

# Crise subprime: uma explicação com base no conceito de direitos de propriedade

*Subprime crisis: an explanation based on the concept of property rights*

Édivo de Almeida Oliveira<sup>1</sup>  
William Barbosa<sup>2</sup>  
Júlio Eduardo Rohenkohl<sup>3</sup>

## Resumo

O presente trabalho tem como objetivo precípua a análise da crise *subprime* sob uma ótica fundamentalmente institucionalista, sobretudo a partir do conceito e do papel desempenhado pelos direitos de propriedade no âmbito do capitalismo atual. Para tanto, utilizou-se o levantamento histórico acerca do desenvolvimento das sociedades anônimas e dos mercados financeiros, bem como dos eventos que desencadearam a crise perscrutada, de modo a articulá-los com as proposições teóricas de matiz institucionalista sobre os mercados financeiros e direitos de propriedade. A explicação esboçada corrobora a visão da crise *subprime* como expressão intrínseca à lógica de funcionamento do capitalismo, porém afasta-se da concepção “natural” ou supra-histórica desse processo. Argumenta-se que o sistema financeiro atual foi deliberadamente fundado em marcos regulatórios que viabilizaram a difusão das operações e dos ativos financeiros que ampliam a assimetria de informação e a complexidade que envolvem as transações dessa natureza, o que privilegia a exploração dos múltiplos atributos dos ativos e, conseqüentemente, incentiva a exploração exacerbada da multidimensionalidade dos direitos de propriedade.

Palavras-chave: Crise *Subprime*. Direitos de Propriedade. Externalidades.

## Abstract

This paper aims to analyze the subprime crisis under an optics fundamentally institutionalist, above all, from the concept and role of property rights at the core of contemporary capitalism. To this end, it was used a historical survey of the development of corporations and financial markets, as well as of the events that triggered the peered crisis in order to articulate them with the theoretical propositions of institutionalist tint about financial markets and property right. The outlined explanation confirms the view of the subprime crisis as the result of an intrinsic expression of capitalism operation logic, but moves away from the concept of natural or above historical of this process. It is argued that the current financial system was deliberately founded in regulatory frameworks that enabled the diffusion of operations and financial assets that expand the information asymmetry and complexity involving transactions of this nature; which favors the exploitation of the multiple attributes of assets and consequently encourages exacerbated exploitation of the multidimensionality of property rights.

Keywords: Subprime Crisis. Property Right. Externalities.

---

<sup>1</sup> Bacharel em Ciências Econômicas pela UESB. Economista. *E-mail*: edivokin@hotmail.com

<sup>2</sup> Bacharel em Ciências Econômicas pela UEPG. Economista. *E-mail*: william\_barbosa00@hotmail.com

<sup>3</sup> Doutor em Desenvolvimento Rural pela UFRGS. Coordenador do curso de Ciências Econômicas e professor da UFSM. *E-mail*: julioroh@gmail.com



A crise *subprime* eclodiu em 2008 a partir do colapso do mercado imobiliário norte-americano e contagiou todo o sistema financeiro, não somente naquele país, mas também em grande parte do capitalismo global. Uma disseminação rápida e ampla denuncia um expressivo processo de globalização financeira propiciada pela doutrina neoliberal e pelo avanço tecnológico na área das telecomunicações.

O fato é que existem várias tentativas de explicação dessa crise, cujas mais importantes podem ser condensadas em três grandes grupos. Por um lado, as explicações de cunho ortodoxo reclamam do excesso de intervencionismo do Estado nos mercados como elemento catalisador de tal processo. Por outro, os autores de inclinação mais heterodoxa advogam que a ideologia liberalizante, ao prescindir da ação reguladora do Estado sobre os instáveis mercados financeiros, foi a responsável por ampliar a frequência e os efeitos das crises com essa mesma natureza. Uma terceira interpretação é dada por um viés mais crítico, que defende a suplantação do sistema capitalista como a única forma eficaz de evitar as crises, visto as próprias contradições intrínsecas ao modo de produção capitalista, ampliadas pelo sistema financeiro.

No entanto, é possível que o desenvolvimento de novas óticas analíticas também seja interessante na compreensão das nuances da crise *subprime*, não completamente captadas pelas interpretações supracitadas. Um escrutínio histórico permite identificar a importância dos marcos regulatórios no estabelecimento das características mais proeminentes na determinação dos mercados financeiros. Alguns autores de orientação institucionalista têm tecido certas proposições teóricas acerca dos mercados financeiros ou, de maneira mais geral, sobre as transações com ênfase nos direitos de propriedade e em suas funções para o funcionamento a contento dos mercados.

A busca por algum avanço, na explicação da crise *subprime* a partir da análise das funções dos direitos de propriedade, constitui o objetivo precípua do presente trabalho. Para tanto, será realizada a recuperação histórica acerca do desenvolvimento do sistema financeiro, bem como a interpretação dos fatídicos eventos mais recentes à luz de algumas proposições teóricas identificadas na literatura especializada, com foco no conceito de direitos de propriedade.

Além desta introdução e das considerações finais, o presente trabalho é composto pela seção 1, que relata o processo histórico de desenvolvimento das sociedades anônimas e dos mercados financeiros, aliado principalmente à devida sistematização das proposições institucionalistas com base no conceito de direitos de propriedade; e pela seção 2, que trata mais especificamente das sequências e implicações dos eventos que configuraram a crise *subprime*, com o emprego dos conceitos desenvolvidos na seção anterior como prisma de análise para a sua devida compreensão.

**Um escrutínio histórico permite identificar a importância dos marcos regulatórios no estabelecimento das características mais proeminentes na determinação dos mercados financeiros.**

# 1 A História do Mercado Financeiro e as Proposições Teóricas Acerca da Instabilidade Financeira e do Direito de Propriedade

## 1.1 Evolução Histórica do Desenvolvimento das Ações e dos Títulos

Conforme Rosenberg e Birdzell Jr. (1986), os antecedentes das sociedades anônimas podem ser encontrados no direito romano, nas guildas e nas companhias reguladas, bem como nas companhias comerciais licenciadas. No que se refere ao direito romano, o *collegium* apresentava em sua gênese muitos elementos que caracterizariam mais tarde as sociedades anônimas ao se constituir como uma organização composta por três ou mais pessoas possuidoras de determinada propriedade, passíveis de serem processadas ou acionarem judicialmente a terceiros, por intermédio de um agente ou representante dos seus membros. Com a queda do Império Romano, essas instituições foram mantidas com a finalidade de viabilizar a concessão e os recebimentos de títulos e bens, bem como sustentar ações nos tribunais em função de violação dos direitos de propriedade. Na Idade Média, as guildas de comerciantes e artesãos passaram a emitir carta patente formal, submetidas à forte autoridade exercida pelo Estado.

Um evento marcante para o desenvolvimento das modernas sociedades anônimas foi observado ainda no século XVI em países como Inglaterra, França e Holanda. Nessas nações, foram concedidas grandes quantidades de cartas patentes às ditas companhias por ações, cuja função básica era a exploração de alguma atividade comercial sob a forma de monopólio, em uma relação que configurava uma verdadeira amálgama entre as atividades comerciais e políticas, não raras vezes sendo concedidas para fins de empreendimentos

colonizatórios. No século ulterior surgem as primeiras experiências de companhias por ações, caracterizadas por prescindirem das cartas patentes e pela emissão de cautelas transferíveis, cujo titular poderia ser representado em seus interesses por um administrador. As companhias comerciais perdem importância, no século XIX, e são deslocadas por outras formas de sociedades anônimas. Ao invés de orientadas às atividades comerciais, direcionam-se para as atividades produtivas e financeiras, entre as quais estão a construção de estradas ferroviárias, canais, pontes e estradas de pedágio, inclusive coisas para o setor bancário. Posteriormente, a reconhecida importância dessas companhias induziu governos a concederem-lhes o direito de explorar serviços de utilidade pública, como o setor elétrico, transporte urbano, entre outros (ROSENBERG; BIRDZELL JÚNIOR, 1986, p. 201).

Ainda no século XIX, as primeiras medidas que suspendiam as barreiras à autonomia e à livre negociação das ações foram implementadas na Europa. Em 1825, revogou-se a doutrina de concessão de atividades produtivas e comerciais pelo Estado com base em critérios discricionários, e passaram a vigorar leis explícitas que regulavam a criação e operação desses empreendimentos.

**A década de 1960 assistiu à enorme disseminação das debêntures e de outros títulos.**

Em 1834 estas foram reconhecidas como entidades legais, o que lhes garantia o direito de acionarem a Justiça em situações que envolvessem a manutenção de títulos de propriedade, o cumprimento dos contratos e ações judiciais. Contudo, a mudança mais radical em termos de marco regulatório foi realizada no final da década de 1850, quando o Parlamento inglês passou a considerar essas companhias como de responsabilidade limitada, e não mais como uma organização cujos membros eram responsáveis solidária e ilimitadamente pelos compromissos financeiros da instituição (ROSENBERG; BIRDZELL JÚNIOR, 1986).

A sociedade por ações iniciou uma revolução sem precedentes ao engendrar a efetiva separação entre propriedade e o controle das corporações, dado que cada acionista passou a apresentar uma responsabilidade limitada, ou seja, estritamente associada ao seu grau de participação no empreendimento. Se por um lado o processo delineado engendra novas e profícuas formas de financiamento e minimização dos riscos das empresas, por outro cria uma série de direitos de propriedade que não se confundem com o controle dessas organizações.

É nesse processo de efervescentes mudanças institucionais que se compreende a formação das bolsas de valores. As bolsas de valores nascem na esteira do desenvolvimento do sistema capitalista, cujos investimentos na construção de estradas de ferro, siderurgias, redes elétricas, entre outros, demandavam volumes sem precedentes de recursos imobilizados. Isto é, surgiam projetos de escala cada vez maior, exigindo enormes pacotes de investimentos, cuja maturidade e o retorno somente poderiam ser alcançados a longo prazo — não raras vezes superando o período médio de expectativa de vida das pessoas. Obviamente, um cenário como esse implica inexoravelmente altíssimos riscos para os investidores e engendra limitações inescapáveis para a própria evolução do sistema como um todo. Desse modo, o surgimento das ações e dos títulos foram a forma que o sistema capitalista encontrou

para superar essas limitações e engendrar novo vigor no seu processo de acumulação.

Conforme Castro (2009), as debêntures originaram-se no século XIX, na Inglaterra, em um contexto de nítida efervescência econômica. A emissão desses títulos visava atender à demanda por capital dos grandes empreendimentos, através da captação de recursos junto ao público, que era favorecido pelo direito de receber o valor do título acrescido de juros. Posteriormente, essa prática passou a ser disseminada na Europa (com destaque para a França) e imediatamente adquiriu considerável importância, sobretudo no financiamento de obras e projetos de largo escopo, a exemplo das estradas de ferro.

É nesse bojo que nascem e multiplicam-se as bolsas de valores em um movimento claramente correlacionado com o desenvolvimento e a complexidade das relações e da técnica produtiva no sistema capitalista, cada vez mais caracterizado, *a fortiori*, pela necessidade inescapável de maior nível de centralização e acumulação de recursos no processo de sobrevivência concorrencial. As grandes vantagens engendradas na comercialização das ações e dos títulos referentes às empresas de capital aberto consistiam na possibilidade dos riscos de longo prazo, associados a um enorme volume de capital, serem convertidos em riscos de curto prazo. As ações negociáveis a preços cotados permitiam diariamente aos seus proprietários embolsarem ou desembolsarem recursos quantas vezes considerassem conveniente, de acordo com o melhor ou pior desempenho das empresas em que fossem acionistas. Esses eventos levaram a uma mudança considerável na relação vitalícia do proprietário com a sua empresa, o que implicou novas configurações da relação entre os investidores e os empreendimentos (ROSENBERG; BIRDZELL JÚNIOR, 1986).

A década de 1960 assistiu à enorme disseminação das debêntures e de outros títulos, que ocuparam um lugar de destaque como forma de financiamento das empresas e, sobretudo, no processo de especulação financeira,

deslocando até mesmo as ações nesse aspecto. A comercialização desses papéis adquiriu uma importância em tal magnitude que nos EUA a emissão desses títulos ultrapassa a emissão de ações, de modo que cada novo dólar emitido passou a corresponder a oito dólares de novas debêntures (CASTRO, 2009). Na década de 1980, os títulos negociáveis em mercados secundários já figuravam como a principal forma de captação de recursos, deslocando a importância das operações tradicionais de crédito (BRAGA, 1993).

Os certificados de depósitos negociáveis, ações, títulos governamentais e as *commercial papers*<sup>4</sup> passaram a ser os instrumentos disseminados por intermédio das *securities*<sup>5</sup>. Esse processo foi levado ao limite quando da desregulamentação crescente da circulação de *junk bonds*, dos títulos hipotecários e outros (GUTTMAN, 1994). Para além dos próprios títulos negociáveis, as inovações financeiras permitiram que os contratos associados a esses mesmos títulos (derivativos) fossem objetos de tramitação e especulação financeira em mercados específicos para as negociações dessa natureza, dentre os quais destacam-se os mercados de *swaps*, de opções e futuros. Plihon (1995) destaca que em seu estágio atual, o sistema financeiro experimenta um grau de alavancagem sem precedentes na história, de modo que 75% das transações de derivativos são realizadas por especuladores, dado que a exigência de depósitos de garantia não ultrapassa 3%, e não raras vezes o grau de alavancagem chega a ser de 1:10.

A emergência da figura dos investidores institucionais (fundo de pensão, fundos mútuos)

<sup>4</sup> De acordo com Borges e Lopes (2011), os *commercial papers* foram criados nos EUA, e no século XIX já despontavam como um mercado importante naquele país, cuja principal finalidade consistia em substituir os empréstimos bancários. Em meados de 1950 foram disseminados por diversos países do globo.

<sup>5</sup> *Securities* são créditos que um investidor ou empresa tem contra terceiros, que podem transformar um conjunto de recebíveis em garantias colaterais para a obtenção de financiamentos de capital ou mesmo de investimentos. Portanto, a securitização é um "pacote" de recebíveis geralmente empregado na subscrição e venda de títulos que, por sua vez, está associada aos fluxos futuros dos recebíveis. Em síntese, a ideia desse artifício financeiro é basicamente tornar ativos ilíquidos (recebíveis futuros) em ativos líquidos (CORADI, 2005).

**Após um interregno de predominância das ideias keynesianas, o processo [...] ganha contornos dramáticos com o surgimento do neoliberalismo acadêmico e político.**

e mesmo a penetração dos títulos na composição patrimonial de países tornaram a rede de transações financeiras, suas potencialidades e os seus perigos ainda mais evidentes e delicados no circuito global de acumulação. Após um interregno de predominância das ideias keynesianas, o processo descrito anteriormente ganha contornos dramáticos com o surgimento do neoliberalismo acadêmico e político, que nas décadas de 1980 e 1990 levará a uma crescente desregulamentação financeira da economia norte-americana e de diversos outros países, a exemplo do Brasil, na esteira do *mainstream* ortodoxo, determinado no Consenso de Washington (HERMANN, 2009).

Como resultado do advento de uma ideologia defensora da liberalização financeira e comercial indiscriminada em âmbito global, surge o fenômeno da globalização financeira. Para Carvalho (2010), a globalização financeira originou-se do ímpeto do capitalismo por novos mercados, viabilizado pelas inovações tecnológicas na área de telecomunicação. Essas inovações cumpriram o duplo papel de grandes repercussões mundiais, a saber: (1) permitiu o substancial desenvolvimento da indústria eletroeletrônica, com o surgimento de novos produtos de baixo custo, com amplos mercados de massa; e (2) propiciou o desenvolvimento dos mercados financeiros, com a capacidade de financiamento do sistema sendo expandida para um patamar substancialmente superior.

Não se pode ignorar os efeitos implicados na redução da taxa de juros pelo FED e no surgimento das chamadas inovações financeiras. Essas últimas claramente foram engendradas a partir do processo de securitização das dívidas e do surgimento de engenhosos arranjos entre papéis financeiros, porém, de difícil controle e de elevada complexidade<sup>6</sup>.

## 1.2 Proposições Teóricas Institucionalistas Acerca da Instabilidade Financeira e dos Direitos de Propriedade

### 1.2.1 Instabilidade Financeira e a Separação entre Controle e Propriedade

Minsky (2008) entende a instabilidade como uma característica intrínseca ao sistema capitalista. Para o autor, a frustração das expectativas dos investidores pode catalisar períodos de crises, caso impliquem inadimplência de crédito e, consequentemente, desvalorização dos ativos. O fato é que o cenário institucional, no âmbito do sistema econômico global, experimentou mudanças com as sucessivas desregulamentações que induziram um comportamento progressivamente mais oportunista e volátil das instituições financeiras, no intuito de obterem maiores ganhos por intermédio das ditas inovações financeiras, a partir de transações especulativas, sem qualquer lastro com a produção material.

Sobre isso, Zysman (1983) é enfático ao defender que o arranjo institucional do mercado financeiro, resultante das interações entre os agentes bancários e não bancários, influem consideravelmente sobre a trajetória de desenvolvimento de uma região e sobre a sua propensão a experimentar agudos momentos de instabilidade financeira. Isto é, o desenho institucional do mercado financeiro em uma

economia define a forma de financiamento, o caminho e a qualidade do seu processo de desenvolvimento. Claro que o formato institucional do mercado financeiro também perpassa, em grande medida, pelas decisão e compreensão do Estado acerca do seu próprio papel na economia e da função do mercado para a dinâmica do desenvolvimento.

North (1990) fornece uma contribuição influente ao evocar o cenário institucional mais geral de uma sociedade como fator preponderante do seu desempenho econômico. Portanto, o autor enfatiza a importância de uma legislação compatível com as atividades produtivas e guardião dos direitos de propriedades e do cumprimento dos contratos, estes últimos condicionantes inescapáveis em dirimir ou mitigar os custos de transação em uma dada economia. Além disso, o autor defende que as instituições cumprem o papel de gerar os incentivos (preços relativos) suficientemente capazes de tornar o comportamento das organizações mais eficiente e socialmente desejável. Disso depreende a importância das instituições (regras do jogo) para a conduta e desempenho das organizações, no sentido de levá-las a um comportamento que não implique em frequentes instabilidades no âmbito das atividades econômicas.

Conceição e Ferrari Filho (2001) esclarecem que a proposição defendida pelos seguidores de Lord Keynes, no sentido de socializar e sustentar os investimentos, perpassa inexoravelmente por um ambiente institucional adequado e que estimule o investimento produtivo e a atenuação das incertezas, com vistas a manter a dinâmica econômica aquecida em períodos adversos e de instabilidade no sistema econômico.

Nesse contexto, um fator adquire considerável destaque: os riscos de intermediação. Isso porque os agentes e representantes dos proprietários podem agir de acordo com os seus próprios interesses, em detrimento dos acionistas e proprietários. Veblen (1932) identificou o descolamento entre a gestão e a propriedade das grandes corporações, e que a

<sup>6</sup> Essa questão receberá tratamento mais detalhado na seção 2 do presente trabalho.

maior eficiência implementada pelos gestores de orientação técnica poderia gerar maior eficiência produtiva, em detrimento dos lucros de monopólio dos proprietários. Para o autor, os interesses pecuniários dos “homens de negócio” não coincidem necessariamente com o aumento líquido do bem-estar social ou mesmo com a manutenção do equilíbrio industrial, dado que os mesmos estariam mais preocupados em criar monopólios e expandir as suas vendas, o que implicaria disparidades cada vez maiores entre os custos de produção e os preços sustentados no mercado. Além disso, o autor chamou a atenção para o desenvolvimento substancial do capital financeiro, que passa a tomar o controle das atividades produtivas com base na atuação de especuladores, cujo objetivo principal seria o aumento de suas riquezas mediante atividades cada vez mais prescindidas de lastro material.

Para Veblen (1932), as relações estabelecidas durante o advento das grandes corporações que se capitalizam, mediante acesso ao sistema financeiro, estão menos baseadas na produção de bens e serviços do que propriamente em operações especulativas, descoladas das bases produtivas, em que a capitalização do direito de receber algo se torna o “motor” do sistema econômico. No capitalismo corporativo financeiro, a capitalização mediante rendimento prospectivo ocupa um lugar de centralidade, uma vez que o preço das ações e, conseqüentemente, a capacidade de captação de recursos depende em larga escala do prestígio obtido pelas grandes corporações mediante dispêndios conspícuos, como: marketing e propaganda, relacionamento empático com o governo e com clientes reputados e influentes, exposição dos seus bens tangíveis, entre outros.

Ao mesmo tempo que esse dispêndio conspícuo e a emulação predatória cumprem o papel de garantir crédito e *status* aos indivíduos que ocupam os estratos superiores da camada social, também dissemina no *locus* da consciência social a aceitação e estima às atividades de enriquecimento que não guardam qualquer relação

com a vida objetiva das classes inferiores. Esse é um “jogo” em que o acúmulo de poder e a emulação deixam de ter vínculos diretos com o cotidiano dos “homens comuns”, ao redor do qual, em outros períodos históricos, até mesmo os sujeitos menos abastados gravitavam, passando a ganhar contornos cada vez mais intangíveis. Veblen (1932) também sugere que o sistema industrial mecânico ameaça as iniciativas individuais e os direitos de propriedade, dado que mecaniza e uniformiza aquilo que, de outro modo, poderia ser exercido de maneira individual, a exemplo dos sindicatos. Esse conjunto de assertivas assinaladas por Veblen (1932) denuncia a intrínseca relação observada pelo autor entre a instabilidade do sistema econômico e as instituições que regem o comportamento dos indivíduos à frente das grandes corporações, inclusive agudizando o processo de descolamento entre as atividades financeiras e o lastro produtivo estabelecido factualmente na economia.

Berle e Means (1932), ao avaliarem as grandes corporações americanas das primeiras décadas do século XX, identificaram fortes indícios de que o poder dessas empresas estava sendo deslocado dos proprietários para os gestores, dada a efetiva separação entre o controle e a propriedade dos negócios. A particularidade desse processo consiste no fato de que não raramente os interesses desses gestores contrastavam com os objetivos perseguidos pelos proprietários, e isso tomava a forma de reinvestimentos que elevassem os seus salários ou medidas que promovessem os seus privilégios, ao invés de redistribuírem os dividendos para os acionistas. Berle e Means (1932) afirmam que as possibilidades de os gestores agirem em detrimento dos interesses dos acionistas será maior quanto maior for a pulverização e dispersão da propriedade em um empreendimento.

Jensen e Meckling (1976) avançam nessa análise ao definirem esse conflito de interesses como **agente-principal**, decorrentes de contratos que, pela natureza da atividade ou relação compactuada, exigem que uma das partes (principal) delegue parcela da sua autoridade



de executar ou tomar decisões para uma outra (agência) no processo de consecução de uma determinada tarefa ou função de responsabilidade ou de interesse do principal. Esses autores alertam que o alinhamento dos interesses dos gestores em relação aos acionistas exige uma série de medidas que incorreria em custos de agências, tais como despesas de monitoramento e oneração nas especificações dos contratos.

Em Weber (1974), efeitos não previstos e adversos concernentes à evolução histórica do capitalismo são consequências da predominância de uma forma de racionalização instrumentalizada, que passa ao objetivar o conjunto das relações econômicas e produtivas, com base no princípio do cálculo e da contabilidade, em detrimento de qualquer sistema de valores universais.

Os argumentos expostos demonstram que o desenvolvimento do sistema econômico capitalista engendrou novidades históricas, sobretudo no que se refere ao estabelecimento de uma configuração institucional, em que o controle e a propriedade das grandes corporações tornam-se elementos distintos e mais complexos quanto as suas dimensões e características. Os efeitos dessa nova configuração foram potencializados por uma malha institucional que distingue e, no limite, pode causar divergências entre os interesses dos gestores e dos acionistas. Em última instância, essa e outras contradições implicam na predominância de uma racionalidade que não garante, necessariamente, que resultados socialmente eficientes e associados à manutenção da estabilidade do sistema econômico sejam obtidos.

No entanto, a possibilidade de os acionistas venderem suas ações, tão logo se sintam prejudicados pela forma de gestão e administração dos prepostos, estreita a margem de manobra para a ação oportunista dos intermediadores, sobretudo quando a legislação nacional exige que sejam publicadas as informações mais relevantes acerca das operações e da estrutura operacional e financeira das empresas de capital aberto. Disso decorre que um desenho institucional adequado é potencialmente capaz de mitigar os

comportamentos individuais que resultam em perda líquida de bem-estar social. Isto é, a ação inoportuna é mitigada quando a transparência das corporações constitui um atributo imposto legalmente pelo Estado.

Sobre isso, Marris (1963) ressalta que os gestores buscam maximizar os seus interesses. Isso implica que a estabilidade do emprego dos gestores depende inversamente do nível de riscos que estes estão dispostos a assumir, isto é, quanto mais ousada for a política financeira implementada pelo gestor, maior é a possibilidade de perder seu posto na empresa, quando malograda em termos de dividendos para os seus acionistas que, insatisfeitos, podem desfazer-se das suas ações ou forçar a saída do gestor.

Rosenberg e Birdzell Júnior (1986) sugerem que o capitalismo tende a premiar a decisão de investimentos que se mostrem acertadas no futuro, bem como punir aquelas que forem malogradas. Antes da legalização das sociedades anônimas como pessoa jurídica (em que uma autoridade superior deliberava ou arbitrava acerca da concessão da operação legal das entidades dessa natureza), existiam óbices em nada ignoráveis para que outros agentes, dotados de maior perspicácia ou de maior eficiência produtiva, recebessem o prêmio devido por tomarem as melhores decisões de investimentos numa dada situação. Com as sociedades anônimas o sistema capitalista tornou-se progressivamente mais descentralizado e menos suscetível às decisões de investimentos e retornos estabelecidos por mera imposição de autoridade política e por outras formas de relação de poder, exceto pelo mérito (demérito) de terem tomado as melhores (piores) decisões de investimento. Nas palavras de Rosenberg e Birdzell Júnior (1986, p. 243):

Historicamente, um dos aspectos mais característicos das economias capitalistas tem sido o costume de descentralizar a autoridade sobre os investimentos entre grande número de indivíduos que têm a tirar grandes proveitos pessoais se as decisões forem certas e a sofrer grandes prejuízos se erradas, e que carecem de poder econômico ou político para impedir pelo menos que outros provem que estão errados. Na verdade,

este conjunto particular de características figura entre os candidatos mais fortes a serem a definição do capitalismo. Sua importância para o crescimento do ocidente gira em torno do fato de que a escolha de investimentos de capital incluía a seleção de propostas de inovação que devem ser financiadas. A difusão da autoridade de selecionar programas de dispêndio de capital e de escolher projetos para a inovação estende-se, assim, por grande parte do mesmo.

## 1.2.2 Direitos de Propriedade: Uma Perspectiva Econômica

Barzel (1997) relata que os direitos de propriedade são dinâmicos, com suas naturezas e características passíveis de sofrerem alterações ao longo do tempo, em função das mudanças tecnológicas e do nível de conhecimento acumulado. O argumento de Barzel (1997) acaba por ser reforçado por Hodgson (2015), dado que esse último demonstra de modo cabal que o direito de propriedade tem se tornado cada vez mais complexo e multidimensional<sup>7</sup>.

A ebulição de uma nova institucionalidade construída paulatinamente em diversos mercados mobiliários ao longo dos anos foi captada e estudada por diversos autores de corte institucionalista, porém vinculados a diferentes matizes teóricas. Cada um focaliza diferentes problemas, tendo em comum a discussão do significado e das consequências dos direitos de propriedade no sistema econômico.

Coleman (1990) advoga que as relações estabelecidas entre as pessoas no meio social (político, econômico e cultural) e os recursos produtivos também estão associadas ao controle da ação (comportamento) de um ou de vários atores. Portanto, no esforço de generalizar o conceito de propriedade, o autor supracitado propõe que a oferta seria uma expressão do desejo de alienação

do proprietário de um bem, enquanto a demanda seria uma determinada relação de interesse pelo bem alienado por um outro agente interessado em adquiri-lo. Por trás dessas assertivas, reside a proposição subjacente ao conceito de ação, que se desdobra em três categorias distintas para Coleman (1990), a saber:

- Exercício de controle sobre recursos próprios: por se tratar de uma ação individual, haveria pouco ou nenhum interesse para o desenvolvimento de uma teoria de ação coletiva.
- Transferências unilaterais: o ator adquire o controle de um bem alheio, sem alterar ou utilizar nenhum bem sob seu controle para efetivá-lo. Esse também consiste em uma situação que pouca atenção mereceu no desenvolvimento de uma teoria de ação coletiva.
- Transação: constitui um elemento importante para o estabelecimento de uma teoria de ação coletiva, uma vez que um ator apenas adquire o controle sobre um bem de outro, mediante o emprego e a utilização de um bem que ele mesmo controla. Esse seria o fundamento sobre o qual residem as trocas sociais.

Sobre esses aspectos, os *insights* de Commons (1931) são elucidativos, no sentido de explicitar que os bens e serviços, mais do que a simples expressão de trocas e do comportamento hedonístico individual, constituem um indelével processo de “trans-ação”. Isso reflete uma nítida transição analítica das escolas tradicionais para a abordagem institucional menos próxima do argumento liberal, cuja ênfase na unidade básica de investigação desloca-se da relação indivíduo-bens (sujeito-objeto) para a relação pautada no binômio indivíduo-indivíduo (sujeito-sujeito), com o esforço de análise recaindo sobre as transações e sobre as regras de ação coletiva.

<sup>7</sup> Ainda que esse último termo não seja especificamente empregado pelo autor.

Insatisfeito com a confusão conceitual e pelo tratamento com pouca atenção dispensada pelas teorias tradicionais, na diferenciação entre o direito de propriedade e a posse dos bens e recursos, Hodgson (2015) fornece uma contribuição imponente ao definir o direito de propriedade. O autor adverte que um direito de propriedade ocorre quando um indivíduo possui um direito legitimado pelo Estado de usufruir do uso, da alienação e/ou da renda decorrente do emprego de um bem ou serviço.

Depreende-se dessa análise que, necessariamente, esses mesmos direitos não garantem o direito de alienar, utilizar, portar, auferir renda, entre outras atividades concernentes ao bem e serviço de maneira simultânea e compulsória. Isso porque o indivíduo pode muito bem ter a posse e não gozar do direito de aliená-lo (arrendamentos), ou pode ter o direito de aliená-lo sem que o bem esteja sob a sua posse — apenas para ficar em dois exemplos de uma ampla gama de situações possíveis. Essa reflexão não é fortuita, pois Hodgson (2015) chama a atenção para o fato de que, se um sistema é composto por poucas transações, a posse e o direito de propriedade tendem a estarem quase que indissociáveis, mas no atual estágio do sistema capitalista essas relações têm experimentado contínuo descolamento entre si.

É bem verdade que a discussão acerca do direito de propriedade não é simples e nem mesmo recente no âmbito do pensamento econômico, embora ganhe novos contornos com a contribuição seminal de Coase (1937) acerca dos custos de transação. Com base nesse mesmo conceito, o autor esboça o que seria conhecido como Teorema de Coase, que basicamente explicita a tendência dos indivíduos chegarem a uma solução privada em situações de conflitos, sem a intervenção direta do Estado, quando da presença de externalidades, mas com custos de transação nulos, desde que os agentes possam negociar diretamente a partir de direitos de propriedades bem definidos.

Por trás dos argumentos de Coase (1960) residia a necessidade de se construir uma nova abordagem de análise dessas questões polêmicas,

não mais pautada em uma concepção dos fatores de produção como um mero objeto de uso ou de troca sistemática, mas sim como um direito cuja totalidade das externalidades envolvidas em uma determinada situação pode não estar completamente considerada nos preços avultados no mercado. A mudança de enfoque exigia novas reflexões, cujo ímpeto em dirimir ou aprofundá-las foi a tônica dos trabalhos que se sucederam aos de Coase (1960), a saber: (1) a questão dos valores dos direitos concorrentes exercidos por outras pessoas; e (2) a delimitação dos direitos de propriedade, com vistas a evitar eventuais óbices e externalidades na ocorrência das transações no mercado.

Williamson (2000) defende a noção de direitos de propriedade como regras, cuja definição perpassa necessariamente pela celebração de contratos mais completos e mais bem definidos. Conforme Barzel (1997), um direito de propriedade é estabelecido tão logo um agente adquira a possibilidade legalmente resguardada de consumir ou alienar (direta ou indiretamente) um bem qualquer. Fiani (2003) endossa essa concepção ao ressaltar a relação entre o direito de propriedade e a garantia legal de um indivíduo em consumir ou receber rendimentos de um bem ou fator de produção. Um direito de propriedade bem definido torna-se uma condição *sine qua non* para que, através da delimitação dos atributos de um bem e da sua transferibilidade, as transações se processem em mercados devidamente organizados e em baixos níveis de custos de transação.

Isso porque quando esses direitos não estão devidamente definidos, os limites e os atributos associados aos bens e serviços dificultam a ocorrência das negociações. Ou seja, ocorre a oneração dos custos de transação que, por sua vez, impõem obstáculos à fluidez das negociações e à alocação ótima ou socialmente aceitável dos recursos. Conforme Williamson (1989), muitos desses problemas envolvendo as transações decorrem da assimetria de informação, elemento causador do caráter oportunista dos agentes, tanto pelo risco moral quanto pela seleção adversa.

O oportunismo *ex-ante* ou *ex-post* consiste em ações baseadas na manipulação e/ou ocultamento de intenções e/ou informações, com o intuito de auferirem lucros extras a partir da alteração da configuração inicial dos contratos ou da exploração dos seus limites e falhas. No caso do risco moral, um agente não pode observar as ações do outro, abrindo a possibilidade de o mesmo atuar de maneira oportunista, valendo-se de falhas ou omissões contratuais. A seleção adversa ocorre quando, antes mesmo da celebração do contrato, um dos participantes de uma transação detém informações privilegiadas e emprega essa vantagem no intento de auferir ganhos adicionais no decorrer da relação contratual. No limite, a falta de definição quanto aos direitos de propriedade e as ações oportunistas decorrentes da assimetria de informação podem colapsar ou inviabilizar mercados inteiros, com efeitos deletérios sobre o bem-estar social.

Outra questão basilar é a separação entre os direitos de propriedade e o controle das firmas, iniciada com as sociedades anônimas e levadas ao limite na atualidade com o desenvolvimento do mercado financeiro. Disso depreende-se que a maior pulverização dos investimentos gera uma espécie de “rateio” dos riscos, e suspende em grande medida os obstáculos que inviabilizam os projetos de substanciais magnitudes, embora, de acordo com os marcos institucionais vigentes, o sistema financeiro seja potencialmente capaz de criar as condições necessárias para que ocorra um descolamento entre os investimentos produtivos, daqueles meramente especulativos e carentes de lastro na reprodução material da vida em sociedade.

Eis, pois, um quadro cujas externalidades e seus efeitos possuem importância fundamental. Demsetz (1967) defende que a proliferação de novos direitos de propriedade surge para internalizar as externalidades quando os ganhos decorrentes da internalização superam os seus

custos. Em geral, os agentes terão maiores incentivos para autorreconhecerem e dispensarem sinergia para que seu direito de propriedade seja reconhecido pelos demais, quando a condição de proprietário de um ativo implicar retornos líquidos que não estariam garantidos caso esse mesmo direito não fosse estabelecido.

Claro deve estar que por **retorno líquido** subentende-se que, não raras vezes, um processo de reconhecimento e manutenção de um direito de propriedade exige custos que devem ser considerados no cálculo econômico de custo-benefício pelos agentes. Mais precisamente, um direito de propriedade é, basicamente, um mecanismo social em que se internaliza certas externalidades benéficas ou negativas. Ora, à medida que novas tecnologias e conhecimentos abrem novas oportunidades e perspectivas a serem exploradas, emergem novos mercados e produtos que implicam novas externalidades cujos direitos de propriedade, quando bem definidos, cumprem o papel de colaborarem na alocação das responsabilidades concernentes à cada parte interessada na transação dessas novidades.

Um direito de propriedade privado apresenta duas características que o distingue do direito de propriedade público, quais sejam: (1) alienabilidade, ou seja, a possibilidade do proprietário de transacioná-lo quando deliberar conveniente; e (2) responsabilidade, isto é, o proprietário do direito assume as responsabilidades tanto pela valorização quanto pela desvalorização (ou depreciação)<sup>8</sup> dos ativos (ALCHIAN, 1965). Segundo Demsetz (1967), o direito de propriedade também auxilia na formação das expectativas, uma vez que delimita o campo de ação dos indivíduos e, conseqüentemente, atua com vistas a reduzir os custos de transação associados ao monitoramento dos agentes econômicos.

---

<sup>8</sup> A depreciação de um ativo impõe ao seu titular um custo de reposição, bem como a depreciação de um ativo financeiro pode incorrer em prejuízos ao seu proprietário.

Uma outra dimensão dessa discussão consiste no fato de que os ativos, muitas vezes, possuem a característica de terem múltiplos atributos, que podem ou não serem explorados por seus proprietários, de modo que também deve ser considerado o caráter multidimensional dos direitos de propriedade associados ao vetor dos ativos e serviços. Na realidade, o conjunto de direitos associados à propriedade de um ativo pode ser denominado **cesta de direitos**, de modo que um único ativo pode implicar vários direitos sobre os seus diversos atributos e possibilidades de uso, consumo ou aplicação. Fiani (2003) define os direitos de propriedade como grandezas multidimensionais decorrentes do vetor de atributos do ativo. A multidimensionalidade dos direitos de propriedade é o que permite a um bem ser vetor de rendimentos para um agente e, simultaneamente, ser objeto de uso ou aplicação por um outro, a exemplo dos aluguéis e arrendamentos; ou ser empregado como colateral e garantia em várias transações sucessivas e/ou simultâneas; ou mesmo permitir a um terceiro indivíduo adquirir algum direito de recebimento de uma das partes envolvidas em uma transação anterior.

**A crise *subprime* eclodida no primeiro semestre de 2008 consiste em um colapso iniciado no setor imobiliário norte-americano e que, rapidamente, afetou outros setores a partir do sistema financeiro mundial.**

financiamento de imóveis, foram concedidos a pessoas com histórico de inadimplência que, em outros contextos de menor euforia, certamente seriam alvo de baixa confiabilidade para exercerem o papel de receptoras de créditos. Carvalho (2010) é enfático ao sublinhar que a crise *subprime* não pode ser devidamente explicada pelas análises mais tradicionais baseadas em argumentos macroeconômicos e de governança. Nas palavras do próprio autor:

A crise *subprime* dos títulos de hipoteca dos EUA tem características mais complexas do que aquelas explicações simplistas que apontam para “falhas” de governança do sistema financeiro. Na verdade, pode-se dizer que nem a ideia de excesso de liquidez, como resultado da política monetária expansionista do FED, nem a teoria da abundância da poupança global, e nem tampouco a má conduta dos indivíduos servem para explicar, individualmente ou combinada, a quase ruptura completa do sistema financeiro internacional (CARVALHO, 2010, p. 2).

A maior parte dos financiamentos *subprime* foram realizados sem a cobertura das garantias tradicionalmente oferecidas pelo governo federal norte-americano aos empréstimos residenciais para tomadores que apresentem baixo nível de renda. A expansão desregulamentada do mercado de hipotecas e a securitização dos *subprime* foram viabilizados, basicamente, pela negociação indiscriminada de títulos no mercado de capitais.

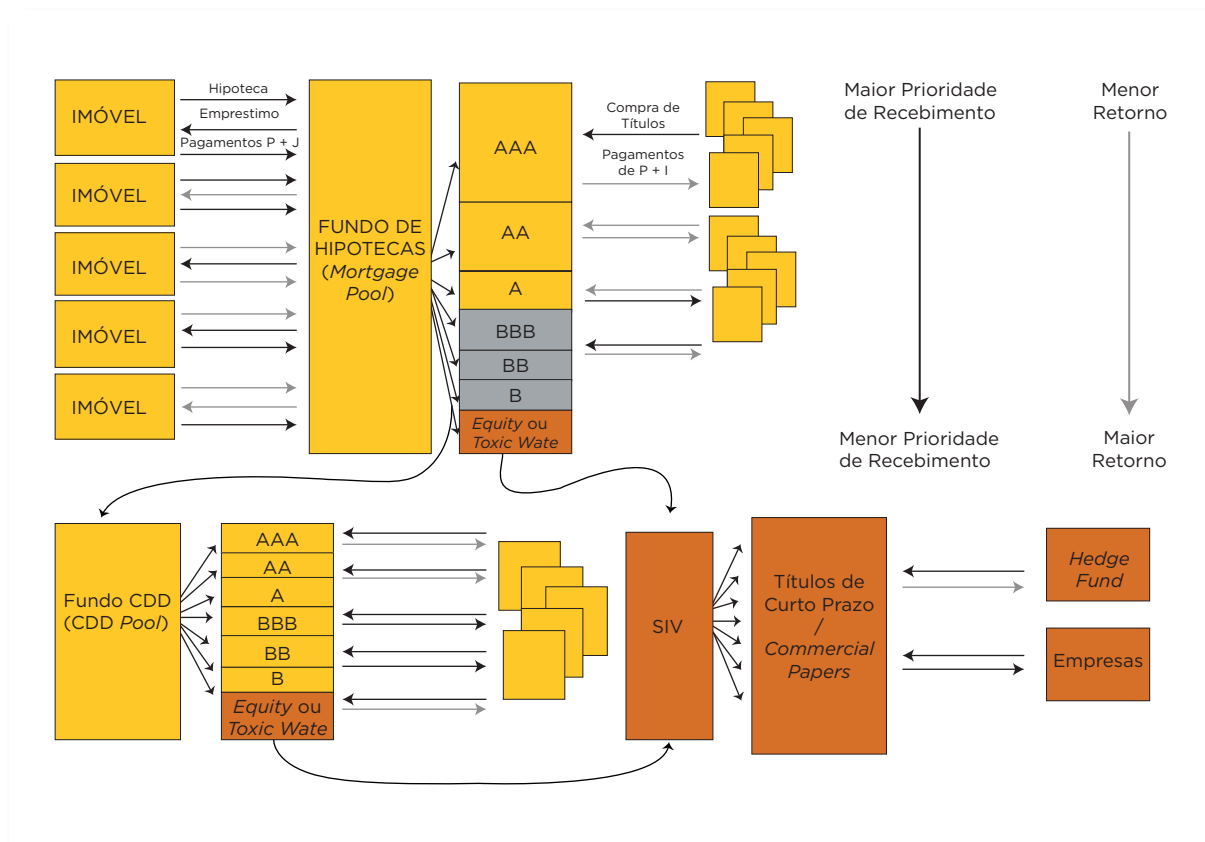
## 2 Entendendo a Crise e as Suas Causas

### 2.1 Desencadeamento e as Consequências da Crise *Subprime*

A crise *subprime* eclodida no primeiro semestre de 2008 consiste em um colapso iniciado no setor imobiliário norte-americano e que, rapidamente, afetou outros setores a partir do sistema financeiro mundial. Isso porque a política de desregulamentação promovida nos EUA chegou a um patamar de magnitude tal que empréstimos de alto risco, com destaque para o

A engenharia financeira que catalisou a crise pode ser ilustrada do seguinte modo:

FIGURA 1 - Esquema estilizado de securitização dos créditos *subprime*



FONTE: Borça Júnior e Torres Filho (2008, p. 140)

As linhas de tonalidade mais fraca constituem as operações iniciais, enquanto as tonalidades mais escuras remontam os derivativos. Inicialmente, os contratos originais das hipotecas são direcionados para um único fundo de investimentos (*mortgage pool*), que, por sua vez, tratou de disseminar as cotas associadas aos papéis originais (*tranches*), cujas taxas de retorno estavam intrinsecamente associadas aos riscos. O nível de risco pertinente a cada *paper* é classificado pelas agências classificadoras de riscos (*ratings*) — com destaque para Standard and Poors's, Moody's e Fitch.

O processo supracitado ganhou contornos dramáticos quando os bancos passaram a reformular as cotas com o intuito de atenuar os riscos associados às mesmas, classificadas como os de maior nível de riscos. Portanto, essas

cotas eram transferidas para um fundo CDO (*Collateralized Debt Obligation*)<sup>9</sup>, juntamente com outros títulos de dívidas de cartões de créditos, automóveis, *students loans* ou outros investimentos imobiliários. Com isso, os fundos CDO de hipotecas residenciais tornaram-se um intrincado e complexo arranjo de direitos sobre milhares de contratos; inclusive aqueles de alto risco (“podres”). Também foram criadas várias empresas de instrumentos estruturados (SIV's) com a finalidade de emitirem títulos de curto prazo lastreados nessas hipotecas, ou seja, com o intuito de remunerarem as aplicações de caixa das empresas. Obviamente que esse “castelo de

<sup>9</sup> Transação de um direito de recebimento com terceiros, a partir de um direito de recebimento inicial em que há o estabelecimento de um ativo “colateralizado” como garantia.

areia” apenas poderia ser mantido enquanto o nível de endividamento dos agentes não estourasse a “bolha” especulativa no mercado de imóveis. Ora, tão logo os juros americanos subiram e os preços dos imóveis experimentaram queda considerável, o nível de endividamento e de inadimplência dos agentes desencadeou um colapso de enormes proporções no sistema financeiro.

A quebra do Lehman Brothers, quarto maior banco americano, pode ser considerado um ponto de inflexão em que ficou clara a gravidade do colapso do sistema financeiro nos EUA. O fato é que as consequências não demoraram para serem sentidas – primeiramente nos EUA, depois por todo o globo. A taxa de crescimento do Produto Nacional Bruto (PNB) americano despencou de 2,2% em 2007 para 0,8% em 2008. Por seu turno, o nível do emprego experimentou declínio vertiginoso, além do profundo retrocesso sofrido na produção industrial.

TABELA 1 - Indicadores econômicos dos EUA (2007-2009)

Indicadores	2007	2008	Dez./2008	Jan./2009	Fev./2009	Mar./2009
<b>Taxas de Juros (em %)</b>						
	40,83	0,86	0,86	0,5	0,5	0,5
<b>Consumo (todos os itens)</b>						
Índice (2005=100)	106,2	110,2	107,6	108,1	108,07	108,9
Taxa de Variação (%)	2,9	3,8	0,1	0,0	0,2	-0,4
<b>Produção Industrial</b>						
Índice (2005=100), Sazonalidade Ajustada	103,8	101,5	95,5	93,5	92,1	90,8
Taxa de Variação (%)	1,5	-2,2	-8,9	-10,7	-11,8	-12,8
<b>Produto Nacional Bruto</b>	2,2	0,8				
<b>Desemprego</b>						
Taxa de Desemprego	4,6	5,8	7,1	8,5	8,9	9,0
Taxa de Desemprego, Sazonalidade Ajustada	4,6	5,8	7,2	7,6	8,1	8,5

FONTE: Carvalho (2010, p. 10, adaptado)

Em que pese a expansão do consumo das unidades familiares, o percentual dos investimentos brutos como proporção do PNB americano sofreu uma queda de 18,8% em 2007 para 17,6% em 2008, com forte destaque para a deterioração da variação de estoques. Ademais, o saldo das transações correntes manteve-se em níveis críticos durante o biênio avaliado.

TABELA 2 - Indicadores da economia real dos EUA em bilhões de dólares (2007-2008)

Continua

Indicadores	2007	2008	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4
Produto Nacional Bruto (preços correntes)	13.807,5	14.264,6	14.150,8	14.294,5	14.412,8	14.200,3
Gastos de consumo privado dos familiares	9.710,2	10.057,9	10.002,3	10.138,0	10.163,5	9.927,9
Gastos de consumo do governo	2.212,0	2.386,4	2.324,3	2.380,9	2.439,8	2.400,5
Gastos de consumo total	11.922,2	12.444,3	12.326,6	12.518,9	12.603,3	12.328,4
% do Consumo das famílias/PNB	70,3	70,5	70,7	70,9	70,5	69,9
% do Consumo total/PNB	86,3	87,2	87,1	87,6	87,4	86,8
Formação de capital fixo bruto	2.596,8	2.536,5	2.555,6	2.569,8	2.566,9	2.453,6

TABELA 2 - Indicadores da economia real dos EUA em bilhões de dólares (2007-2008)

Conclusão

Indicadores	2007	2008	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4
% do investimento bruto/PNB	18,8	17,8	18,1	18,0	17,8	17,3
Varição dos estoques	(3,6)	(47,0)	(25,6)	(76,0)	(49,7)	(36,6)
Exportações de bens e serviços	1.662,4	1.859,4	1.820,8	1.923, 2	1.968,9	1.724,7
Importações de bens e serviços	2.370,2	2.528,6	2.526,5	2.641,4	2.676,6	2.269,7
Saldo da conta de transações correntes	(707,8)	(669,2)	(705,7)	(718,2)	(707,7)	(545,1)
% das exportações líquidas/PNB	(5,1)	(4,7)	(5,0)	(5,0)	(4,9)	(3,8)
Deflator do PNB (index, 2005=100)	106,0	108,3	107,5	107,8	108,9	109,0
Produto Nacional Bruto (preços constantes)	13.025,9	13.170,7	13.163,9	13.255,9	13.239, 0	13.023,9
Taxa de crescimento do PNB (%)	2,0	1,1	0,2	0,7	(0,1)	(1,6)

FONTE: Carvalho (2010, p. 11, adaptado)

Após demonstrar grande impulso, o mercado imobiliário começa a despencar com a queda abrupta da sua demanda e, conseqüentemente, com o declínio vertiginoso dos seus preços. Em outubro de 2008 os prejuízos oriundos da crise *subprime* chegaram a US\$ 660 bilhões (ALBERINE; BOGUSZEWSKI, 2008). Além disso, houve um racionamento dos créditos internacionais, com os empréstimos internacionais caindo aproximadamente cerca de 40% no último trimestre de 2008 em relação ao mesmo período no ano de 2007. A América Latina experimentou uma retração das receitas com exportações na ordem de 23% em 2009, o que representa a maior queda em sua história após a crise de 1929. Essa queda acabou sendo uma tendência mundial, dado que, entre o primeiro trimestre de 2008 e o primeiro trimestre do ano posterior, o declínio das exportações em nível global foi de cerca de 15%, acompanhando uma retração do PIB mundial em 3,7% (FERRAZ, 2013).

## 2.2 Crise *Subprime*: Uma Análise a Partir do Conceito de Direitos de Propriedade

Na presente seção apresentam-se algumas proposições de escrutínio com base nos argumentos de cunho institucionalista, expostos na subseção anterior, acerca da crise do *subprime*, que denuncia os limites dos mecanismos de

acumulação desenvolvidos pelo próprio sistema capitalista na contemporaneidade. A instabilidade do capitalismo no seu estágio atual, cujo sistema financeiro desempenha um papel nevrálgico para o seu funcionamento, é discutido com rigor por Minsky (2008), para quem períodos de euforia e de demanda por títulos e ações são seguidos por fases de inadimplência e desvalorização dos ativos. Esses argumentos apenas reforçam a perspectiva de Zysman (1983), que defende que o arranjo institucional dos mercados financeiros condiciona, em grande

**O fato é que a crise *subprime* é o desenlace de uma série de medidas implementadas a partir da orientação predominante no capitalismo mundial.**



medida, o caminho e a trajetória de desenvolvimento que será percorrida por uma dada economia.

O fato é que a crise *subprime* é o desenlace de uma série de medidas implementadas a partir da orientação predominante no capitalismo mundial, baseada na crescente desregulamentação dos mercados, sobretudo dos financeiros. Nesse sentido, o Estado seria reduzido a um mínimo de funções, com o mercado assumindo a finalidade de catalisar o processo de desenvolvimento.

Os marcos institucionais predominantes no capitalismo global nas últimas quatro décadas estão estruturados em uma ideologia de livre intercâmbio de capitais — sem qualquer planejamento e controle pelos Estados nacionais —, bem como no estímulo do uso da criatividade inventiva humana não somente na evolução do conhecimento e das tecnologias produtivas (que propiciam as inovações tecnológicas), mas também no desenvolvimento de inovações e engenharias financeiras. Essas últimas levaram ao limite o objetivo iniciado pelas sociedades anônimas de tornar o financiamento e o processo produtivo capitalista o mais impessoal possível (ao promover a separação entre os direitos de propriedade e controle) e de pulverizar os riscos associados à consecução dos grandes investimentos.

Há um lento processo, com mais de 200 anos, de resignificação da propriedade sobre títulos mobiliários, cujo epicentro é a constituição da moderna sociedade anônima e a responsabilidade limitada sobre o capital aplicado em ações. A alavancagem alicerçada em *securities* sobrepostas durante a expansão financeira do mercado financeiro também exime o tomador de maiores responsabilidades; em caso de algum contratempo com as garantias, é fácil obter novo crédito mediante oferta de um pacote qualquer de títulos. O investidor alavancado não percebe o patrimônio alienado como próprio, e isso o leva a transacionar créditos intangíveis de outrem em uma cadeia longa e complexa. Em suma, o estouro da bolha é sistêmico e não penaliza os indivíduos em sua posição relativa frente aos demais operadores.

Ora, essa proposta levada ao seu limite tem tornado o circuito financeiro cada vez mais descolado e independente do sistema produtivo, em que um número crescente de investidores atua sem qualquer vínculo ou compromisso com o desempenho das empresas produtivas. Na medida em que se tornou possível realizar complexas combinações de títulos e cotas associadas aos títulos originais, juntamente com títulos de dívidas de cartões de crédito, automóveis, *students loans* etc., evidenciou-se que a proposta inicial das sociedades anônimas foi levada a níveis impensáveis quando da sua criação.

Inicialmente, a responsabilidade limitada engendrou uma revolução ao dar o primeiro passo para o financiamento rápido de empresas lucrativas. Um segundo efeito mais contundente foi a efetiva separação entre o papel do proprietário e dos controladores, o que engendrou profundas transformações nos empreendimentos, uma vez que: (1) permitiu a redução dos riscos pessoais subjacentes aos investimentos realizados; (2) tornou-os mais impessoais e independentes das relações de poder exercidas por indivíduos que ostentem certos cargos e funções sociais de elevada autoridade (reis, imperadores etc.); (3) e, ao mesmo tempo, tornou as empresas mais eficientes, dado que as decisões de investimentos tenderam a ser tomadas por profissionais preparados e qualificados tecnicamente para realizá-las. Essas mudanças emergiram das transformações engendradas pelo advento das empresas enquanto pessoas jurídicas e da influência, crescente à época, da inalienabilidade dos direitos de propriedade. Assim, o sistema capitalista tornou-se mais descentralizado e passivo de alocar os prêmios e as punições correspondentes ao grau de acerto de cada decisão de investimento, conforme presumido por Rosenberg e Birdzell Júnior (1986).

Contudo, com o advento do neoliberalismo, mudanças que outrora foram essenciais para o desenvolvimento do capitalismo tornaram-se elas mesmas o “calcanhar de Aquiles” do próprio sistema. Caso Demsetz (1967) e Barzell (1997) estejam corretos em suas assertivas, ao afirmarem que os direitos de propriedade possuem a

finalidade de internalizar as externalidades, um sistema financeiro gerador de títulos formados por cotas combinadas falha ao tentar internalizar todas as externalidades subjacentes a essas transações.

A configuração atual do sistema financeiro mundial basicamente torna os investidores alienados quanto às consequências dos efeitos do seu próprio comportamento e dos demais para o conjunto do sistema. O direito de propriedade, as sociedades anônimas e a intermediação financeira são exemplos de instituições que outrora foram essenciais para o desenvolvimento do capitalismo moderno, mas que ao longo do tempo experimentaram um forte processo de ressignificação e redefinição de suas finalidades. Algumas dessas transformações estabelecem uma relação paradoxal com o conjunto do sistema, dado que são funcionais para sua sobrevivência, mas engendraram contradições potencialmente capazes de comprometerem a sua própria continuidade.

Isso porque as inovações financeiras e a securitização ampliam a assimetria de informação entre os investidores em relação à natureza, composição, riscos e as consequências dos investimentos realizados em mercados especulativos. Por conseguinte, abre-se a possibilidade daqueles agentes com vantagens informacionais especularem e atuarem de modo oportunista, com o intento de maximizarem seus ganhos. A partir das inovações financeiras e da securitização das dívidas, o desenho institucional do sistema financeiro passou a apresentar uma configuração que tornou cada vez mais difícil ao Estado exercer o papel de controlador e delimitador dos direitos de propriedade correspondente a cada agente, nos moldes discutidos por Hodgson (2015). Conforme os argumentos de Alchian (1965), sem direitos de propriedade bem definidos e capazes de internalizar as externalidades relevantes, não é possível atribuir eficientemente as responsabilidades correspondentes a cada agente, quando da desvalorização e valorização dos ativos.

Como foi exposto, o sistema capitalista é instável e suscetível a períodos de forte valorização

dos ativos, seguidos de períodos em que o valor destes se deterioram. É evidente que a exploração desmedida da multidimensionalidade dos direitos de propriedade, que dá ao investidor o direito de embolsar ou desembolsar uma proporção de ganhos correspondente ao capital investido, ou ao uso de um dos atributos concernentes a um dado ativo, implicou na ampliação do desconhecimento acerca da natureza da transação, viabilizou a ação oportunista e, sobretudo, dificultou a atribuição das responsabilidades cabíveis, uma vez que a maioria das externalidades negativas decorrentes das transações especulativas são ignoradas por cada agente individual nesse processo.

O resultado desse estado de coisas é um sistema complexo, descolado da produção material, dotado de grande impessoalidade nos mecanismos de premiação e punição das decisões concernentes à produção e aos investimentos, porém pouco eficiente em internalizar as externalidades por conta da exploração espúria do caráter multidimensional dos direitos de propriedade. A partir disso, conjectura-se que todo o programa neoliberal que induziu à desregulamentação e à globalização do mercado financeiro estaria por trás da crise *subprime*, que pode ser entendida como um momento de ilustração histórica das potencialidades e consequências de se estimular o desenvolvimento do capitalismo em bases institucionais que incentivam a exploração sem limites do caráter multidimensional dos direitos de propriedade.

A disseminação de transações que levam ao limite a exploração dos vários atributos dos ativos e que dilacera a capacidade dos direitos de propriedade internalizarem uma ampla gama de externalidades ocorre na medida em que é expandida a complexidade e a assimetria de informação inerente às operações financeiras de cunho especulativo. Os agentes, ao adquirir títulos ou derivativos, geralmente não têm noção precisa (e, não raras vezes, nem mesmo imprecisa) acerca da engenharia financeira que está por trás desses *papers*, nem da proporção de títulos “podres” associados a estes últimos. Embora o preço dos ativos reflita o risco referente ao investimento

individual assumido, é bem verdade que as externalidades associadas aos riscos relativos ao comportamento dos tomadores das dívidas securitizadas, dos fundos de investimentos e das agências classificadoras de riscos e dos outros investidores (igualmente “ignorantes”) não estão devidamente incorporados nos preços desses ativos financeiros.

Considere o seguinte exemplo hipotético e excessivamente simplista: inicialmente, uma economia é composta por apenas um indivíduo e um banco. O indivíduo adquire um empréstimo ou uma hipoteca com vistas a construir ou comprar um imóvel. Não é difícil constatar que, caso as partes cumpram os procedimentos e as normas legalmente instituídas, os direitos de propriedade serão relativamente mais fáceis de serem definidos e potencialmente mais eficazes em internalizarem as externalidades, uma vez que o indivíduo tem o direito de receber o crédito compactuado nos termos estabelecidos, ao mesmo tempo em que o banco ostenta o direito de receber o valor emprestado acrescido de juros no prazo estabelecido em contrato. Esse cenário pode se tornar bem mais complexo à medida que se relaxa o pressuposto da existência de apenas um indivíduo e uma instituição financeira.

Um outro indivíduo também adquire um crédito junto ao mesmo banco, mas para aquisição de um automóvel. Imagine que um fundo CDO apareça e resolva adquirir os direitos desses bancos ao recebimento dos empréstimos e, mediante securitização, transforma-os em papéis negociáveis e derivativos. Com isso, essa última instituição pode vender os títulos e derivativos em questão, cuja circulação depende da atuação de uma *rating* ao classificar o nível de risco desses papéis — sendo que quanto maior for o volume e circulação desses papéis, maior será o ganho dessas agências<sup>10</sup>. Quando um indivíduo adquire esses papéis e depois revende a um terceiro, é coerente

supor que esse último pouco conhecimento detém a verdadeira natureza desse investimento, do perfil dos primeiros indivíduos que fizeram as dívidas ou mesmo do próprio banco e da instituição que manipulou esses papéis.

Enfim, a assimetria da informação e a complexidade das operações aumentaram consideravelmente ao longo desse processo. Em razão disso, aquilo que inicialmente se resumia a um direito de recebimento de um crédito no prazo e nos termos estabelecidos em contrato, bem como a um direito de ter o valor emprestado restituído com juros no prazo contratualmente definido, transforma-se em uma série de outros novos direitos com a exploração do caráter multidimensional dos direitos de propriedade. Isto é, um único papel pode ser uma alternativa ou simultaneamente mesclado a outros títulos, tornar-se uma garantia de financiamento, objeto de especulação ou mesmo dar direito a rendimentos sem o direito de alienação, entre outros — à medida que passa de um agente para outro nessa cadeia de transações que caracteriza o sistema financeiro.

O resultado final do panorama esboçado anteriormente consiste na incapacidade dos direitos de propriedade internalizarem as externalidades, uma vez que o último que adquiriu o título comprou esse papel desconhecendo a natureza e os riscos reais que circundam esse investimento, de modo que nem mesmo o valor que ele desembolsou corresponde a todas as externalidades envolvidas. À medida que esse exemplo tão simplório e hipotético agregava novos agentes e a natureza das transações envolvia maior grau de complexidade, os direitos de propriedade perdiam a sua capacidade inicial de internalizarem as externalidades e, conseqüentemente, abriam-se novas possibilidades de comportamentos oportunistas ou potencializava-se a tendência de serem realizados investimentos ineficientes, uma vez que os direitos de propriedade tornam-se ineficazes na atribuição das responsabilidades correspondentes a cada agente.

<sup>10</sup> As agências classificadoras de riscos têm seu nível de lucratividade dependente do volume de circulação dos títulos, logo, as mesmas teriam motivações para classificarem como confiáveis aqueles papéis que também trazem em seu bojo título “podres”.

Tudo se passa como se os títulos e derivativos internalizassem os riscos individuais associados ao valor investido por cada agente, entretanto, sem internalizar devidamente todo o risco sistêmico associado à complexidade e à incerteza das operações e ao aumento da assimetria de informação concernente à natureza das operações financeiras e do comportamento dos demais investidores envolvidos nessas transações.

Em suma, sob a ótica defendida no presente trabalho, a análise da crise *subprime* redonda na própria análise do estágio atual do capitalismo, embora seja um exemplo cabal e elucidativo das consequências potenciais e eminentes, caso o sistema financeiro continue a avançar com base nos marcos institucionais que predominavam no sistema financeiro mundial às vésperas da sua deflagração, e que implicaram a ampliação da assimetria de informação e do nível de complexidade sistêmica associado às operações financeiras. Disso decorre a deterioração da capacidade dos direitos de propriedade internalizarem as externalidades nas transações financeiras e, conseqüentemente, na ineficiência do mecanismo de atribuição das responsabilidades cabíveis a cada agente, no processo de valorização e desvalorização dos ativos.

## Considerações Finais

Embora o presente trabalho se proponha a discutir a crise *subprime*, as inferências que advêm desses argumentos permitem considerá-la uma manifestação dos próprios limites dos mecanismos de reprodução do sistema, quando deixado ao “sabor” de sua própria lógica que, diga-se de passagem, está longe de ser ontológica e essencialmente “natural” e supra-histórica. Isto é, a lógica funcional e predominante nos mercados, sobretudo de caráter financeiro, é o resultado de uma série de mudanças nos marcos regulatórios que sustentam os mecanismos deliberada e inicialmente criados com o intuito de engendramos impessoalidade, eficiência e maior capacidade de acumulação ao capitalismo.

O fato é que essa lógica levada ao limite tornou os mercados financeiros quase que completamente autônomos em relação ao avanço das atividades produtivas, ao aumentar o grau de complexidade e de assimetria de informação referente à natureza, à composição e aos efeitos das transações financeiras. A isso se soma uma novidade que, no argumento proposto, ocupa lugar de centralidade: o fato de o desenho institucional dos sistemas financeiros incentivar e propiciar a exploração descontrolada dos diversos atributos dos ativos financeiros e, por conseguinte, levar a exploração do caráter multidimensional dos direitos de propriedade.

O aumento da assimetria de informação e da complexidade das operações financeiras, aliado aos efeitos de um desenho institucional de orientação neoliberal que privilegia a exploração da multidimensionalidade dos direitos de propriedade, tem como resultado a efetiva deterioração da capacidade desses direitos de internalizarem as externalidades decorrentes das transações financeiras. Disso decorre o comprometimento da eficácia dos direitos de propriedade como mecanismo precípua de determinação e atribuição das responsabilidades, o que propicia o comportamento oportunista e especulativo ou engendra ineficiência na tomada de decisão relativa aos investimentos por parte dos agentes econômicos. Em síntese, os marcos regulatórios que fundam o capitalismo na atualidade induzem a um tipo de comportamento dos capitalistas, cuja resultante da interação entre os mesmos é potencialmente capaz de causar desperdícios sociais ou mesmo ameaçar a própria reprodução do sistema.

## Referências

- ALBERINI, D. V.; BOGUSZEWSKI, L. D. Por dentro do subprime: a crise imobiliária americana e seus impactos na economia brasileira. **Vitrine da Conjuntura**, Curitiba, v. 1, n. 2, p. 1-10, abr. 2008. Disponível em: <<http://www.fae.edu/vitrinedaconjuntura>>
- ALCHIAN, A. A Some economics of property rights. **Il Político**, Pavia, v. 30, n. 4, p. 816-829, 1965.
- BAER, M. **O rumo perdido: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.
- BARZEL, Y. **Economics analysis of property rights**. Cambridge: Cambridge University Press, 1997.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The Modern Corporation and private property**. New York: Macmillan, 1932.
- BORÇA, G. J. R.; TORRES FILHO, E. T. Analisando a crise subprime. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30, p.129-159, dez. 2008.
- BORGES, L. F. X.; LOPES, L. M. B. Os valores mobiliários e a captação de empréstimos no mercado financeiro doméstico. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 8, n. 15, p. 289-308, jun. 2001.
- BRAGA, J. C. de S. A financeirização da riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 2, n. 1, p.25-57, ago. 1993.
- CARVALHO, D. F. A crise financeira dos EUA e suas prováveis repercussões na economia global e na América Latina: uma abordagem pós-minskyana. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 3., 2010, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2010.
- CASTRO, M. G. de. Debêntures: conceito, histórico e evolução legislativa brasileira. **Revista Virtual** (Faculdade Milton Campos), Nova Lima, v. 7, p. 1-22, 2009. Disponível em: <<http://www.mcampos.br/REVISTA%20DIREITO/PRODUCAOCIENTIFICA/artigos/marinaresconceitohistoricoevoluaolegislativabrasileira.pdf>>. Acesso em: 14 set. 2016.
- COASE, R. The nature of the firm. **Economica**, New Series, v. 4, n. 16, p. 386-405, nov. 1937.
- \_\_\_\_\_. The problem of social cost. **Journal of Law and Economics**, Chicago, v. 3, n. 1, p. 1-44, 1960.
- COLEMAN, J. **Foundations of social theory**. Cambridge: The Belknap Press of Harvard University, 1990.
- COMMONS, J. Institutional Economics. **The American Economic Review**, Princeton, v. 21, n. 4, p. 648-657, Dec. 1931.
- CONCEIÇÃO, O. A. C.; FERRARI FILHO, F. A noção de incerteza nos pós-keynesianos e institucionalistas: uma conciliação possível? **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 11, n. 1, p. 99-122, 2001.
- CORADI, C. D. **Operações financeiras de securitização de recebíveis e de fundos de direitos creditórios: conceitos e aplicações para financiamento de exportações, construção habitacional, rodovias, saneamento empresarial, alongamento de passivos caros, etc.** São Paulo: Engenheiros Financeiros e Consultores, 2005. Disponível em: < [http://www.efc.com.br/docs/SECURITIZACAO\\_DE\\_RECEBIVEIS.pdf](http://www.efc.com.br/docs/SECURITIZACAO_DE_RECEBIVEIS.pdf)>. Acesso em: 7 jan. 2016.
- DEMSETZ, H. Toward a theory of property rights. **The American Economic Review**, Princeton, v. 57, n. 2, p. 347-359, May 1967.
- FERRAZ, F. C. **Crise financeira global: impactos na economia brasileira, política econômica e resultados**. 2013. 104 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.
- FIANI, R. A natureza multidimensional dos direitos de propriedade e os custos de transação. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 12, n. 21, p. 185-203, jul./dez. 2003.

GUTTMAN, R. **How credit-money shapes the economy**: the United States in a global system. New York: M. E. Sharpe, 1994.

HERMANN, J. Da liberalização à crise financeira norte-americana: a morte anunciada chega ao Paraíso. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 29, n. 1, p. 138-141, jan./ mar. 2009. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0101-31572009000100008](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572009000100008)>. Acesso em: 9 set. 2015.

HODGSON, G. M. Much of the “economics property rights” devalues economics and legal rights. **Journal of Institutional Economics**, Cambridge, v. 11, n. 4, p. 1-27, Aug. 2015.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v.3, n. 4, p.305-360, Oct. 1976. Disponível em: < <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>>. Acesso em: 14 set. 2016.

MARRIS, R. A model of the managerial enterprise. **Quartely Journal of Economics**, Cambridge, v.77, n.2, p.185-209, 1963.

MINSKY, H. P. M. **Stabilizing an unstable economy**. New York: Mc Graw Hill, 2008.

NORTH, D. C. **Institutions, institutional changes and economic performance**. New York: Cambridge University, 1990.

PLIHON, D. A ascensão das finanças especulativas. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 4, n. 2, p. 61-78, dez. 1995.

ROSENBERG, N.; BIRDZELL JÚNIOR, L. **A história da riqueza do ocidente**: a transformação econômica do mundo industrial. Rio de Janeiro: Record, 1986.

VEBLEN, T. **A teoria da classe ociosa**: um estudo econômico das instituições. São Paulo: Livraria Pioneira, 1965.

\_\_\_\_\_. **The theory of business enterprise**. New York: Charles Scribner’s, 1932.

WEBER, M. História geral da economia. In: \_\_\_\_\_. **Ensaio de sociologia e outros escritos**. 1. ed. São Paulo: Abril Cultural, 1974. p. 124-180. (Os Pensadores, v. 37)

WILLIAMSON, O. Transaction Cost Economics. In: SCHMALENSEE, Richard; WILLIG, Robert. **Handbook of Industrial Organization**. Amsterdam: Elsevier, v. 1. p. 135-182, 1989.

\_\_\_\_\_. The new institutional economics: taking stock, looking ahead. **Journal of Economic Literature**, Pittsburgh, v. 38, n. 3, p. 595-613, Sept. 2000.

ZYSMAN, J. **Government, markets and growth**. London: Cornell University, 1983.

- Recebido em: 22/02/2016
- Aprovado em: 22/06/2016