando o acesso de grande parte da população à casa própria. Ao mesmo tempo, a lei reduzia o risco de inadimplemento dos incorporadores, uma vez que a transparência e a formalização do processo de incorporação facilitavam o acesso ao crédito e aumentavam a confiança dos agentes financeiros no setor. A lei também permitiu que os adquirentes se organizassem para acompanhar o andamento das obras e fiscalizar a aplicação dos recursos, mitigando os riscos de desvios e garantindo maior controle sobre o empreendimento. No entanto, o modelo de autofinanciamento instituído pela Lei 4.591/64 também transferia uma parte significativa dos riscos para os adquirentes, que arcavam com o ônus financeiro do empreendimento sem garantias financeiras robustas de conclusão. Embora a lei tenha representado um grande avanço ao formalizar a atividade e estabelecer um ambiente de maior transparência, as crises econômicas e financeiras subsequentes demonstraram que o modelo original ainda apresentava fragilidades, principalmente em relação à proteção dos adquirentes em casos de insolvência dos incorporadores.

A principal fragilidade da regulação era a ausência de mecanismos que garantissem o ingresso de recursos para a conclusão do empreendimento. Não havia obrigatoriedade de compromisso patrimonial específico do incorporador e o financiamento bancário era mutuado mês a mês, conforme a evolução das obras e das vendas. No limite, o risco de completudo do projeto era financeiro, dependendo totalmente da geração de caixa e das vendas dos imóveis.

## 3.2 Problemas de Falência de Incorporadoras no Final dos Anos 1990 e 2000: O Caso Encol e a Exaustão do Modelo da Lei 4.591/64

O final dos anos 1990 e início dos anos 2000 representou um período crítico para o mercado imobiliário brasileiro, que vivenciou uma série de falências de incorporadoras, sendo o caso mais emblemático o da Encol. Na época, a Encol era uma das maiores incorporadoras do país, com um vasto portfólio de empreendimentos. A empresa utilizava amplamente o modelo de pré-venda para captar recursos dos adquirentes e financiar suas obras. Contudo, a prática de financiamento cruzado entre diferentes projetos, em que os recursos de novos empreendimentos eram utilizados para cobrir déficits de obras anteriores, gerou um risco sistêmico insustentável. A crise da Encol expôs as limitações do modelo original instituído pela Lei 4.591/64. A dependência de capital dos adquirentes e a ausência de mecanismos de segregação dos recursos faziam com que a insolvência de uma única incorporadora gerasse efeitos devastadores para milhares de famílias que haviam investido na compra de imóveis. A falta de proteção adequada para os adquirentes evidenciou a necessidade de uma reformulação do marco regulatório, que pudesse oferecer garantias mais robustas e prevenir práticas oportunistas por parte dos incorporadores.

Além disso, o ambiente econômico adverso, marcado por alta inflação e restrição de crédito, intensificou os problemas enfrentados pelas incorporadoras. Os bancos, cientes dos riscos associados ao modelo vigente, passaram a limitar o financiamento ao setor, exacerbando a crise de liquidez das incorporadoras e contribuindo para o colapso de várias empresas do setor. O caso Encol marcou um ponto de inflexão, gerando uma crise de confiança no mercado imobiliário e destacando a necessidade de mudanças estruturais que pudessem garantir maior segurança jurídica e financeira aos adquirentes.

## 3.3 A Lei de Incorporação Modificada (2004 até o Presente) - O Patrimônio de Afetação e a Nova Era de Proteção e Sustentabilidade

A promulgação da Lei 10.931/04 marcou uma nova era para a incorporação imobiliária no Brasil, introduzindo o conceito de patrimônio de afetação como uma resposta direta às falhas do modelo anterior, evidenciadas pela crise da Encol e outras falências no final dos anos 1990. Melhim Chalhub, um dos principais especialistas na área, teve um papel fundamental na formulação dessa nova legislação, defendendo a criação de um mecanismo que segregasse os recursos dos adquirentes dos demais ativos dos incorporadores, de modo a garantir a aplicação dos recursos na conclusão do empreendimento específico para o qual foram destinados. A Lei 10.931/04 alterou significativamente a Lei 4.591/64, introduzindo o patrimônio de afetação como uma ferramenta essencial para mitigar o risco de inadimplemento e proteger os interesses dos adquirentes e financiadores. A afetação patrimonial permitiu que os recursos captados para um determinado empreendimento fossem segregados dos demais ativos da incorporadora, criando uma barreira jurídica que impedia a utilização desses recursos para outros fins. Essa mudança trouxe maior segurança para os adquirentes, reduzindo o risco de inadimplência e aumentando a confiança no mercado imobiliário.

Além do patrimônio de afetação, a lei também introduziu a figura do agente fiduciário, responsável por fiscalizar a aplicação dos recursos e garantir que os incorporadores cumprissem com suas obrigações. O agente fiduciário atua como um intermediário que assegura a correta utilização dos recursos, proporcionando uma camada adicional de segurança para os adquirentes e financiadores. Essas inovações regulamentares foram fundamentais para fortalecer a proteção dos consumidores e restabelecer a confiança no setor imobiliário. A Lei 10.931/04 não apenas alterou a Lei 4.591/64, introduzindo o conceito de patrimônio de afetação, mas também criou novos instrumentos de financiamento para o mercado imobiliário, complementando a Lei do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI). Um dos principais instrumentos introduzidos pela nova legislação foram os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), que se tornaram uma ferramenta essencial para a captação de recursos no mercado de capitais.

Os CRIs permitiram que os incorporadores captassem recursos diretamente de investidores, utilizando os recebíveis gerados pelas vendas das unidades como lastro para a emissão dos certificados. Isso diversificou as fontes de financiamento do setor, reduzindo a dependência dos incorporadores em relação ao crédito bancário tradicional e proporcionando maior flexibilidade financeira. Além disso, a possibilidade de securitizar os recebíveis imobiliários atraiu novos investidores para o setor, aumentando a liquidez e estimulando o desenvolvimento de novos empreendimentos. A dualidade da Lei 10.931/04 reside em sua capacidade de fortalecer a proteção aos adquirentes, ao mesmo tempo em que cria novas oportunidades de financiamento para os incorporadores. Ao introduzir o patrimônio de afetação e os CRIs, a lei buscou equilibrar os interesses dos diferentes agentes envolvidos no processo de incorporação, promovendo um ambiente mais seguro e sustentável para o desenvolvimento do mercado imobiliário. Essa abordagem integrada permitiu que o setor se expandisse de forma mais estável e previsível, contribuindo para a retomada do crescimento econômico no país.

O patrimônio de afetação desempenha um papel central na dinâmica da incorporação imobiliária contemporânea, protegendo inicialmente os financiadores e, posteriormente, os adquirentes das unidades imobiliárias. Ao segregar os ativos de um empreendimento dos demais bens do incorporador, o patrimônio de afetação garante que os recursos destinados a um projeto específico sejam utilizados exclusivamente na sua execução, impedindo que sejam desviados para outros empreendimentos ou utilizados para cobrir dívidas da incorporadora. Essa segregação de recursos proporciona maior segurança para os financiadores, que passam a ter garantias mais sólidas de que os valores financiados serão aplicados corretamente na construção do empreendimento. Com a maior proteção aos financiadores, cria-se um ambiente de maior confiança que, por sua vez, facilita a concessão de crédito e a redução dos custos financeiros para os incorporadores. Essa maior disponibilidade de crédito contribui para a viabilização de novos empreendimentos e para a expansão do mercado imobiliário.

Para os adquirentes, o patrimônio de afetação representa uma garantia de que o empreendimento será concluído conforme o planejado, mesmo em casos de dificuldades financeiras do incorporador. A proteção oferecida pelo patrimônio de afetação, aliada à fiscalização exercida pelo agente fiduciário, garante maior transparência e segurança jurídica para os adquirentes, reduzindo os riscos de inadimplemento e aumentando a previsibilidade do processo de aquisição de imóveis na planta. Dessa forma, o patrimônio de afetação contribui para o fortalecimento da confiança dos consumidores no mercado imobiliário, promovendo um ambiente mais seguro e sustentável para todos os agentes envolvidos.

# 4 Perspectivas Teóricas

## 4.1 Custos de transação

A questão dos custos de transação foi melhor sistematizada e amplicada por Williamson, 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. Desta forma, hoje, as reflexões de Coase são como uma mera fonte ou uma versão primitiva da economia dos custos de transação. 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.

Williamson ([1985a](#ref-williamson_economic_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 econômicos cooperativos 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, 1985a, p. 67](#ref-williamson_economic_1985))

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](#ref-williamson1991)). 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 transacções 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 econômicas, 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](#ref-williamson_mechanisms_1996)) é que, 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 críveis[[1]](#footnote-1). 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](#ref-hartConceptLaw1961)) 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. Nesta linha, as regras de publicidade adotadas na regulação da incorporação imobiliária funcionam como um instrumento de desincentivo ao comportamento oportunista do incorporador. No caso, a presença de uma especificação detalhada do bem imóvel futuro, todada de ampla publicidade (registro imobiliário), constrange o incorporador à não se desviar do plano original proposto.

Williamson ([1993](#ref-williamsonOpportunismItsCritics1993a)) define custos de transação como os “custos de operação do sistema econômico”. São aqueles associados à execução de contratos e à troca de bens ou serviços, especialmente em ambientes com incertezas e assimetrias de informação . No setor de incorporação imobiliária, esses custos incluem negociações, fiscalização e cumprimento de contratos, que impactam diretamente a eficiência e a segurança dos projetos.

A legislação brasileira, particularmente a Lei 4.591/64 e a Lei 10.931/04, buscou mitigar esses custos ao introduzir mecanismos como o patrimônio de afetação, que aumenta a transparência e separa os recursos dos projetos, reduzindo riscos e incentivando financiadores e adquirentes. A Lei 4.591/64 endereçou isso ao exigir o registro dos imóveis e de todas as características do projeto no cartório, proporcionando publicidade ostensiva e maior clareza aos adquirentes, o que reduz a necessidade de fiscalizações adicionais e custos de monitoramento.

## 4.2 Conflitos de Agencia

O conflito de agência é um tema central nas teorias econômicas e jurídicas, especialmente no contexto de contratos e governança. Ele ocorre quando há divergências de interesse entre o principal (quem delega) e o agente (quem executa), que pode agir de forma oportunista, buscando maximizar seus interesses em detrimento do principal. Esse conceito é amplamente explorado nas teorias econômicas, como discutido por Williamson ([1985b](#Xd0214c6c86348f20a7dc9e2858d8c9c9098e053)), Posner ([2000](#ref-posnerAgencyModelsLaw2000a)) e Fama e Jensen ([1983](#ref-famaAgencyProblemsResidual1983a)). No contexto da incorporação imobiliária, o conflito de agência se manifesta na relação entre incorporadores (agentes) e adquirentes/financiadores (principais), onde o incorporador pode tomar decisões que favorecem seu próprio interesse em detrimento da conclusão ou qualidade do projeto imobiliário.

Conforme discutido por Fama e Jensen ([1983](#ref-famaAgencyProblemsResidual1983a)), os conflitos de agência são exacerbados quando há assimetria de informação, isto é, quando o agente detém mais informações sobre o projeto do que o principal. No caso das incorporações imobiliárias, antes da promulgação da Lei 4.591/64, esse cenário era evidente: os incorporadores podiam ocultar informações cruciais sobre a viabilidade financeira dos empreendimentos e sobre a alocação dos recursos captados dos adquirentes. Essa falta de transparência permitia que os incorporadores adotassem comportamentos oportunistas, como o financiamento cruzado de projetos, e elevava o risco de inadimplência.

Akerlof ([**akerlofMarketLemonsQuality1970?**](#ref-akerlofMarketLemonsQuality1970)) usa o exemplo do mercado de carros usados para discutir o conceit-o de seleção adversa. Embora ele não trate de incorporações imobiliárias, o conceito de seleção adversa pode ser aplicado ao setor. No contexto da incorporação imobiliária, antes da promulgação da Lei 4.591/64, os incorporadores detinham mais informações sobre o projeto do que os adquirentes, o que criava um ambiente onde os compradores podiam tomar decisões baseadas em informações incompletas sobre o andamento das obras e as características do empreendimento, o que ampliava o risco para os compradores. A introdução da Lei 4.591/64 foi um avanço significativo na redução dos problemas relacionados à seleção adversa. A exigência do registro de incorporação em cartório, detalhando todas as características do projeto, incluindo a viabilidade financeira e os prazos de execução, foi uma forma de nivelar o campo informacional entre incorporadores e adquirentes. Esse mecanismo reduziu a assimetria de informações. A publicidade criou um ambiente mais transparente, pois os adquirentes passaram a ter acesso antecipado a informações críticas sobre o projeto, como discutido por Chwartzmann ([2005](#Xdad9878ebf89c5aff6d08b386a4d5bfc540c48e)) ao descrever o impacto da lei no setor imobiliário de edifícios residenciais, a preço fechado, na cidade de Porto Alegre/RS.

Após a promulgação da Lei 10.931/04, o foco regulatório se voltou para o problema do risco moral, que ocorre após o contrato ser firmado, quando o agente (o incorporador) pode tomar decisões que aumentam o risco além do esperado, sabendo que os principais (adquirentes ou financiadores) irão arcar com as consequências negativas dessas decisões. O risco moral é exacerbado em ambientes onde os incorporadores têm controle total sobre os recursos e podem usá-los de maneira imprudente ou oportunista, sem que os adquirentes tenham meios eficazes para monitorar essas ações.

O patrimônio de afetação, introduzido pela Lei 10.931/04, surgiu como um mecanismo essencial para mitigar o risco moral. Ao segregar os ativos de um determinado projeto dos demais ativos do incorporador, a lei garantiu que os recursos destinados ao empreendimento fossem utilizados exclusivamente para sua conclusão. Isso limitou a capacidade do incorporador de tomar decisões arriscadas, como desviar fundos para outros projetos ou cobrir déficits financeiros em outras áreas, protegendo tanto os adquirentes quanto os financiadores. Como apontado por Williamson ([1985b](#Xd0214c6c86348f20a7dc9e2858d8c9c9098e053)), a criação de incentivos que alinham os interesses do principal e do agente é fundamental para reduzir os conflitos de agência.

Posner ([**posnerAgencyModelsLaw2000?**](#ref-posnerAgencyModelsLaw2000)) destaca a importância de mecanismos de fiscalização externa para mitigar o risco moral​. Sob esse ponto de vista, a introdução da figura do agente fiduciário, que atua como um terceiro responsável pela fiscalização dos recursos, garantiu que o incorporador cumpra com suas obrigações e que o dinheiro dos adquirentes seja utilizado de maneira transparente e eficiente.

## 4.3 Capital Requirements

Os requisitos de capital são um componente fundamental da regulação financeira, especialmente no contexto de instituições financeiras, como bancos e seguradoras. Esses requisitos referem-se ao montante mínimo de capital que as instituições devem manter em relação aos seus ativos ponderados por risco. A motivação central é garantir a solidez e a resiliência das instituições financeiras, promovendo a estabilidade do sistema financeiro, mitigando riscos sistêmicos e minimizando a probabilidade de insolvências que poderiam ter repercussões negativas significativas para a economia real.

O conceito de requisitos de capital está enraizado na função básica dos agentes que operam com uma alta alavancagem. Por exemplo, os bancos captam depósitos e fornecem crédito, o que implica riscos de inadimplência dos mutuários e potenciais crises de liquidez. Para evitar que choques adversos causem a insolvência de instituições financeiras, a regulação de capital exige que estas mantenham reservas suficientes que possam absorver perdas, protegendo depositantes e contribuindo para a estabilidade sistêmica. Bancos insuficientemente capitalizados são mais suscetíveis a falências, o que pode gerar riscos sistêmicos ([Acharya e Richardson, 2009](#X679f4c35f08533badea6f5faedc001ce2e6cba0)). O capital serve como um amortecedor, reduzindo a probabilidade de falhas em cadeia. Os requisitos de capital incentivam os agentes a administrar os riscos de forma mais cautelosa. Agentes que operam com maior capital têm menos incentivo para assumir riscos excessivos, dado que qualquer perda significativa afetaria diretamente o capital do agente.

Os requisitos de capital são um elemento crucial da regulação financeira, tendo como principal objetivo proteger o sistema financeiro contra choques adversos e promover a estabilidade sistêmica. O desenvolvimento e aprimoramento contínuo dessas regulamentações, como visto nos Acordos de Basileia, reflete o aprendizado da experiência histórica e a necessidade de adaptação às mudanças na complexidade dos mercados financeiros globais. Embora apresentem limitações e desafios, como o risco de reduzir a rentabilidade bancária ou incentivar arbitragem regulatória, os requisitos de capital continuam a ser uma ferramenta indispensável para a mitigação dos riscos que emergem da atividade financeira, visando um sistema econômico mais seguro e resiliente

A ausência de “skin in the game” foi uma das razões apontadas para o comportamento arriscado observado antes da crise financeira de 2007-2008. Muitos gestores e instituições tomavam decisões de risco elevadas, sabendo que não estavam diretamente expostos às consequências negativas em caso de falência, uma situação que resultou em riscos morais significativos para o sistema financeiro. Ao reforçar os requisitos de capital, a intenção regulatória é criar um ambiente onde os gestores e acionistas têm muito a perder caso o banco se torne insolvente, reduzindo assim os incentivos para estratégias arriscadas que possam comprometer a estabilidade sistêmica ([Acharya e Richardson, 2009](#X679f4c35f08533badea6f5faedc001ce2e6cba0)).

Portanto, os requisitos de capital são, em última instância, uma maneira formal de garantir “skin in the game” para os agentes, promovendo um comportamento mais responsável e prudente, alinhado com o interesse de estabilidade e resiliência do sistema financeiro como um todo.

# 5 Conclusão

Em conclusão, a incorporação imobiliária tem se mostrado fundamental para o desenvolvimento urbano e econômico do Brasil, ao viabilizar a produção habitacional e canalizar a poupança popular para investimentos no setor. A evolução do marco regulatório, iniciada com a Lei 4.591/64 e aprimorada pela Lei 10.931/04, foi crucial para enfrentar os desafios históricos, como a informalidade inicial e as crises decorrentes de falências de grandes incorporadoras nos anos 1990.

A introdução de mecanismos como o patrimônio de afetação e a figura do agente fiduciário fortaleceu a proteção aos adquirentes e financiadores, aumentando a transparência e a segurança jurídica no mercado. Além disso, a diversificação das fontes de financiamento, por meio de instrumentos como os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), atraiu investimentos e promoveu a estabilidade do setor. Do ponto de vista teórico, a aplicação de conceitos como custos de transação, conflitos de agência e requisitos de capital mostrou-se essencial para compreender e resolver os problemas inerentes à incorporação imobiliária. A regulação eficiente reduziu a assimetria de informações e alinhou os interesses entre incorporadores, adquirentes e financiadores, mitigando comportamentos oportunistas e riscos sistêmicos.

Portanto, a análise histórica e teórica evidencia a importância de um marco regulatório robusto e adaptável, que não apenas protege os diversos agentes envolvidos, mas também incentiva práticas empresariais responsáveis e sustentáveis. O contínuo aprimoramento dessas políticas é vital para promover um mercado imobiliário mais seguro, transparente e eficiente, contribuindo significativamente para o crescimento econômico e a redução das desigualdades sociais no país

# Referências bibliográficas

ACHARYA, V. V.; RICHARDSON, M. (ORGANIZADORES.). **Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System**. Hoboken, N.J: John Wiley & Sons, 2009.

ARIDA, P.; BACHA, E. L.; LARA-RESENDE, A. [Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil](https://doi.org/10.7551/mitpress/3759.003.0021). *Em*: GIAVAZZI, F.; GOLDFAJN, I.; HERRERA, S. (Eds.). **Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003**. [s.l.] The MIT Press, 2005. p. 265–294.

CHWARTZMANN, N. **Modelagem do processo de incorporação imobiliária de edifícios residenciais, a preço fechado, na cidade de porto Alegre/RS**. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2005.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Agency Problems and Residual Claims. **Journal of Law & Economics**, v. 26, 1983.

HART, H. L. A. [**The Concept of Law**](https://gateway.ipfs.io/ipfs/bafykbzaceasfrypwxzkgstee3bp7qpir7tju5jmbaw4kgp72qgr7gqucjuqfk?filename=%28Clarendon%20Law%29%20Herbert%20Lionel%20Adolphus%20Hart%2C%20Penelope%20A.%20Bulloch%20-%20The%20concept%20of%20law%20%20-Clarendon%20Press%20%281994%29.pdf). 2. ed. Oxford: Clarendon Press, 1961.

POSNER, E. A. [Agency Models in Law and Economics](https://doi.org/10.2139/ssrn.204872). **SSRN Electronic Journal**, 2000.

WILLIAMSON, O. E. **The Economic Institutions of Capitalism**. 1. ed. [s.l.] Free Press, 1985b.

\_\_\_. **The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting**. New York: Collier Macmillan, 1985a.

\_\_\_. [Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives](https://doi.org/10.2307/2393356). **Administrative Science Quarterly**, v. 36, n. 2, p. 269–296, 1991.

\_\_\_. [Opportunism and Its Critics](http://www.jstor.org/stable/2488006). **Managerial and Decision Economics**, v. 14, n. 2, 2, p. 97–107, 1993.

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

1. “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](#ref-williamson_mechanisms_1996)) [↑](#footnote-ref-1)