

UNIVERSIDADE FUMEC – FCH
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO *STRICTO SENSU* EM DIREITO

TOMÁS LIMA DE CARVALHO

**FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO: ANÁLISE JURÍDICA E
ECONÔMICA DO SISTEMA DE PUBLICIDADE DE INFORMAÇÕES,
DAS RESTRIÇÕES OPERACIONAIS E DOS FATORES DE RISCO**

BELO HORIZONTE

2012

UNIVERSIDADE FUMEC – FCH
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO *STRICTO SENSU* EM DIREITO

TOMÁS LIMA DE CARVALHO

**FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO: ANÁLISE JURÍDICA E
ECONÔMICA DO SISTEMA DE PUBLICIDADE DE INFORMAÇÕES,
DAS RESTRIÇÕES OPERACIONAIS E DOS FATORES DE RISCO**

Dissertação de Mestrado em Direito apresentada ao Programa de Pós-Graduação *stricto sensu* em Direito da Universidade FUMEC, referente à linha de pesquisa “Regulação e Autonomia Privada”, da área de concentração “Instituições Sociais, Direito e Democracia”, sob a orientação da professora Dra. Rubia Carneiro Neves.

BELO HORIZONTE

2012

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

C331f Carvalho, Tomás Lima de, 1983-
Fundo de investimento imobiliário: análise jurídica e econômica do sistema de publicidade de informações, das restrições operacionais e dos fatores de risco / Tomás Lima de Carvalho. - Belo Horizonte, 2012.

185 f.

Orientadora: Rubia Carneiro Neves
Dissertação (Mestrado em Direito), Universidade FUMEC, Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da Saúde, Belo Horizonte, 2012.

1. Investimentos imobiliários. 2. Fundos de investimentos. 3. Mercado imobiliário. I. Título. II. Neves, Rubia Carneiro. III. Universidade FUMEC, Faculdade de Ciências Humanas, Sociais e da Saúde.

CDU: 346

NOTA FINAL DA DEFESA DE DISSERTAÇÃO DE
MESTRADO

BANCA EXAMINADORA:

ASSINATURAS:

Profa. Dra. Rúbia Carneiro Neves _____

Prof. Dr. Gladston Gomes Mamede da Silva _____

Prof. Dr. Sérgio Mourão Corrêa Lima _____

MESTRANDO: Tomás Lima de Carvalho

TÍTULO DA DISSERTAÇÃO:

**“FUNDO DE INVESTIMENTO
IMOBILIÁRIOS: ANÁLISE JURÍDICA E
ECONÔMICA DO SISTEMA DE
PUBLICIDADE DE INFORMAÇÕES,
DAS RESTRIÇÕES OPERACIONAIS E
DOS FATORES DE RISCO.”**

NOTA: (85) OITENTA É CINCO

ASSINATURA ORIENTADOR: _____

DATA DA DEFESA: 10/04/2012

A Deus, pela força nos momentos difíceis.

À Marina, meu amor, pelo carinho, convívio, incentivo e compreensão. Você é muito especial na minha vida.

Aos meus pais, pelo apoio incondicional.

À Prof^a. Dra. Rubia Neves, pelo grande estímulo ao aprendizado, por acreditar neste trabalho e pela disposição em me orientar e solucionar as minhas dúvidas.

A todos aqueles que, de alguma forma, contribuíram para a realização desta dissertação.

RESUMO

O fundo de investimento imobiliário constitui uma inovadora modalidade de aplicação de longo prazo, mediante valor acessível e parcelamento do investimento, pois possibilita a securitização da propriedade imobiliária e busca oferecer rentabilidade mensal em lastro imobiliário, sendo que cada fração representa um valor mobiliário. Embora seja da essência da atividade econômica do mercado financeiro lidar com riscos, há que se ressaltar que as informações pertinentes relativas aos fatores de risco, às restrições operacionais impostas ao administrador, empreendedor e cotistas, assim como concernentes aos contornos gerais e normas jurídicas dos fundos de investimento imobiliário, não estão sendo divulgadas a contento, de maneira clara e contundente. E essa ausência de informação se mostra relevante do ponto de vista jurídico e econômico, já que pode culminar no temor, afastamento ou redução de racionalidade por parte dos investidores, fazendo com que haja alocação ineficiente de recursos, assunção inesperada de riscos, perda de liquidez ou abstenção de investimento. Sob a ótica da Análise Econômica do Direito, a eficácia dos fundos em atrair investidores e oportunizar rentabilidade e liquidez está atrelada à ampla divulgação de informações sobre o empreendimento imobiliário componente do ativo do fundo e, principalmente, sobre os aspectos jurídicos inerentes aos fundos de investimento, suas restrições operacionais e fatores de risco, possibilitando, assim, imprimir maior segurança e racionalidade aos investidores, reduzindo a assimetria informacional e os custos de transação, além de imprimir confiança e credibilidade nas operações realizadas no mercado.

Palavras-Chave: Fundo de investimento imobiliário. Restrições operacionais. Riscos. Análise Econômica do Direito.

ABSTRACT

The Real Estate Investment Trust is an innovative method of applying long-term value, through affordable installments and investment subdivision, because it enables the real estate securitization and seeks to provide monthly return in ballast housing, while each fraction represents a security. Although the essence of economic activity in the financial markets is deal with risk, the relevant information concerning risk factors involved in operations with Real Estate Investment Trust, the operational restrictions imposed on the administrator, entrepreneur and investors, as well as concerning the contours general and legal rules of the Real Estate Investment Trust, are not being satisfaction as well, clear and forceful. And this lack of information is relevant from the standpoint of legal and economic, as may culminate in awe, removal or reduction of rationality on the part of investors, bringing inefficient allocation of resources, taking unexpected risks, loss of liquidity or refraining from investment. For Economic Analysis of Law, the effectiveness of the funds to attract investors and create opportunities profitability and liquidity of these are linked to the broad dissemination of information, which are not limited to real estate component of the fund assets, but mainly to legal aspects relating to investment funds, operational constraints and risk factors, thus enabling greater security printing and rationality to the investors, reducing the information asymmetry and transaction costs, and print trust and credibility in the market operations.

Keywords: Real Estate Investment Found. Operational restrictions. Risk factors. Economic Analysis of Law.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	8
2 FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	14
2.1 Aspectos conceituais e noções gerais.....	14
2.2 Fundos de investimento aberto e fechado.....	23
2.3 Natureza jurídica das cotas de fundo de investimento.....	26
2.4 A regulação dos fundos de investimento.....	33
2.5 Política de investimento e o regulamento dos fundos de investimento.....	43
3 FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO.....	49
3.1 Noções gerais e aspectos conceituais.....	49
3.2 Natureza jurídica do fundo de investimento imobiliário adotada pela Lei n. 8.668/93.....	56
3.3 A constituição do fundo de investimento imobiliário.....	60
3.3.1 <i>As cotas de participação</i>	64
3.3.2 <i>Emissão, distribuição e integralização das cotas</i>	68
3.4 O patrimônio do fundo de investimento imobiliário.....	74
3.5 O regulamento e a política de investimento do fundo de investimento imobiliário	78
3.6 O administrador e a estrutura organizacional do fundo de investimento imobiliário.....	82
3.6.1 <i>Assembleia Geral de Cotistas</i>	86
3.6.2 <i>Representante dos cotistas</i>	89
3.6.3 <i>Auditor independente</i>	89
3.6.4 <i>Instituição responsável pela prestação de serviços de custódia dos títulos e valores mobiliários do fundo</i>	90
3.7 Resgate e negociação das cotas e liquidação do fundo.....	91
3.8 A tributação sobre o rendimento do fundo de investimento imobiliário e dos cotistas.....	97
3.9 Análise quanto aos investidores especiais destinatários do fundo de investimento imobiliário.....	102
4 ANÁLISE JURÍDICA E ECONÔMICA DOS FATORES DE RISCO E RESTRICÇÕES OPERACIONAIS DO FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO.....	106
4.1 Noções gerais sobre a análise econômica do Direito.....	106
4.1.1 <i>A empresa, os direitos de propriedade e os custos de transação</i>	111
4.1.2 <i>O Mercado de Valores Mobiliários e as cotas de fundo de investimento imobiliário sob a perspectiva da eficiência econômica</i>	114
4.2 O sistema de publicidade de informações aos cotistas do fundo de investimento imobiliário.....	119
4.3 Direitos e obrigações dos cotistas.....	123
4.4 Vantagem do fundo de investimento imobiliário.....	125
4.5 Atividades e operações vedadas à entidade administradora e ao fundo.....	128
4.6 Os fatores de risco do fundo de investimento imobiliário.....	133

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	142
REFERÊNCIAS.....	148
ANEXOS.....	157
A – Lei n. 8.668, de 25 de junho de 1993.....	157
B – Instrução CVM n. 472, de 31 de outubro de 2008, com as modificações introduzidas pela Instrução CVM n. 478/2009.....	162

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais é composto por organizações empresariais que precisam captar recursos mediante a oferta pública de títulos de crédito e valores mobiliários e dos que têm recursos a oferecer, em busca de segurança, rentabilidade e liquidez. Trata-se de um conjunto de operações de médio e/ou longo prazo, ou mesmo de prazo indeterminado, destinando-se, principalmente, ao financiamento de capital.

A principal característica do mercado de capitais é a captação da poupança popular em um investimento de risco: ao investidor, aplicador de recursos em mercado de capitais, em detrimento da aquisição de valores mobiliários, não é garantida a obtenção de lucros, mas, ao contrário, além da possibilidade de não alcançar o retorno da quantia investida, o investidor adquirente de valores mobiliários ainda pode vir a perder tudo o que aplicou. Atualmente, percebe-se um desenvolvimento do mercado de capitais, especialmente no que tange aos valores mobiliários, culminando em uma verdadeira substituição das operações financeiras pelas operações com títulos dessa natureza.

Existem hoje, no mercado, diversas espécies de fundos de investimento, sendo que será objeto deste trabalho o fundo de investimento imobiliário, instituídos pela Lei nº. 8.668¹, de 25 de junho de 1993, constituído sob a forma de condomínio fechado, sem personalidade jurídica, caracterizado pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, na forma da Lei n. 6.385/76², destinado à aplicação em empreendimentos imobiliários, sendo proibido o resgate de cotas.

Por meio dos fundos de investimento imobiliário, permite-se a securitização da propriedade imobiliária, pelo que cada fração representa um valor mobiliário, e constitui uma inovadora modalidade de aplicação em longo prazo, pois busca oferecer rentabilidade mensal em lastro imobiliário, mediante valor acessível e parcelamento do investimento, por administração terceirizada.

O valor de aplicação envolvido para investimento em bens imóveis é elevado, o que afasta os investidores que não possuem recursos suficientes para aplicação direta em

¹ BRASIL. Lei n. 8.668, de 25 de junho de 1993. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília-DF, 25 jun. 1993. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8668.htm>. Acesso em: 12 mar. 2011.

² BRASIL. Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, 7 dez. 1976. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/CCIVIL/LEIS/L6385.htm>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

empreendimentos desta natureza, o que justifica o surgimento dos fundos de investimento imobiliários – regulamentada não somente por meio da referida Lei n. 8.668/93, mas, ainda, pela Instrução n. 472, de 31 de outubro de 2008, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)³ – para viabilizar o acesso de pequenos e médios investidores aos empreendimentos imobiliários, além de captação de recursos para tais empreendimentos.

Como em qualquer investimento, os investidores em fundos imobiliários estão sujeitos a restrições operacionais e a diversos fatores de risco. Considerando a ausência de difusão adequada de informações quanto a certas características e ao funcionamento do fundo de investimento imobiliário, o presente trabalho, pretende fazer uma análise quanto a algumas restrições impostas ao administrador do fundo (a exemplo da impossibilidade de realizar determinadas operações, atos de liberalidade, assim como proceder a condutas que caracterizem conflitos de interesse em face do fundo administrado), restrições referentes a determinadas operações que envolvam o fundo e o empreendedor deste, assim como restrições impostas aos quotistas, relativas à inexistência de direito de propriedade em face do patrimônio do fundo e à impossibilidade de resgate das cotas; assim como a alguns fatores de risco inerentes ao fundo de investimento, a saber, risco de mercado, risco de crédito, risco de baixa ocupação imobiliária, risco de liquidez e risco legal⁴.

Pretende-se apresentar, também, um posicionamento fundamentado sobre: qual vem a ser a natureza jurídica do fundo de investimento; quais são os direitos e vantagens dos titulares de cotas deste tipo de fundo; quais regras devem ser observadas para a redação e divulgação do regulamento e do prospecto; como deve ser a formação do patrimônio do fundo e quais as restrições inerentes à sua constituição; quais são as funções do administrador; quais são os tributos incidentes sobre o investimento em quotas de fundos de investimento imobiliário; quais são as causas e que procedimentos devem ser observados para a liquidação do fundo de investimento imobiliário.

³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa n. 472, de 31 de outubro de 2008, com as modificações introduzidas pela Instrução CVM n. 478/09. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento imobiliário – FII. Revoga as Instruções CVM n. 205, de 14 de janeiro de 1994, n. 389, de 3 de junho de 2003, n. 418, de 19 de abril de 2005 e n. 455, de 13 de junho de 2007. Acrescenta o Anexo III-B à Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 31 out. 2008. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/inst472cons_olid.pdf>. Acesso em: 29 out. 2011.

⁴ Por uma questão de estética, no título da presente dissertação não está constando ressalva, mas cumpre informar que a o presente trabalho não visou analisar todos os riscos e restrições operacionais que envolvem os fundos de investimento imobiliários, ou seja, teve como objetivo abordar apenas as restrições e os riscos descritos neste parágrafo.

Para apresentar as soluções aos problemas descritos, além de levantamento bibliográfico, foi realizado o levantamento e análise dos dezessete últimos prospectos de ofertas públicas em andamento, emitidos por fundos de investimento imobiliário listados na BM&F Bovespa⁵, a saber: AF Invest São Francisco – FII; AF Invest São Sebastião – FII; Belvedere Fundo de Investimento Referenciado DI; BM Brascan Lajes Corporativas – FII; BTG Pactual FII – FII Recebíveis Imobiliários II; Bússola – FII; Cibrasec – FII; Europar II Banif FII; FII BTG Pactual; FII BTG Pactual Renda IV; FII Desenvolvimento III; FII Empírica; FII The One; FII Permutante I; Hotel Belo Horizonte Belvedere – FII; RB Capital Desenvolvimento Residencial III FII; RB Capital João Fortes Shopping Park Europeu Fundo de Investimento Imobiliário – FII.

Cumprido dizer que o critério para a escolha destes dezessete fundos foi o fato de no caso deles não ter havido ainda o lançamento de cotas ao público investidor, isto é, os referidos fundos estão formalmente constituídos, listados em bolsa e aguardando autorização da Comissão de Valores Mobiliários para proceder à emissão pública das cotas.

Com efeito, procurou-se ao verificar nos prospectos analisados, acima mencionados, quanto ao volume de informações em relação a certas características e ao funcionamento do fundo de investimento imobiliário, apurando se foram tratadas de maneira superficial ou se nem sequer restaram descritas no documento.

Tal pretensão justifica-se, pois partiu-se da premissa segundo a qual admite-se que se as informações pertinentes relativas aos fatores de risco e restrições operacionais, assim como concernentes aos contornos gerais e normas jurídicas dos fundos de investimento imobiliário, não forem divulgadas a contento, de maneira clara e contundente, porque apresentam suma relevância do ponto de vista jurídico e econômico, pode haver ineficiência do negócio imobiliário, do mercado de fundos e do mercado de capitais.

Nesse sentido, indaga-se sobre as consequências da oferta pública de cotas de fundo de investimento imobiliário sem o respaldo, a contento, das informações jurídicas e econômicas relevantes para propiciar uma escolha racional do investimento, bem como se o constituinte do fundo de investimento imobiliário tem o dever de prestar as informações de caráter estritamente jurídico.

⁵ BM&F BOVESPA. *Ofertas públicas de fundos de investimento*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/NoticiasHome/Prospectos.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

A análise dos problemas acima enumerados especialmente, quanto às restrições operacionais e fatores de risco será desenvolvida em consonância com os procedimentos apontados pela Análise Econômica do Direito.

A proposta de trabalhar as restrições operacionais e os fatores de risco sob o enfoque da Análise Econômica do Direito deve-se ao fato de que embora inexista qualquer dever legal de o constituinte do fundo de investimento imobiliário prestar informações jurídicas sobre a estrutura legal e campos gerais dos fundos, levando em consideração a questão dos custos e benefícios decorrentes desse tipo de prestação de informações, levantou-se a hipótese de que haverá, caso o faça, uma maior eficiência do instituto fundo de investimento imobiliário, do mercado de capitais e do mercado imobiliário.

Isso porque se pretende verificar a respeito da eficácia dos fundos de investimento imobiliário em atrair investidores e proporcionar-lhes rentabilidade e liquidez a estes, atrelada à ampla divulgação de informações. Ou seja, visa-se desenvolver uma análise sobre a relação entre o fornecimento de informações – além daquelas relativas ao empreendimento imobiliário componente do ativo do fundo, isto é, aquelas relativas aos aspectos jurídicos inerentes aos fundos de investimento – e a existência de uma maior segurança e racionalidade para os investidores, com conseqüente redução de assimetria informacional e custos de transação.

A possibilidade de confirmação dessa hipótese quanto aos efeitos da ampla divulgação dessas informações permitirá aos operadores do Direito fundamento na defesa de clientes investidores, mas também aos próprios constituintes dos fundos de investimento imobiliário, que, quanto a tal necessidade: cuidarão de observá-las e, com isso, trarão maior segurança e credibilidade aos investidores; reduzirão o custo de transação de obtenção dessas informações por parte dos investidores; e, conseqüentemente, aumentarão a disponibilidade de recursos possíveis de serem empregados por estes no investimento desejado.

Assim o trabalho analisará se o conhecimento a contento dos fatores jurídicos e do contexto econômico dos fundos de investimento imobiliário pode viabilizar ao aplicador de recursos melhor compreensão quanto ao investimento escolhido e aos fatores de risco existentes, e a partir de uma melhor simetria de informação e racionalidade adequada destes, possibilitar o constante ingresso de investidores e evitar futuras demandas judiciais em razão de assunção de riscos não conhecidos ou por não repasse de informações essenciais pertinentes para possibilitar uma escolha racional do investimento.

Para desenvolver a análise proposta, foram apresentadas, no segundo capítulo, breves considerações sobre a estrutura jurídica dos fundos de investimento, tendo sido analisados seu conceito, sua natureza jurídica e de suas cotas, bem como os aspectos concernentes à regulação dos fundos. Para apresentar a referida estrutura, também foi analisada a regulamentação atinente à política de investimento e à obrigatoriedade de divulgação do regulamento dos fundos.

Após a breve análise dos fundos de investimento em geral, passou-se, no terceiro capítulo, a examinar o fundo de investimento imobiliário, em especial seu conceito, sua natureza jurídica adotada pela Lei n. 8.668/93, e as regras relativas à sua constituição, gerência e estrutura. Nesse capítulo foram analisados, também, a regulamentação relativa à emissão, distribuição e integralização das cotas, os aspectos relativos ao patrimônio do fundo, ao regulamento e à política de investimento a ser adotada, ao resgate e à negociação das cotas, os aspectos tributários, bem como a classificação de investidores destinatários dos fundos de investimento imobiliário: estrangeiros; qualificados.

No quarto capítulo, fez-se a análise econômica e jurídica sobre a necessidade de ampla divulgação de informações. Referidas análises não se limitaram às questões relativas ao empreendimento em si (imóveis e demais ativos componentes da carteira dos fundos), mas, principalmente, às questões jurídicas, fatores de risco e restrições operacionais dos fundos, a fim de se ampliar a racionalidade dos investidores, prover a redução do custo de transação e propiciar uma alocação mais eficiente de recursos investidos.

Além dessa abordagem sob a ótica da eficiência econômica, cuidou-se de analisar as questões relativas ao sistema de publicidade de informações aos cotistas, aos direitos e obrigações destes, bem como às vantagens dos fundos de investimento; às atividades e operações vedadas à entidade administradora e ao fundo; e, por fim, aos fatores de risco inerentes a essa modalidade específica de investimento.

Nesse contexto, objetiva-se com esta dissertação um aprofundamento sobre os fundos de investimento imobiliário, diante, principalmente, da escassez de trabalho acadêmico nesse sentido, bem como da importância e pertinência do tema.

Os autores Pedro Gaivão, Cristina Bogado Menezes, Carmen Sylvia Parkinson e Antônio Raposo Subtil⁶ abordam as questões jurídicas principais atinentes aos fundos de investimento imobiliário do Brasil e de Portugal, embora não discorram sobre os aspectos

⁶ Cf. GAIVÃO, P. *et al.* *Fundos de investimento imobiliário: Brasil e Portugal*. São Paulo: Vida Imobiliária Brasil, 2009.

concernentes ao risco dos fundos. Contudo, a presente proposta não é a de repeti-los, mas, sim, ir além daquilo que fora abordado pelos aludidos autores.

Utiliza-os como referencial teórico, mas pretende-se ir além, fazendo-se uma análise própria, um pouco mais aprofundada, especialmente quanto ao sistema de publicidade de informações, fatores de risco e restrições operacionais. Agregam-se, ainda, conceitos e ferramentas econômicas para propiciar uma análise dos fundos de investimento imobiliário sob a perspectiva da eficiência econômica, com o fito de se evitar alocações ineficientes, permitindo-se aos agentes ponderar os custos e os benefícios deste investimento, atuando de forma racional e tendente a maximizar os seus resultados, assegurando o seu bem-estar.

2 FUNDOS DE INVESTIMENTO

2.1 Aspectos conceituais e noções gerais

As organizações que, na condição de tomadoras, pretendem captar publicamente recursos em investidores para financiamento de suas atividades só poderão fazê-lo exclusivamente por meio de um sistema estruturado e controlado por órgãos do Poder Executivo Federal, sendo o mercado de capitais um segmento desse sistema. Poderiam se reportar ao autofinanciamento, financiamento junto a terceiros ou a empréstimos tomados perante o sistema bancário público ou privado, contudo essas alternativas nem sempre se mostram possíveis, além de poderem ser excessivamente onerosas, em razão da cobrança de altas taxas e de juros elevados.

Do mesmo modo, aqueles (poupadores) que desejam realizar investimentos com seus recursos financeiros excedentes encontram no mercado de capitais uma alternativa viável para tanto, já que são colocados em contato – direto ou indireto – com agentes econômicos deficitários (tomadores), a um custo relativamente compensador diante das menores dificuldades e das perspectivas de um maior retorno do capital investido. Essa operacionalização ainda provoca uma otimização dos recursos financeiros em circulação na economia.

Em virtude dessa estrutura controlada e regulada, no mercado de capitais são realizadas negociações entre as organizações que precisam captar recursos com a emissão de títulos de crédito e valores mobiliários e aqueles que têm recursos a oferecer, interessados em investi-los com perspectiva de segurança, rentabilidade e liquidez. Essas negociações perfazem um “conjunto de operações de prazo médio, longo ou indeterminado. Destina-se, principalmente, ao financiamento de capital fixo”⁷.

Andréa Fernandes Andrezo e Iran Siqueira Lima explicam essa relação entre investidor e tomador sob a perspectiva do sistema financeiro, que, como não poderia deixar de ser, bem se aplica ao segmento mercado de capitais. Para eles,

⁷ ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Atlas, 2007. p. 2.

assim, por meio de ativos e passivos financeiros, o setor financeiro apresenta alternativas de aplicação de recursos para as unidades econômicas superavitárias e de captação de recursos para as unidades econômicas deficitárias, transferindo recursos daquelas para estas, de modo a obter a maior otimização da aplicação dos recursos disponíveis na economia⁸.

Essa ideia de otimização dos recursos financeiros da economia também se aplica às operações realizadas no mercado de capitais, uma vez que permite o financiamento da atividade econômica (aos poupadores, o investimento do capital excedente e, aos tomadores, o ingresso de recursos, financiando, assim, sua atividade), além da repartição dos riscos. Sobre essa importante função do sistema financeiro, Otávio Yazbek pondera, com propriedade:

[...] o mercado financeiro e de capitais é aquele em que são negociados instrumentos financeiros ou em que se estabeleçam relações de conteúdo financeiro visando, fundamental, mas não exclusivamente, dois fins nem sempre concomitantes: a repartição de riscos e o financiamento das atividades econômicas. Como se viu, tal mercado cumpre as suas funções através de uma progressiva ‘financeirização’ das relações econômicas, ou seja, de um processo pelo qual essas relações são, em certa medida, ‘monetizadas’ e incorporadas a instrumentos negociáveis, para os quais se provê uma certa liquidez⁹.

O mercado financeiro que engloba o segmento bancário, de capitais, de câmbio e monetário, portanto, é utilizado por organizações empresariais ou pessoas físicas interessadas em captar recursos e dos que têm recursos a oferecer, provendo, assim, a canalização da poupança. Nele são negociados instrumentos financeiros ou em que se estabeleçam relações de conteúdo financeiro visando, de modo geral, ao financiamento das atividades econômicas e a repartição dos riscos.

O mercado de capitais é o foco principal deste trabalho. No Brasil, esse segmento encontra-se sob a supervisão e fiscalização do Conselho Monetário Nacional (CMN), da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e do Banco Central do Brasil (BCB), cada qual desempenhando um papel específico. No que tange aos títulos de emissão das sociedades anônimas e outras instituições, cumpre à CVM¹⁰ a fiscalização, regulamentação, registro, atendimento ao público e o fomento, conforme disposto na Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

⁸ ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Atlas, 2007. p. 3.

⁹ YAZBEK, O. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 125-126.

¹⁰ A Comissão de Valores Mobiliários é uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda, com funções especificamente relacionadas à emissão pública de valores mobiliários.

Atualmente, se percebe um crescimento e amadurecimento do mercado de capitais, especialmente no que tange aos valores mobiliários, culminando em uma verdadeira substituição das operações financeiras pelas operações mobiliárias¹¹.

Os valores mobiliários são instrumentos de captação de recursos, para o financiamento da empresa, explorada por sociedade anônima ou outras instituições¹² que os emitem, e representam, para quem os subscreve ou adquire, uma alternativa de investimento”. Dentre as diversas espécies de valores mobiliários, enumeradas no art. 2º da Lei n. 6.385/76¹³, encontram-se incluídas as cotas de fundos de investimento previstas no inciso V¹⁴.

Falando sobre as vantagens de investir em cotas de fundo de investimento, Fernando Schwarz Gaggini explica:

Os fundos de investimento partem da premissa de que a junção do patrimônio de diversas pessoas permite a obtenção de melhores resultados para o todo em relação aos que seriam obtidos isoladamente, ao mesmo tempo em que representam um novo canal de investimento, em especial para

¹¹ Cf. BELLOTTO, A. Fundos imobiliários, nova era. *Jornal Valor Econômico*, 10 fev. 2010. Disponível em: <http://www.valoronline.com.br/?impresso/investimentos/91/6099129/fundos-imobiliarios,-nova-era>. Acesso em: 12 mar. 2011; DELGADO, J. A. Reflexões sobre o mercado de valores mobiliários e fundos de investimentos. Atuação do Banco Central e da Comissão de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 1, n. 3, p. 24-40. set./dez. 1998; ARNAUD, A.-J. As transformações do direito dos mercados financeiros. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXXIX, n.117, p. 32-52. jan./mar. 2000.

¹² No caso dos títulos do agronegócio, por exemplo, é possível sua emissão como valores mobiliários no mercado de capitais por sociedades cooperativas, sociedades limitadas, isto é, qualquer pessoa jurídica que exerça atividade de comercialização, beneficiamento, industrialização de produtos e insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na produção agropecuária. [Para maiores detalhes cf. NEVES, Rubia Carneiro. Uma comparação entre os novos títulos de crédito do agronegócio e as cédulas de crédito. In: FERNANDES, J. C. (Coord.). *Títulos de crédito: homenagem ao professor Wille Duarte Costa*. Belo Horizonte: Del Rey, 2011, p. 203-229].

¹³ Lei nº. 6.385/76. “Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I – as ações, debêntures e bônus de subscrição; II – os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III – os certificados de depósito de valores mobiliários; IV – as cédulas de debêntures; V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI – as notas comerciais; VII – os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII – outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX – quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.”

¹⁴ Importante salientar que, com o advento da Lei n. 10.198/2001, ampliou-se o conceito de valores mobiliários, passando a abranger não somente aqueles enumerados na Lei n. 6.385/76, mas também, quaisquer contratos de investimento oferecidos ao público investidor, que aplica seus recursos na expectativa de obter lucro, não possuindo, lado outro, controle direto sobre o empreendimento (não é o responsável pelo sucesso do negócio), a exemplo de contratos realizados com derivativos e *commodities* e os chamados contratos de boi gordo. (Cf. BRASIL. Lei n. 10.198/2001. Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, 16 de fev. 2002. Disponível em: <www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10198.htm>. Acesso em: 12 mar. 2011)

pequenos investidores, que podem assim ter acesso aos mais variados produtos financeiros, que de outra forma seriam inacessíveis¹⁵.

Com efeito, os fundos de investimento funcionam como um instrumento canalizador da poupança nacional, sendo uma alternativa de elevado destaque para a aplicação e captação de recursos financeiros entre poupadores e tomadores de recursos no mercado de capitais. Como não poderia deixar de ser, os princípios que norteiam o mercado financeiro e de capitais se aplicam, também, aos fundos de investimento, merecendo destaque para o foco deste trabalho o princípio da proteção e o da mobilização da poupança nacional. Segundo Roberto Quiroga Mosqueira,

[...] o mercado financeiro e de capitais, como realidade econômica cumpre a função de efetivar a mobilização da poupança nacional, ou seja, com as atividades dos referidos mercados o homem acaba por incentivar e intensificar o fluxo de capitais na comunidade. Essa mobilização de poupança concretiza-se na medida em que os detentores de recursos financeiros (poupadores) necessitem ou desejem aplicá-los em alguma atividade econômica. O capital acumulado (poupança), se não devidamente aplicado, poderá deteriorar-se e, por fim, perecer. Da verificação dessa realidade, é imperioso que o detentor de recursos transfira tais recursos a terceiros necessitados de capital ou financiamento.

[...].

Com efeito, a Constituição de 1988, em seu art. 192, *caput*, determina expressamente que o Sistema Financeiro Nacional deve estar estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade. [...]

[...].

Dentro desses comandos é que se insere a necessidade de se proteger o fluxo interno da poupança nacional. O desenvolvimento equilibrado do País será alcançado, dentre outros fatores, caso se concretize uma mobilização do País de recursos financeiros adequada. Tal trânsito de recursos propiciará o fomento e desenvolvimento de determinadas atividades¹⁶.

Além de consistir uma importante alternativa para a mobilização de recursos, fomento de organizações empresárias, injeção de capital em determinadas áreas produtivas, contribuindo para o desenvolvimento do País, os fundos de investimento constituem uma

¹⁵ GAGGINI, F. S. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Universitária de Direito, 2001. p. 18.

¹⁶ MOSQUEIRA, R. Q. Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais. In: _____ (Coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 2003. v. 2. p. 263-264.

importante ferramenta de inovação financeira, possibilitando, pois, atender às mais distintas necessidades, seja para transferir riscos, seja melhorar as condições de liquidez e de negociabilidade de instrumentos pré-existentes e aumentar o acesso dos agentes econômicos a fontes de crédito¹⁷.

Segundo Félix Ruiz Alonso¹⁸, a soma de esforços e distribuição de riscos entre investidores, participantes ou condôminos permite a obtenção de maior segurança, rentabilidade e liquidez. Assim, a massa de recursos reunida entre os envolvidos nas operações do fundo de investimento mantém um acervo variado de títulos mobiliários que atinge, em virtude disso, determinados objetivos os quais os investidores isoladamente não atingiriam, a exemplo da diversificação do investimento e possibilidade de distribuição de riscos entre todos os investidores e entre os papéis negociados.

A Circular nº. 2.616, de 18 de setembro de 1995, do Banco Central do Brasil, ao dispor sobre os fundos de investimento financeiro, assim os definiu no art. 1º do seu regulamento anexo:

Art. 1º O fundo de investimento financeiro, constituído sob a forma de condomínio aberto, é uma comunhão de recursos destinados a aplicação em carteira diversificada de ativos financeiros e demais modalidades operacionais disponíveis no âmbito do mercado financeiro, observadas as limitações previstas neste Regulamento e na regulamentação em vigor¹⁹.

Todavia, a Circular nº. 2.616/95 restou revogada expressamente pela Circular 3.304, de 28 de dezembro de 2005²⁰, a qual, todavia, não cuidou de estabelecer qualquer definição ou regramento específico. Assim, restou ausente qualquer definição de fundo de investimento por parte do Banco Central do Brasil.

¹⁷ YAZBEK, O. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Campus, 2009. p. 57-58.

¹⁸ ALONSO, F. R. Os fundos de investimento. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano X, n. 1. 1971. p. 62-63.

¹⁹ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Circular nº. 2.616, de 18 de setembro de 1995. Altera e consolida as disposições relativas à constituição e ao funcionamento de fundos de investimento financeiro e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 18 set. 1995. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/1995/pdf/circ_2616.pdf>. Acesso em: 12 mar. 2011.

²⁰ BANCO CENTRAL DO BRASIL. Circular nº. 3.304, de 28 de dezembro de 2005. Estabelece sobre referências normativas a fundos de investimento e revoga normas e disposições regulamentares editadas pelo Banco Central do Brasil, relativas a esses fundos, em decorrência da Lei 10.303, de 2001, ou sem função. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 28 dez. 2005. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/2005/pdf/circ_3304.pdf>. Acesso em: 12 mar. 2011.

Lado outro, a CVM, por meio da Instrução CVM n. 409, de 18 de agosto de 2004²¹, alterada parcialmente pela Instrução CVM nº. 450²², de 30 de março de 2007, cuidou de definir fundo de investimento, bem como os ativos em que podem ser realizados os respectivos investimentos, consoante se verifica ante a análise do art. 2º, *caput* e § 1º, da referida Instrução CVM nº. 450/07:

Art. 2º. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros, observadas as disposições desta Instrução.

§ 1º Para efeito desta Instrução, consideram-se ativos financeiros:

I – títulos da dívida pública;

II – contratos derivativos;

III – ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, que não os referidos no inciso IV, cuja emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM;

IV – títulos ou contratos de investimento coletivo, registrados na CVM e ofertados publicamente, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros;

V – certificados ou recibos de depósitos emitidos no exterior com lastro em valores mobiliários de emissão de companhia aberta brasileira;

VI – o ouro, ativo financeiro, desde que negociado em padrão internacionalmente aceito;

VII – quaisquer títulos, contratos e modalidades operacionais de obrigação ou co-obrigação de instituição financeira; e

VIII – *warrants*, contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, títulos ou certificados representativos desses contratos e quaisquer outros créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais desde que expressamente previstos no regulamento²³.

²¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa n. 409, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 18 ago. 2004. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst 409consolid.htm](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst%20409consolid.htm)>. Acesso em: 12 mar. 2011.

²² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa nº. 450, de 30 de março de 2007. Altera as Instruções CVM n.s. 409, de 18 de agosto de 2004, 306, de 5 de maio de 1999, 387, de 28 de abril de 2003 e 391, de 16 de julho de 2003 e revoga as Instruções CVM n.s 316, de 15 de outubro de 1999, 322, de 14 de janeiro de 2000, 326, de 11 de fevereiro de 2000, 327, de 18 de fevereiro de 2000, 329, de 17 de março de 2000, 336, de 15 de maio de 2000, e 338, de 21 de junho de 2000.. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 30 mar. 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=I&File=/inst/inst450.doc>. Acesso em: 12 mar. 2011.

²³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa nº. 450, de 30 de março de 2007. Altera as Instruções CVM n.s. 409, de 18 de agosto de 2004, 306, de 5 de maio de 1999, 387, de 28 de abril de 2003 e 391, de 16 de julho de 2003 e revoga as Instruções CVM n.s 316, de 15 de outubro de 1999, 322, de 14 de janeiro de 2000, 326, de 11 de fevereiro de 2000, 327, de 18 de fevereiro de 2000, 329, de 17 de março de 2000, 336, de 15 de maio de 2000, e 338, de 21 de junho de 2000.. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 30

Da definição supra, merece destacar que a constituição dos fundos de investimento, isto é, uma comunhão de recursos destinados à aplicação em ativos financeiros, pode ocorrer sob a forma de condomínio aberto ou fechado, conforme se discorrerá oportunamente. Mesmo porque os fundos de investimento imobiliário, objeto deste estudo, constituem expressamente modalidade de condomínio fechado, nos termos dos arts. 1º e 2º da Lei n. 8.668/93, consoante também será oportunamente analisado.

É importante dizer que, em decorrência da análise das definições acima apresentadas, infere-se que a concentração de capitais de numerosos indivíduos, destinados à aplicação em valores mobiliários diversos, sob a forma de condomínio aberto ou fechado, corresponde, pois, a um fundo de investimento.

José Augusto Delgado, também admitindo o fundo de investimento como uma porção de recursos investidos em ativos financeiros, afirma:

Um fundo de investimento é formado por uma porção de ações, de Certificados de Depósitos Bancários (CDB), de títulos do governo e quaisquer outros tipos de ativos móveis financeiros pertencentes a um ou a vários investidores que os entrega para ser administrado por terceiros, visando lucro²⁴.

Sob o enfoque do investimento coletivo, Pedro Gaião, Carmen Sylvia Parkinson, Cristina Bogado Menezes e Antônio Raposo Subtil admitem que os fundos de investimento são:

Instrumentos de poupança coletiva que constituem patrimônios autônomos, resultantes da agregação e aplicação de poupanças de investidores individuais ou coletivos, designados por cotistas/participantes em mercados primários e/ou secundários de valores. É um produto financeiro alternativo às tradicionais aplicações dos aforradores, que é administrado por profissionais especializados²⁵.

A concepção dos autores, embora abarque característica diversa da apresentada na definição legal, não merece reparos, pois não apresenta incorreção técnica, já que o fundo de

mar. 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=I&File=/inst450.doc>. Acesso em: 12 mar. 2011.

²⁴ DELGADO, José Augusto. Reflexões sobre o mercado de valores mobiliários e fundos de investimentos. Atuação do Banco Central e da Comissão de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 1, n.3, p.24-40. set./dez.1998. p. 33.

²⁵ GAIVÃO, P. *et al.* *Fundos de investimento imobiliário*: Brasil e Portugal. São Paulo: Vida Imobiliária Brasil, 2009. p. 30.

investimento é de fato um instrumento de poupança coletiva, consistindo em um produto financeiro.

Fernando Schwarz Gaggini admite que

[...] os fundos são entidades de investimento coletivo constituídas por contratos particulares entre a instituição administradora e os clientes, onde o montante de recursos acumulado é destinado à aplicação em uma carteira diversificada de títulos e valores disponíveis no mercado financeiro. O cliente que destinar seu capital a um determinado fundo receberá cotas de participação deste, tornando-se cotista do fundo. As cotas representam frações ideais do patrimônio do fundo, sendo que o número de cotas a ser recebido é diretamente relacionado ao valor investido. Essas cotas substituem-se aos múltiplos valores que compõem a carteira de investimento do fundo, de forma que a aplicação nas cotas de um fundo constitui uma aplicação indireta, que assegura uma diversificação do risco, que de outra forma exigiria múltiplas aplicações diretas, o que dificultaria muito o acesso do investidor individual, o qual na maioria das vezes é desprovido de meios para assegurar uma eficiente gestão de sua carteira²⁶.

Os fundos de investimento são constituídos por ato de um administrador que preencha determinados requisitos, tais como ser pessoa jurídica autorizada pela CVM a exercer profissionalmente a administração da carteira. Incumbe ao administrador, no mesmo ato de deliberação quanto à sua constituição, aprovar o regulamento do fundo²⁷, instrumento responsável por discorrer e detalhar sobre toda a política do investimento, disciplinado no art. 41 da Instrução CVM n. 409/2004.

Celebra-se entre o administrador do fundo de investimento e o investidor um contrato de gestão, definindo-se previamente ambas as responsabilidades e submetendo-se à regulamentação pela Comissão de Valores Mobiliários.

O fundo de investimento tem o escopo de rentabilidade e segurança, pelo qual o investidor terceiriza a administração de suas finanças ao administrador, o qual, por sua vez, cuidará de aplicar o capital disponibilizado pelos cotistas na aquisição de títulos e valores mobiliários, ou seja, na aquisição de ativos financeiros.

Ao fundo de investimento é permitida a contratação, por escrito, de instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários para realizar a distribuição de cotas, autorizando-as a realizar a subscrição de cotas do fundo por conta e

²⁶ GAGGINI, F. S. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Universitária de Direito, 2001. p. 18.

²⁷ Conforme o art. 3º da Instrução CVM n. 409/2004.

ordem de seus respectivos clientes²⁸, sendo certo que as cotas do fundo deverão conferir iguais direitos e obrigações aos cotistas²⁹, conforme veremos oportunamente.

Compete ao fundo manter seu patrimônio aplicado em títulos e valores mobiliários, ativos financeiros, nos termos estabelecidos em seu regulamento, observados os limites constantes na Instrução CVM n. 450/2007³⁰, sendo certo que todos os cotistas responderão por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor, se houver, em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e na aludida Instrução³¹.

Quanto à possibilidade de serem considerados sujeitos de direito, aos fundos de investimento não fora atribuída personalidade jurídica própria pela norma legal, diante da inexistência, em sua estrutura, de um órgão executivo interno³². Todavia, os fundos detêm uma “condição diferenciada em relação à mera co-propriedade, aproximando-se mais suas feições às de uma efetiva sociedade, pois embora destituídos legalmente de personalidade jurídica, os fundos são reconhecidamente um centro de imputação de direitos e deveres³³”.

O registro do fundo de investimento é feito perante o sítio eletrônico da CVM, caso estejam sob a sua tutela, por meio de envio eletrônico de determinados documentos e informações (através do Sistema de Envio de Documentos), a exemplo do regulamento e prospecto, os quais serão abordados oportunamente.

2.2 Fundos de investimento aberto e fechado

Conforme visto, nos termos da definição trazida pela Instrução CVM n. 450, de 30 de março de 2007, o fundo de investimento é definido como uma “uma comunhão de

²⁸ Conforme art. 33 da Instrução CVM n. 450/2007.

²⁹ Conforme art. 10º, § 1º, da Instrução CVM n. 450/2007.

³⁰ Conforme art. 85, da Instrução CVM n. 450/2007.

³¹ Conforme art. 13 da Instrução CVM n. 450/2007.

³² FREITAS, R. S. Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento. In: MOSQUEIRA, R. Q. (Coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 2003. v. 2. p. 238.

³³ FREITAS, R. S. Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento. In: MOSQUEIRA, R. Q. (Coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 2003. v. 2. p. 238.

recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros [...]”. E, diante da sua natureza jurídica de condomínio, pressupõe-se uma propriedade conjunta sobre a mesma coisa, exercida por mais de um condômino.

Entretanto, segundo esclarece Félix Ruiz Alonso³⁴, em razão da reconhecida forma do condomínio para os fundos de investimentos, há precisamente um alargamento desse instituto, não se podendo restringir ao instituto civilista do Direito das Coisas. Trata-se de um instituto mercantil, pelo que o objeto da copropriedade não se limita a um bem corpóreo, mas, sim, a valores, ou seja, uma massa patrimonial de bens incorpóreos.

Nesse sentido, esclarece Fernando Schwarz Gaggini que diversos são os pontos que contrariam a tese do condomínio tradicional, previsto no Livro III, arts. 1.314 a 1.330, do Código Civil brasileiro³⁵, eis que,

[...] dentre outros, aos cotistas não é facultado influenciar na administração dos bens constitutivos do patrimônio do fundo, não é permitida a livre utilização dos ativos do fundo, não é possível requerer a dissolução da comunhão e não podem obter a divisão dos bens, direitos estes decorrentes da propriedade e previstos aos condôminos na modalidade de condomínio disciplinada no Código Civil pátrio³⁶.

Rachel Sztajn³⁷ acrescenta que o direito reconhece duas modalidades distintas de condomínio: uma de origem romana e outra, germânica.

Na primeira modalidade, romana, a cada condômino é assegurado uma cota ou fração ideal sobre a coisa, uma vez que o direito sobre o todo é qualitativamente igual para todos. Desse modo, os direitos individuais permanecem limitados pela proporção quantitativa de cada um na titularidade do conjunto, ou seja, não será sobre parte determinada que recairá o poder jurídico de cada condômino, mas, sim, sobre a totalidade da coisa.

Quanto à outra modalidade de condomínio, a germânica, que constitui, na visão da referida autora, aquela que mais se aproxima às características dos fundos de investimento, os condôminos, individualmente, têm apenas o direito de uso e gozo da coisa em face da relação em que se encontram, mas a coisa não lhes pertence, mas, sim, à coletividade.

³⁴ ALONSO, F. R. Os fundos de investimento. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano X, n.1, p. 61-85, 1971. p. 69/70.

³⁵ BRASIL. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 10 jan. 2002. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

³⁶ GAGGINI, F. S. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Universitária de Direito, 2001. p. 47.

³⁷ SZTAJN, R. Quotas de fundos imobiliários – novo valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXXIII, n.93, p.104-108. jan./mar. 1994. p. 104.

De fato, a propriedade do fundo de investimento é coletiva, exercida de mão comum, não tendo os condôminos, individualmente, qualquer titularidade de direito sobre a coisa, ou seja, qualquer direito individual sobre o patrimônio que compõe o ativo do fundo, mas apenas a participação, na proporção de suas cotas sobre o rendimento de todo o ativo.

Sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento, Natália Cristina Chaves reconhece que

muito se discute a respeito da natureza jurídica do fundo de investimento, sendo que o entendimento doutrinário e administrativo predominante, mesmo no âmbito da CVM, é no sentido de que corresponde a um condomínio voluntário, de natureza especial.

A conferência de tratamento legal de condomínio justifica-se ante a pluralidade de seus proprietários (os investidores/condôminos) em contrapartida à sua unidade.

Opondo-se à visão de condomínios como resultantes de eventos alheios à vontade dos co-proprietários e, portanto, como necessários, o fundo de investimento é considerado um condomínio voluntário, visto que decorre da manifestação volitiva dos investidores (condôminos) que optam por aplicar seus recursos no fundo, reunindo-se com os proprietários dele³⁸.

Ressalte-se, entretanto, que, embora se trate de condomínio voluntário, o fundo de investimento, regulado pelas Instruções CVM n. 409/2004 e n. 450/2007, possui uma forma de condomínio de natureza especial, por apresentar algumas peculiaridades, referentes à forma e características próprias, que são distintas em relação ao instituto do condomínio prescrito no Código Civil brasileiro. Uma peculiaridade refere-se ao fato de não implicar qualquer direito real dos cotistas sobre o patrimônio do fundo, tal como no condomínio de natureza germânica.

Caracterizada, assim, sua natureza jurídica como de condomínio voluntário especial, decorrem duas possíveis espécies de fundos de investimento: aberto e fechado. A diferença, contudo, não reside na possibilidade ou não de negociação pública de suas cotas no Mercado de Valores Mobiliários, tal como ocorre na classificação das sociedades anônimas abertas e fechadas³⁹.

³⁸ CHAVES, N. C. *Direito empresarial: securitização de crédito*. Belo Horizonte: Del Rey, 2006. p. 156.

³⁹ A Lei das Sociedades Anônimas, Lei n. 6.404/76, estabelece em seu art. 4º tratar-se a companhia aberta aquela cujos valores mobiliários são admitidos à negociação em bolsas de valores ou entidades de mercado de balcão (organizados ou não); lado outro, a companhia fechada seria aquela que não emite valores negociáveis nestes mercados. (Cf. BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial da União*, Brasília-DF, 15 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 12 mar. 2011)

No fundo de investimento aberto, normalmente constituído por prazo indeterminado, permite-se a entrada de novos cotistas, ou, ainda, o aumento da participação dos antigos por meio de novos investimentos. Com efeito, em razão da possível saída de cotistas, admite-se o resgate total ou parcial das cotas, a qualquer tempo, mediante a alienação de ativos do fundo para a entrega do valor correspondente ao cotista retirante. Entretanto, a cota de fundo aberto não pode ser objeto de cessão ou transferência, salvo por decisão judicial, execução de garantia ou sucessão universal⁴⁰.

Com relação aos fundos de investimento fechados, não é permitido o resgate total ou parcial das cotas, mas somente quando do término do prazo de duração do fundo. Contudo, é possível ao cotista ceder ou alienar as suas cotas a terceiros, mediante termo de cessão e transferência ou por meio de bolsa de valores ou entidades de mercado de balcão em que as cotas do fundo estejam admitidas à negociação, nos termos e na forma previamente prescrita no regulamento aprovado pelo respectivo fundo de investimento.

O fundamento dessa explicação pode ser encontrado no art. 5º da Instrução CVM n. 409/2004, que prescreve: “O fundo pode ser constituído sob a forma de condomínio aberto, em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas a qualquer tempo, ou fechado, em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo”. Admite-se, entretanto, nos termos do parágrafo único do referido artigo, para o fundo aberto ou fechado, a amortização de cotas “mediante o pagamento uniforme a todos os cotistas de parcela do valor de suas cotas sem redução do número de cotas emitidas, efetuado em conformidade com o que a esse respeito dispuser o regulamento ou a assembleia geral de cotistas”.

Além disso, a distribuição de cotas de fundo aberto independe de prévio registro na CVM e será realizada por instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, consoante disposto no art. 19 da Instrução CVM n. 409/2004. Já a distribuição de cotas de fundo fechado, que deverá ser precedida de registro de oferta pública de distribuição, nos termos da Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003⁴¹, depende de prévio registro na CVM, e também somente pode ser realizada por instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários⁴². Nesse caso, considerar-se-á concedido o

⁴⁰ Conforme art. 12 da Instrução CVM n. 409/2004.

⁴¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa n. 400, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM n. 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM n. 88, de 3 de novembro de 1988. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 18 ago. 2004. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst400.htm>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

⁴² Conforme arts. 22, 23 e 24 da Instrução CVM n. 409/2004.

registro da distribuição na data constante do protocolo de envio. Entretanto, tratando-se de distribuição que não seja exclusivamente destinada a investidores qualificados, deverá esta ser precedida de oferta pública nos termos da Instrução CVM n. 400/03.

Conforme art. 104 da Instrução CVM n. 409/2004, mediante a autorização prévia da Comissão de Valores Mobiliários, o fundo aberto pode ser transformado em fundo fechado, sendo certo que, após a aludida autorização, o administrador do fundo deve conceder prazo não inferior a 30 dias para a solicitação de resgate de cotas dos cotistas que dissentirem da deliberação da assembleia geral, a ser realizado nas condições vigentes antes da realização da assembleia geral que deliberar pela transformação do fundo aberto em fechado.

Destarte, infere-se que o fundo de investimento possui natureza jurídica de condomínio voluntário especial, podendo ser aberto ou fechado. Com relação às cotas do fundo de investimento, pertinente se faz a análise da natureza jurídica destas.

2.3 Natureza jurídica das cotas de fundo de investimento

Conforme enfatiza Sheila Perricone, a perquirição sobre a natureza jurídica das cotas de fundos de investimento é uma questão polêmica amplamente debatida na doutrina⁴³, no sentido de tratar-se de um valor mobiliário ou título de crédito. A questão, entretanto, merece ser analisada sob outro viés.

Considerando que em razão da reforma da Lei n.º 6.385/76⁴⁴, promovida pela Lei n.º 10.303/01⁴⁵, pôs-se fim ao debate sobre considerar ou não as cotas de fundos de investimento como valores mobiliários, cumpre analisar a questão para apresentar um posicionamento sobre poder ou não ser a cota considerada como um título de crédito. Isso, porque as cotas de fundos de investimento passaram a ser consideradas espécies de valores

⁴³ PERRICONE, Sh. Fundos de investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 4, n.11, p. 80-101. jan./mar. 2001. p. 80.

⁴⁴ BRASIL. Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, 7 dez. 1976. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/CCIVIL/LEIS/L6385.htm>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

⁴⁵ BRASIL. Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, 1º nov. 2001. Disponível em: <www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 12 mar. 2011.

mobiliários, expressamente classificadas como tal de acordo com o art. 2º, V, da Lei n. 6.385/76⁴⁶.

No que concerne aos valores mobiliários, a partir da análise do inciso IX, do art. 2º, da Lei n. 6.385/76, estes podem ser conceituados como instrumentos que representam investimento coletivo, criados a partir do fornecimento de recursos por parte de algum investidor interessado na gestão dos recursos por parte de terceiros.

Após construírem uma evolução sobre o desenvolvimento do conceito de valores mobiliários no Direito norte-americano e no Direito brasileiro, Nelson Eizirik *et al.*⁴⁷ apresentam uma boa explicação sobre os títulos que devem ser considerados como valores mobiliários. Segundo os autores,

além dos títulos expressamente previstos no artigo 2º, da Lei n. 6.385/76, também deverão ser considerados valores mobiliários aqueles incluídos no conceito de contrato de investimento coletivo, a que se refere o inciso IX do art. 2º, da Lei n. 6.385/76, os títulos ou contratos que apresentem as seguintes características: a) caracterizem modalidade de investimento coletivo; b) em que haja fornecimento de recursos (dinheiro ou outros bens suscetíveis de avaliação econômica) por parte do investidor; c) em que haja gestão dos recursos por parte de terceiros, não controlando o investidor o negócio no qual seus recursos foram empregados;

No caso das cotas de fundo de investimento, elas estão expressamente caracterizadas por lei como valores mobiliários, por isso, tal discussão não tem mais lugar no Direito brasileiro. Não há como negar que as cotas de fundo de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos são consideradas valores mobiliários, por expressa disposição legal.

Contudo, não devem os valores mobiliários ser confundidos com títulos de crédito, fundamentalmente porque estes sempre atestam uma relação de crédito, enquanto aqueles, nem sempre. Alguns valores mobiliários, como as debêntures e os *commercial papers* conferem direito de crédito, mas há valores mobiliários que não se referem a uma relação de crédito.

⁴⁶ Art. 2 da Lei n. 6385/76: “São valores mobiliários: [...] V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos.”

⁴⁷ EIZIRIK, N. *et al.* *Mercado de capitais e regime jurídico*. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 55.

Quanto à concepção de valores mobiliários, Nelson Eizirik *et al.*⁴⁸ assim enfatizam:

Com efeito, os valores mobiliários diferem de outros bens em alguns aspectos fundamentais. Primeiramente, eles não possuem um valor intrínseco, isto é, não têm valor em si – quanto vale uma ação, por exemplo, depende, dentre outros fatores, de sua liquidez no mercado, das atividades desenvolvidas por sua emissora, da lucratividade que esta apresenta em determinado período de tempo e das perspectivas futuras do nicho de negócios a que tal entidade se dedica.

Em segundo lugar, os valores mobiliários não são bens produzidos ou fabricados para serem usados ou consumidos, mas são emitidos e depois ofertados aos investidores, que podem negociá-los no mercado secundário a preços variáveis e por um número indeterminado de valores.

Em terceiro lugar, embora tenham em comum a aptidão a circular publicamente em massa devido à sua natureza fungível, os ativos considerados valores mobiliários possuem características díspares entre si, por atribuírem a seus titulares diferentes direitos e, também, por serem utilizados para diversas finalidades.

Títulos de crédito, segundo Cesare Vivante “é o documento necessário para o exercício do direito, literal e autônomo, nele mencionado”⁴⁹. Adotando a clássica conceituação, o Código Civil brasileiro (Lei n. 10.406 de 2002), dispôs, em seu art. 887: “O título de crédito, documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido, somente produz efeito quando preencha os requisitos da lei”.

Assim, um título de crédito pode ser compreendido como um documento tangível, que expressa, literalmente, um direito de crédito ao credor (portador do título). Tomando essa definição, devem ser distinguidos três requisitos, ou atributos, próprios dos títulos de crédito: (1) cartularidade, (2) literalidade, e (3) autonomia.

A cartularidade, também chamada de incorporação, é a materialização do direito no documento (papel ou cártula), fazendo com que o direito não possa ser exercido sem a exibição do documento. Para exercer o direito de crédito, é necessário que o credor (beneficiário) apresente o documento que expresse tal crédito. Seguindo o mesmo raciocínio, aquele que detém o documento em que se encontra expresso o direito de crédito será o beneficiário do mesmo.

⁴⁸ EIZIRIK, N. *et al.* *Mercado de capitais e regime jurídico*. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 23-24.

⁴⁹ VIVANTE, C. *Trattato di diritto commerciale*. 3. ed. Milano: Vallardi, [s.d.]. v. III, p. 63: *Il titolo di credito è un documento necessario per esercitare il diritto letterale ed autonomo che vi è menzionato*.

Noutro giro, infere-se que o direito de crédito deve estar expresso literalmente no documento:

A literalidade corresponde ao que está inserido literalmente no documento chamado de título de crédito. Como ensina o Professor João Eunápio Borges, é pela literalidade que se determina a existência, o conteúdo, a extensão e a modalidade do direito constante do título. A existência do título é regulada por seu teor e somente o que nele está escrito é que se deve levar em consideração, não valendo qualquer obrigação expressa em documento dele separado⁵⁰.

A autonomia, único atributo dispensável do título de crédito, detém-se na legitimidade do portador do título de beneficiar-se do crédito, com fundamentação na desvinculação do título à relação que lhe deu origem. É esse atributo, em especial, que garante a efetiva circulação dos títulos de crédito, já que o possuidor exerce um direito próprio, que não pode ser restringido em decorrência do direito dos possuidores anteriores do título.

Tais atributos dos títulos de crédito são, atualmente, muito discutidos pela doutrina, tendo em vista os avanços tecnológicos que influenciaram, também, o mercado de crédito: muitas operações de crédito são realizadas por meios eletrônicos, mediante o uso de cartões de débito ou crédito e mesmo transferências realizadas *online* pela internet. Discute-se, também, a existência de instrumentos jurídicos que são dotados de algumas características dos títulos de crédito, em especial o direito de crédito do portador, entretanto, sem tais instrumentos possuírem todos os atributos dos títulos de crédito. Podem estes, pois, ser chamados de “títulos de crédito impróprios”.

Para Fábio Ulhoa Coelho, os títulos de crédito impróprios podem ser definidos como “instrumentos que se submetem a regime jurídico semelhante ao do direito cambiário, sem sujeitarem-se a todas as normas deste”⁵¹.

Acerca dessa questão, Carlos Augusto da Silva Lobo estabelece um paralelo entre os valores mobiliários e os títulos de crédito:

Os títulos de crédito e os valores mobiliários têm em comum a função de promover a transferência segura e eficaz de direitos contidos em um documento, e essa transferência segura, em ambos os casos, é viabilizada pelo fato de o documento constituir um valor em si, negociável independentemente das cláusulas, condições e eventuais defeitos do negócio

⁵⁰ COSTA, W. D. *Títulos de crédito*. 4. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2008. p. 73.

⁵¹ COELHO, F. U. *Curso de direito comercial*. 9. ed. rev. e atual. de acordo com o projeto de lei de falências aprovado pelo Poder Legislativo. São Paulo: Saraiva, 2005. v. 1, p. 471.

subjacente, não ficando o adquirente sujeito às exceções pessoais que o devedor possa ter contra o credor original⁵².

Cumpra esclarecer, analisando-se o posicionamento do referido autor, que os valores mobiliários nem sempre asseguram documentalmente determinados direitos. São, na verdade, títulos representativos de valores mobiliários, imateriais ou incorpóreos, uma vez que não estão necessariamente prescritos em instrumento escrito autônomo, mas que, no entanto, podem ser objeto de relações jurídicas. Seu regime jurídico se dá pelo direito das coisas móveis, elencado no art. 83, III, do Código Civil brasileiro⁵³, com a aplicação das regras especiais exigidas pela sua feição imaterial⁵⁴.

Segundo preleciona Sílvio de Salvo Venosa, “os bens incorpóreos não têm existência tangível. São direitos das pessoas sobre as coisas, sobre o produto de seu intelecto, ou em relação a outra pessoa, com valor econômico: direitos autorais, créditos, invenções”⁵⁵.

Carlos Augusto da Silveira Lobo⁵⁶ afirma, ainda, que os valores mobiliários que reúnem, também, a qualidade de título de crédito têm o efeito de circular como coisa móvel, quando negociados no mercado. Assim é que o direito apresentado no valor mobiliário pode se tornar autônomo pelo efeito do sistema de liquidação e compensação atuante no mercado em que é admitido à negociação.

Tomando como base a circulação dos títulos e a autonomia deles, pode-se considerar, portanto, como visto, que alguns valores mobiliários podem ser caracterizados como títulos de crédito, embora impróprios. Tal classificação como títulos de crédito se justifica na transferência do direito como coisa móvel (atributo da autonomia), ainda que os outros atributos dos títulos de crédito (cartularidade, literalidade) se mostrem obscurecidos ou se apresentem com outras feições nos valores mobiliários.

Nesse sentido, por exemplo, a impossibilidade de representação material dos valores mobiliários (bens incorpóreos) implica a flagrante ausência de cartularidade e literalidade, em especial, nesse último caso, por inexistir valor certo e fixo, já que tal está atrelado e, assim, depende da oscilação do mercado.

⁵² LOBO, C. A. S. Os valores mobiliários. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 10, n. 36, p.27-42. abr./jun. 2007.

⁵³ Art. 83, CCB. “Consideram-se móveis para os efeitos legais: I – as energias que tenham valor econômico; II – os direitos reais sobre objetos móveis e as ações correspondentes; III – os direitos pessoais de caráter patrimonial e respectivas ações.”

⁵⁴ GONÇALVES NETO, A. A. *Lições de direito societário*. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2004. p. 209.

⁵⁵ VENOSA, S. S. *Direito civil: parte geral*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2006. v. 1, p. 305.

⁵⁶ LOBO, C. A. S. Os valores mobiliários. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 10, n. 36, p. p. 34, abr./jun. 2007.

Para melhor compreensão da problemática, pode-se utilizar o exemplo da ação escritural das sociedades anônimas. Isso porque, embora seja um valor mobiliário, tal espécie de ação não pode ser vista um título de crédito próprio, uma vez que não apresenta um valor certo, literal e exigível em seu corpo e também porque ainda que fosse representada por um certificado, este não se confunde com a ação. Tanto é que um mesmo certificado podia representar um número múltiplo de ações. Hoje, a ação não pode ser representada por certificado (ausência do requisito fundamental do documento), tratando-se, assim, de valor patrimonial incorpóreo:

Restando atualmente, apenas a forma nominativa (Lei n. 8.021, de 1990), sob as subformas registrada e escritural, perderam os certificados sua função primordial de materializar direitos inerentes à qualidade de acionista, não tendo qualquer utilidade.

Com efeito, sua emissão, no caso das ações nominativas escriturais (art. 34), é impossível, dada sua natureza de bens incorpóreos, que não permite, em nenhuma hipótese, a representação por certificado, e, no caso das nominativas registradas (art. 31), é desnecessária, pois o certificado não possui qualquer função constitutiva de direitos. Não tem a eficácia de documento autônomo, por lhe faltar literalidade. A declaração cartular do certificado nominativo não representa uma declaração bastante de vontade que pudesse ser exercitada mediante a simples apresentação do documento, como no caso das extintas ações ao portador⁵⁷.

Destarte, investigando a natureza das cotas dos fundos de investimento, vislumbra-se que estas, independentemente do tipo de fundo a que estão relacionadas, se enquadram na classificação de valor mobiliário, por expressa disposição legal, considerando-se, inclusive, que: são emitidas publicamente; geram expectativa de lucros; estão sujeitas à gestão de terceiros; a aquisição implica um investimento em dinheiro em que o investidor assume os riscos do negócio; e é objeto de um empreendimento comum, tanto do investidor quanto do empreendedor que almejam o sucesso do negócio⁵⁸.

Asseverando o referido entendimento, Natália Cristina Chaves assim preleciona:

De fato, as cotas de fundos de investimento em direitos creditórios são títulos fungíveis, incorpóreos, representativos de investimento de risco, de caráter coletivo, visto que ofertados a uma coletividade de investidores

⁵⁷ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas: artigos 1º a 74*. 5. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007. v.1, p. 140-141.

⁵⁸ PERRICONE, Sheila. Fundos de investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 4, n.11, p.80-101. jan. – mar/2001. p. 84.

qualificados cujos recursos são destinados, preponderantemente, à aplicação em direitos creditórios. Além disso, as cotas geram aos seus investidores direito de participação no fundo, bem como direito a uma eventual remuneração decorrente da aplicação da comunhão de recursos, se esta não gerar prejuízos.

Revestidas das principais características de valores mobiliários, não há dúvidas de que as cotas se enquadram nessa categoria⁵⁹.

Todavia, admitida a natureza jurídica das cotas de fundos de investimento como valores mobiliários, vislumbra-se que alguns valores mobiliários podem ser, ainda, classificados como títulos de crédito impróprios. Isso porque o valor mobiliário, na condição de um documento que expressa um valor, “circula como coisa móvel no mercado de valores mobiliários, graças à garantia que o sistema de compensação e liquidação assegura à execução das prestações contratadas pelas partes vendedora e compradora”⁶⁰.

Assim, é que, segundo preceitua Carlos Augusto Silveira Lobo, considerando que os valores mobiliários se apresentam em um documento que expressa um valor, além de “provarem determinado fato (constituição de um direito subjetivo pelo negócio subjacente), conferem autonomia a esse direito subjetivo e o tornam transferível inseparavelmente do documento, que é coisa móvel”⁶¹. Dessa maneira, além de incorporar o direito que representa, sendo dele inseparável, também estão sujeitos a circulação como coisa móvel no mercado.

Destarte, vislumbra-se que as cotas de fundo de investimento possuem natureza jurídica de valores mobiliários (art. 2º, da Lei n. 6.385/76), não podendo ser classificadas como título de crédito próprio por não apresentarem um valor certo, literal e exigível em seu corpo.

2.4 A regulação dos fundos de investimento

As entidades reguladoras são as responsáveis pela regulação estatal da atividade econômica, dotadas de independência política, especialidade técnica, flexibilidade

⁵⁹ CHAVES, Natália Cristina. *Direito empresarial: securitização de crédito*. Belo Horizonte: Del Rey, 2006. P. 120.

⁶⁰ LOBO, C. A. S. Os valores mobiliários. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 10, n.36, p.27-42. abr./jun. 2007. p. 42.

⁶¹ LOBO, C. A. S. Os valores mobiliários. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 10, n.36, p.27-42. abr./jun. 2007. p. 42.

administrativa e instrumentos de natureza normativa, executiva e judicante. A Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (CRFB) acabou por consolidar um Estado garantidor de determinadas prestações necessárias à realização do desenvolvimento econômico e social da coletividade, diretamente ou por meio da iniciativa privada.

A atividade econômica *latu sensu*, destinada à circulação de bens e/ou serviços do produtor ao consumidor final, restou amparada no art. 170 do texto constitucional, condicionando a autonomia privada e a liberdade de iniciativa ao atendimento dos seus fins sociais. O texto constitucional dispôs claramente que a Ordem Econômica “tem por fim assegurar a todos uma existência digna, conforme os ditames da justiça social” (art. 170, CRFB)⁶². A liberdade de iniciativa, pois, “envolve uma concepção acerca do exercício de um direito que traz consigo determinados ônus e deveres, numa conjunção que envolve o princípio da função social”⁶³.

Nesse sentido, como bem assevera Egon Bockmann Moreira:

[...] cumpre ao Estado dar eficácia ao princípio da função social e estabelecer limites à atuação dos agentes econômicos privados, bem como gerar meios de uma melhor distribuição de riqueza. Isso através de regulação normativa ou da gestão direta. O texto constitucional prevê a integração da busca pelo lucro ao dever do atendimento a interesses alheios àqueles dos detentores dos direitos em questão (propriedade, livre empresa, etc.); o que implica a funcionalização social do conceito do exercício de liberdade de iniciativa.⁶⁴

A exploração da atividade econômica pelo Estado, além daquelas que são objeto de monopólio⁶⁵, bem como a intervenção deste na Ordem Econômica são permitidas apenas em três hipóteses, tratadas nos art. 173, 174 e 175 da CRFB. A hipótese de atuação estatal na ordem econômica que interessa ao presente trabalho encontra-se prevista no art. 174 da CRFB, segundo qual, “Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado”.

⁶² CARVALHO, Tomás Lima de. O Estado Democrático de Direito, as Estruturas para a Regulação do Mercado Financeiro e os Agentes Reguladores do Brasil. In: *XX Encontro Nacional do CONPEDI - Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito*, 2011, Belo Horizonte/MG. CONPEDI - Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito. Florianópolis/SC : Fundação Boiteux, 2011. p. 11793.

⁶³ MOREIRA, Egon Bockmann. Reflexões a propósito dos princípios da livre iniciativa e da função social. *Revista de Direito Público da Economia*. São Paulo, ano 4, n.16, out/dez, 2006, p.35.

⁶⁴ MOREIRA, Egon Bockmann. Reflexões a propósito dos princípios da livre iniciativa e da função social. *Revista de Direito Público da Economia*. São Paulo, ano 4, n.16, out/dez, 2006, p.36.

⁶⁵ A CRFB estabelece, *numerus clausus*, o monopólio em favor da União de uma série de bens e atividades a eles correlatas, a exemplo dos bens minerais e o petróleo (arts. 20, 21, XXIII, 176 e 177).

Tendo em vista que possibilita a captação de recursos de investidores (poupadores) para aplicação em ativos financeiros, no mercado de capitais, com repartição dos riscos, o fundo de investimento, “depende primordialmente da regulação não somente como condição de funcionalidade, mas como garantia dos próprios interesses sociais”⁶⁶, com vista a assegurar o funcionamento a contento do próprio mercado e de proteger o interesse público e social, reduzindo a assimetria de informações e trazendo maior racionalidade para essa opção de investimento⁶⁷.

Segundo preceitua, Otavio Yazbek,

os instrumentos financeiros e os agentes que se encarregam da sua negociação, resultantes ou não desses processos mais recentes, submetem-se, de um modo geral, à regulação financeira. A análise dessa regulação não pode restar subsumida a um critério organizador tão pouco abrangente e tampouco a modelos teóricos que tratam da atividade regulatória *in abstracto* (às modernas ‘teorias gerais da regulação’). Impõe-se, para a sua compreensão, levar em conta as estruturas reais e a sua complexidade⁶⁸.

Citando Charles Goodhart, Otavio Yazbek enfatiza com propriedade as justificativas para a regulação estatal das atividades desenvolvidas no mercado financeiro:

- (i) O controle das posições de poder no mercado (das situações de monopólio ou de oligopólio, entre outras distorções);
- (ii) o controle e administração das externalidades que podem decorrer das atividades financeiras (risco de contágio e outras questões de ordem sistêmica.

⁶⁶ MILAGRES, M. O. Banco Central e regulação: a mão invisível do estado. In: OLIVEIRA, A. F. *Direito econômico: evolução e institutos: obra em homenagem ao prof. João Bosco Leopoldino da Fonseca*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 380.

⁶⁷ Cf. DUBEUX, J. R. *A comissão de valores mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Porto Alegre: Fabris, 2006. p. 38-40: A experiência norte-americana, advinda da quebra da bolsa de Nova Iorque, em 1929, que marcou o início da era da “Grande Depressão”, demonstrou clara e precisamente a necessidade de uma regulação federal no mercado financeiro – a qual até então não possuía –, diante da ineficiência das próprias entidades privadas atuantes (bolsas de valores, mercado de balcão organizado etc.) se autorregularem (liberalismo econômico). Nesse sentido, vários foram os fatores que contribuíram para o contorno da crise e do desenvolvimento do mercado e fortalecimento da economia norte-americana, servindo, pois, como fonte de inspiração para o mercado de capitais brasileiro: (i) a instituição, nos Estados Unidos da América, da política do *disclosure* (em suma, trata a política do *disclosure* da obrigatoriedade de as companhias disponibilizarem informações precisas e concretas acerca dos valores mobiliários emitidos no mercado e de sua situação econômico-financeira, seja quando da abertura de seu capital, seja quando da oferta pública de valores mobiliários), advinda da *Securities Act of 1933*; e (ii) a criação, pela *Securities Exchange Act of 1934*, da agência federal reguladora encarregada da regulação do mercado norte-americano, a *Securities and Exchange Commission* (SEC).

Compete frisar que a regulação foi abandonada pelos Estados Unidos a partir da década de 1980, embora, lado outro, tenha inspirado o sistema regulatório brasileiro.

⁶⁸ YAZBEK, O. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 47.

(iii) a proteção dos clientes, dada a assimetria informacional característica de sua relação com as instituições por intermédio das quais operam⁶⁹.

Em suma, infere-se que a regulação objetiva não só estimula a formação de poupança, mas também, a proteção da poupança popular, bem como promove a competitividade e o desenvolvimento do mercado financeiro, zela pela liquidez, transparência e tratamento equitativo a todos os participantes do mercado, assegura adequada avaliação e controle de riscos, coíbe fraude, proporcionando, com isso, a eficiência do mercado.

Embora seja um campo tipicamente explorado por agentes privados, os instrumentos financeiros e os agentes que se encarregam da sua negociação (tomadores e investidores) submetem-se à regulação financeira, que abrange a regulação das atividades bancárias, securitárias e de mercado de capitais. Essa intervenção estatal, por intermédio de órgãos reguladores, se dá predominantemente pelo “estabelecimento de mecanismos e normas de comportamento compulsório para os agentes que ali operam”⁷⁰, bem como pela implementação de tais normas por meio de atos administrativos e fiscalização no seu cumprimento, além de imposição de sanção aos infratores.

Assim é que se pode dizer que a atuação “regulatória” se reveste de “preocupação social e econômica, intervindo na sociedade de forma a produzir normas socializantes e buscando diminuir as desigualdades existentes”⁷¹.

A estrutura básica para a regulação financeira brasileira é exercida, inicialmente, pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), responsável pela edição de normas gerais, a quem se submetem a CVM e o BCB, embora possuam autonomia e independência próprias, bem como exerçam função regulatória próprias e distintas; e, ao final, pelas próprias bolsas de valores e mercado de balcão organizado, quando do exercício da autorregulação.

Segundo preceitua Armando Castelar Pinheiro e Jairo Saddi, o CMN, “composto pelos ministros da Fazenda e Planejamento e pelo presidente do Banco Central é o mais influente, em parte, por sua atribuição de definir as bases da regulação macroeconômica do Sistema Financeiro Nacional”⁷².

A referida estrutura brasileira para regulação financeira, por meio dos órgãos reguladores especializados, pauta-se pela regulação de condutas, traçando regras e

⁶⁹ GOODHART, Charles A. E. *et al apud* YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 188.

⁷⁰ YAZBEK, O. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 183.

⁷¹ REIS, E. Fonseca. O estado democrático de direito: tipicidade tributária: conceitos indeterminados e segurança jurídica. *Revista Tributária e de Finanças Públicas*, v. 34, p. 157-168, 2000.

⁷² PINHEIRO, A. C.; SADDI, J. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 466.

procedimentos especiais e visando assegurar simetria de informações e racionalidade aos participantes do mercado⁷³; pela regulação sistêmica, mediante a criação de redes de proteção do mercado, evitando crises e externalidades⁷⁴; e pela regulação prudencial, “que serve de suporte para as outras duas, ao voltar-se para as instituições em si, sua estrutura, capacidade financeira, etc.”⁷⁵.

No que concerne aos fundos de investimento, mostra-se bastante confusa a existência de regras distintas estabelecidas por distintos órgãos reguladores, a exemplo do BCB e da CVM, cuja competência regulatória dependeria, *a priori*, da espécie de fundo constituído. Com efeito, segundo esclarece Sheila Perricone, na atualidade existem fundos de investimento sujeitos à regulação, fiscalização e supervisão do BCB, assim como da CVM:

O que determina as diferentes competências é a constituição da carteira dos fundos. Nesse passo, basicamente e por óbvio, se a carteira é constituída preponderantemente de valores mobiliários (pelo menos 51%) estaremos diante da competência da CVM. Se, por outro lado, a carteira é constituída preponderantemente de títulos de renda fixa (no mínimo 51%) estaremos diante da competência do Bacen⁷⁶.

Todavia, a divisão trazida pela citada autora já restou superada, pelo que, atualmente, todos os fundos de investimento são regulados unicamente pela Comissão de Valores Mobiliários, conforme a Deliberação CVM n. 461 de 2003.

O BCB, criado pela Lei n. 4.595, de 1964⁷⁷, integra a administração pública indireta. É uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda, responsável pelo cumprimento das decisões e normas emanadas pelo Conselho Monetário Nacional. Sua competência está amplamente prescrita no extenso rol constante nos arts. 10 e 11 da Lei n. 4.595/64, sendo principalmente responsável por garantir o poder de compra da moeda nacional e por supervisionar o Sistema Financeiro Nacional, em especial no que concerne aos

⁷³ YAZBEK, O. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 255/256.

⁷⁴ CARVALHO, F. J. C. C. O papel do Banco Central no processo de regulação financeira. In: CAMPILONGO, C. F.; ROCHA, J. P. C. V.; MATTOS, P. T. L. *Concorrência e regulação no sistema financeiro*. São Paulo: Max Limonad, 2002. p. 259.

⁷⁵ YAZBEK, O. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 287/288.

⁷⁶ PERRICONE, Sh. Fundos de investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 4, n.11, p. 81. jan./mar. 2001.

⁷⁷ BRASIL. Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, 31 jan. 1965. Disponível em: Acesso em: 27 nov. 2011.

mercados monetário, de crédito e cambial e em face das instituições financeiras que atuam em todo o mercado financeiro.

A CVM, também vinculada ao Ministério da Fazenda, foi criada pela Lei n. 6.385/76 para a regulação do mercado de capitais propriamente dito, ou seja, o Mercado de Valores Mobiliários⁷⁸. A criação da CVM foi inspirada no modelo norte-americano denominado *Securities and Exchange Commission* (SEC), criado em 2 de julho de 1934, mediante a promulgação do *Securities Exchange Act*.

No exercício das funções normativas⁷⁹, executivas e judicantes (atribuições regulamentar, autorizante, fomentadora e punitiva), a Comissão de Valores Mobiliários tem por finalidade básica a normatização e o controle do Mercado de Valores Mobiliários. Para tanto, compete à CVM “regulamentar e fiscalizar não apenas as atividades dos intermediários que operam sob a sua esfera de competência, mas também as atividades das bolsas e das companhias emissoras de valores mobiliários”⁸⁰, conforme relacionado no art. 15 da Lei n. 6.385/76.

Uma vez admitida a natureza jurídica das cotas de fundos de investimento como de valores mobiliários, conforme já demonstrado, a questão da regulação começa a ganhar contornos melhor delineados. Isso, porque, tratando-se de oferta, intermediação, negociação ou distribuição pública por parte dos integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, discriminados no art. 15 da Lei n. 6.385/76, é da CVM a competência regulatória.

Preceitua o art. 1º da Lei n. 6.385/76:

Art. 1º. Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades;
I – a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;

⁷⁸ Antes do surgimento da Lei n. 6.385/76 e criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o Mercado de Capitais estava sujeito à regulação pelo Banco Central do Brasil. Atualmente, nesse mercado, com a criação da CVM, ao Banco Central do Brasil compete apenas a regulação das instituições financeiras que nele atuam.

⁷⁹ Conforme enfatizam FRANCO, V. H. M.; SZTAJN, R. *Direito empresarial II: sociedade anônima, mercado de valores mobiliários*. 2. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009. v. 2, p. 53. Com o advento das Leis n. 10.303/2001 e n. 10.411/2002, que trouxeram nova redação a diversos dispositivos da Lei n. 6.385/76 e Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.406/76), houve uma ampliação da competência normativa da CVM, deferindo-lhe poder para expedição de normas nas circunstâncias mencionadas na Lei n. 6.385/76, em especial, no art. 2º, § 3º; art. 18, I; e art. 22, § 3º. (Cf. BRASIL. Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, 1º nov. 2001. Disponível em: <www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 12 mar. 2011; BRASIL. Lei n. 10.411/2002. Altera e acresce dispositivos à Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores imobiliários e cria a Comissão de Valores Imobiliários. *Diário Oficial da União*, 27 fev. 2002. Disponível em: <www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10411.htm>. Acesso em: 12 mar. 2011.

⁸⁰ YAZBEK, O. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 204.

- II – a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- III – a negociação e intermediação no mercado de derivativos;
- IV – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores;
- V – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros;
- VI – a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- VII – a auditoria das companhias abertas;
- VIII – os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

A competência da CVM, pois, encontra-se prevista no art. 8º da Lei n. 6.385/76 e compreende os âmbitos regulamentar, autorizante e fomentador. No que concerne à sua atribuição regulamentar, a CVM tem como objeto o funcionamento do mercado de capitais, disciplinando os registros de interesse do mercado, a admissão à negociação de valores mobiliários nas bolsas de valores e entidades de mercado de balcão organizado, definindo práticas irregulares de administradores de companhia abertas e investidores, entre outras.

Quanto à sua competência autorizante, a CVM tem a função de legitimar a constituição de sociedades anônimas abertas, a emissão e negociação de valores mobiliários no mercado e o “funcionamento” dos agentes cuja atuação esteja direta ou indiretamente ligada a esse mercado.

Por fim, quanto à função fomentadora, compete à CVM acompanhar, de modo permanente, as companhias abertas e os demais agentes ligados ao mercado de capitais, de modo direto ou indireto. Para tanto, exige das companhias abertas e demais agentes a entrega de relatórios periódicos e informações, bem como possui acesso à escrituração, livros e documentos de todos os participantes do mercado, tudo, com vista à proteção dos investidores quanto à ocorrência de fraudes, irregularidades ou abusos, tanto na administração das empresas quanto nas operações desenvolvidas no Mercado de Valores Mobiliários.

Com o advento das Leis n. 10.303/2001 e n. 10.411/2002, que trouxeram nova redação a diversos dispositivos da Lei n. 6.385/76 e da Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.406/76), houve ampliação da competência normativa da CVM, deferindo-lhe poder para a expedição de normas nas circunstâncias mencionadas na Lei n. 6.385/76⁸¹, em especial, nos arts. 2º, § 3º; 18, I; e 22, § 3º.

A despeito das referidas novas legislações, Otávio Yazbek acrescenta:

Deste novo quadro resultaram, dentre outras alterações, a incorporação de novas modalidades operacionais ao conceito de valor mobiliário contido no

⁸¹ FRANCO, V. H. M.; SZTAJN, R. *Direito empresarial II: sociedade anônima, mercado de valores mobiliários*. 2. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009. v.2. p. 53.

seu art. 2º, a inclusão de novas instituições no rol de integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários constante do já referido art. 15 (especialmente aquelas relacionadas ao mercado de derivativos) e algumas mudanças nas suas estruturas administrativa e patrimonial, visando outorgar-lhe *status* de ‘autarquia especial’, com maior independência em relação ao poder executivo. Fora tais alterações, porém, o regime de atuação da CVM, assim como os seus instrumentos de atuação, permaneceu fundamentalmente o mesmo⁸².

Destaque-se, nesse sentido, a previsão expressa consubstanciada no art. 2º, § 3º, da Lei n. 6.385/76, que prevê o alcance da CVM não somente sobre as companhias abertas, mas também sobre todos os demais emissores de valores mobiliários, a exemplo dos fundos de investimento.

Consoante preceitua José Eduardo Carneiro Queiroz,

como resultado da alteração do conceito de valor mobiliário, a CVM teve a sua competência alargada para uma série de segmentos do Mercado de Capitais que antes ou estavam sujeitos à fiscalização do BACEN, ou não se submetiam a nenhum órgão regulador, como é o exemplo dos chamados ‘contratos de boi gordo’, motivadores dessa inovação legislativa.

Os próprios órgãos reguladores do mercado financeiro e de capitais, começam a reconhecer uma situação de alteração nas suas competências. Exemplo disso pode ser encontrado na recente regulamentação da CVM acerca da indústria de fundos de investimento. [...] Portanto, é possível denotarmos que esse segmento no mercado de capitais poderá num futuro recente ser na sua totalidade regulado pela CVM por conta do entendimento de que mais ativos financeiros foram incluídos no âmbito da Lei n. 6.385/76 como valores mobiliários, levando a que os fundos de investimento que invistam seus recursos em tais ativos agora abrangidos pelo conceito de valor mobiliário também estejam sujeitos à regulamentação da CVM, ou por um entendimento mais simples, baseado na conclusão de que toda e qualquer quota de fundo de investimento, quer de renda fixa ou de renda variável, tem as características dos ‘contratos de investimento’, devendo assim ser quaisquer fundos de investimento regulados pela autoridade do Mercado de Capitais⁸³.

Nesse contexto, vale frisar que a competência do BCB, amplamente prescrita no extenso rol constante nos arts. 10 e 11 da Lei n. 4.595/64, limitar-se-ia em garantir o poder de compra da moeda nacional e supervisionar o Sistema Financeiro Nacional, em especial, no que concerne aos mercados monetário, de crédito e cambial, e em face das instituições

⁸² YAZBEK, O. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Campus, 2009. p. 204-205.

⁸³ QUEIROZ, J. E. C. O conceito de valor mobiliário e a competência da comissão de valores mobiliários e do Banco Central do Brasil. In: MOSQUEIRA, R. Q. (Coord.) *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 2003. v. 2. p. 134-135.

financeiras que atuam em todo o mercado financeiro. Assim, pode-se inferir que se encontram subordinados ao BCB, “além das instituições bancárias propriamente ditas e das demais instituições creditícias anteriormente referidas, os administradores de consórcios (por força da Lei n. 8.177/1991) e as entidades que integram o Sistema Financeiro da Habitação (Decreto-Lei n. 2.291/1986)”⁸⁴.

Vislumbra-se, pois, uma dualidade de jurisdição, ou melhor, a divisão de competências existentes entre os órgãos reguladores do mercado financeiro, passando cada um a atuar, pois, naquelas atividades que lhe são competentes: ao BCB, assim, incumbe a regulação sobre as questões de política monetária e cambial, além de regular e fiscalizar as entidades financeiras participantes do mercado financeiro, seja na qualidade de intermediárias ou administradoras; à CVM, incumbe a organização do mercado de capitais, estabelecendo as práticas a serem adotadas por seus participantes, produzindo um ambiente seguro e favorável aos investidores e para a movimentação da poupança pública⁸⁵.

Nesse sentido, a Instrução CVM n. 409/04, que trata sobre os fundos de investimento, excetuados aqueles no rol descrito no parágrafo único do seu art. 1º⁸⁶, relega a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento e fundos de investimento em cotas de fundo de investimento ao poder regulatório da CVM.

Com efeito, as operações de negociações de valores mobiliários (*in casu*, as cotas de fundos de investimento destinadas à oferta pública) podem ocorrer em bolsas de valores e em entidades de mercado de balcão organizado. Nesse contexto, importa ressaltar a competência autorregulatória dessas instituições para “o estabelecimento de normas e

⁸⁴ YAZBEK, O. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 203.

⁸⁵ QUEIROZ, J. E. C. O conceito de valor mobiliário e a competência da comissão de valores mobiliários e do Banco Central do Brasil. In: MOSQUEIRA, R. Q. (Coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 2003. v. 2. p. 135.

⁸⁶ Instrução CVM n. 409/2004. “Art. 1º A presente Instrução dispõe sobre normas gerais que regem a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento e fundos de investimento em cotas de fundo de investimento definidos e classificados nesta Instrução. Parágrafo único. Excluem-se da disciplina desta Instrução os seguintes fundos, regidos por regulamentação própria: I. Fundos de Investimento em Participações; II. Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações; III. Fundos de Investimento em Direitos Creditórios; IV. Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social; V. Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios; VI. Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional; VII. Fundos Mútuos de Privatização – FGTS; VIII. Fundos Mútuos de Privatização – FGTS – Carteira Livre; IX. Fundos de Investimento em Empresas Emergentes; X. Fundos de Índice, com Cotas Negociáveis em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão Organizado; XI. Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes – Capital Estrangeiro; XII. Fundos de Conversão; XIII. Fundos de Investimento Imobiliário; XIV. Fundo de Privatização – Capital Estrangeiro; XV. Fundos Mútuos de Ações Incentivadas; e XVI. Fundos de Investimento Cultural e Artístico.”

procedimentos aplicáveis aos seus membros e às operações nelas realizadas, bem como para fiscalizar seu cumprimento”⁸⁷.

O CMN é o órgão competente para a fixação da política e normas gerais sobre as bolsas de valores e mercado de balcão organizado, sendo que compete à Comissão de Valores Mobiliários a implementação, a fiscalização e o controle da política e normas emanadas pelo CMN, além de supervisionar, fiscalizar e autorizar previamente o início das operações das bolsas de valores e de mercado de balcão organizado. Destaque-se, assim, que os referidos poderes de autorregulação, por óbvio, não excluem a atuação dos órgãos reguladores competentes.

Sem prejuízo dessa estrutura regulatória, infere-se que a atividade de autorregulação referida encontra inequívoco amparo legal na Lei n. 6.385/1976. O art. 8º do desse diploma legal, ao elencar a competência normativa e executiva da CVM, estabelece, em seu § 1º, que o disposto no *caput* “não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados”. Já o parágrafo único do art. 17 dessa lei estabelece que às bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e às entidades do mercado de balcão organizado e de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários “incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas”.

Andréa Fernandes Andrezo e Iran Siqueira Lima, esclarecendo a respeito da característica autorregulatória das bolsas de valores e das entidades de mercado de balcão organizado, explicam que a estas foi “atribuída autonomia administrativa, patrimonial e financeira e cabe à elas estabelecer os requisitos próprios para admissão de títulos e valores mobiliários à negociação em seus pregões⁸⁸”, além das condições para a suspensão e o cancelamento dessa admissão. E complementam, aduzindo que as bolsas têm competência para:

- a) decretar o próprio recesso, em caso de grave emergência;
- b) suspender as atividades da sociedade membro ou o exercício das funções de seus administradores, quando a proteção dos investidores assim o exigir;
- c) suspender a negociação, em seu recinto, de títulos e valores mobiliários;

⁸⁷ ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Atlas, 2007. p. 293.

⁸⁸ ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Atlas, 2007. p. 293.

- d) impedir a realização de negócios em bolsas de valores, quando existirem indícios de que possam configurar infrações a normas legais e regulamentares, ou consubstanciar práticas não equitativas; e
- e) cancelar negócios realizados em bolsas de valores, ou solicitar às entidades de compensação e liquidação a suspensão da liquidação, nos casos de operações em que haja indícios que possam configurar infrações a normas legais e regulamentares, ou que consubstanciem práticas não equitativas, modalidades de fraude ou manipulação⁸⁹.

Assim, em razão da competência autorreguladora das bolsas de valores e das entidades de mercado de balcão organizado, sem que tal exclua ou interfira na atuação regulatória do CMN, BCB e CVM, justifica-se a autorregulação pela própria atividade associativa e da criação de instâncias administrativas e diferenciadas das entidades coletivas, bem como pela maior proximidade com a atividade regulada, podendo ser ressaltado ainda o fato de seus instrumentos serem distintos daqueles utilizados pela regulação estatal, embora subordinados a esta⁹⁰.

Por fim, cabe atentar para a autorregulação da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), que atua como agente regulador voluntário privado, estabelecendo regras, parâmetros e princípios criados pelos próprios agentes do mercado contidas nos Códigos de Regulação e Melhores Práticas da ANBIMA, contribuindo para o constante aprimoramento dos padrões éticos e operacionais verificados nos mercados financeiro e de capitais.

Compete à ANBIMA, embora desprovida de poderes sancionatórios, supervisionar o cumprimento destas regras inseridas nos códigos aos quais associados e não associados são aderentes e proporcionar suporte operacional aos organismos responsáveis pelos processos sancionadores da atividade de Regulação e Melhores Práticas⁹¹.

Destarte, uma vez perquirida a forma de regulação e os agentes reguladores dos fundos de investimento, passa-se, a seguir, a delinear os aspectos jurídicos que devem ser observados para a constituição e o funcionamento do fundo, a exemplo da sua política de investimento e seu regulamento.

⁸⁹ ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Thompson Learning, 2002. p. 293.

⁹⁰ YAZBEK, O. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 212-213.

⁹¹ ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). Disponível em: <http://www.anbima.com.br/_regulacao>. Acesso em 20 mar. 2011.

2.5 Política de investimento e o regulamento dos fundos de investimento

Conforme visto, os fundos de investimento serão constituídos por ato de um administrador que preencha determinados requisitos, a exemplo de ser pessoa jurídica autorizada pela CVM a exercer profissionalmente a administração da carteira.

Nesses termos, conforme preconiza o art. 3º da Instrução CVM n. 409/2004, ao administrador, dentre outras atribuições, incumbe aprovar o regulamento do fundo, instrumento responsável por discorrer e detalhar sobre toda a política do investimento.

A associação de um investidor a um fundo de investimento ocorre mediante a celebração de um contrato particular, de adesão, entre aquele e a instituição administradora do fundo. Nesse sentido, forma-se entre o administrador do fundo de investimento e o investidor um contrato de gestão, definindo-se previamente ambas as responsabilidades e submetendo-se à regulamentação do órgão regulador competente para a espécie de fundo constituído.

Desse modo, ao subscrever as cotas de um fundo, o investidor estaria aceitando tacitamente os termos do contrato de adesão celebrado, aderindo, por conseguinte, aos termos do regulamento do respectivo fundo de investimento e à política de investimento nele estabelecida, sujeitando-se, portanto, às condições contratadas⁹². Mesmo porque, o regulamento do fundo, elaborado de acordo com as disposições da Instrução CVM n. 409/2004, é um dos documentos obrigatórios que devem acompanhar o pedido de registro do fundo perante a CVM, para que seja autorizado seu regular funcionamento⁹³.

Com relação às disposições obrigatórias do regulamento do fundo de investimento, estabelece o art. 41 da Instrução CVM n. 409/2004:

Art. 41. O regulamento deve, obrigatoriamente, dispor sobre:

- I – qualificação do administrador do fundo;
- II – quando for o caso, referência à qualificação do gestor da carteira do fundo;
- III – qualificação do custodiante;
- IV – espécie do fundo, se aberto ou fechado;
- V – prazo de duração, se determinado ou indeterminado;
- VI – política de investimento, de forma a caracterizar a classe do fundo, em conformidade com o disposto na Seção II do Capítulo VIII;
- VII – taxa de administração, fixa e expressa em percentual anual do patrimônio líquido (base 252 dias);

⁹² GAGGINI, F. Sch. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Universitária de Direito, 2001. p. 39-41.

⁹³ Conforme arts. 7º e 8º da Instrução CVM n. 409/2004.

- VIII – taxa de performance, de ingresso e de saída, observado o disposto no art. 62;
- IX – demais despesas do fundo, em conformidade com o disposto no art. 99;
- X – condições para a aplicação e o resgate de cotas;
- XI – distribuição de resultados;
- XII – público alvo;
- XIII – referência ao estabelecimento de intervalo para a atualização do valor da cota, quando for o caso;
- XIV – exercício social do fundo;
- XV – política de divulgação de informações a interessados, inclusive as relativas à composição de carteira;
- XVI – política relativa ao exercício de direito do voto do fundo, pelo administrador ou por seus representantes legalmente constituídos, em assembleias gerais das companhias nas quais o fundo detenha participação; e
- XVII – informação sobre a tributação aplicável ao fundo e a seus cotistas.

Para que se possa definir e detalhar a política de investimento do fundo, hão de ser observados alguns requisitos prescritos na Instrução CVM n. 409/2004, art. 41, §1º, a saber:

Art. 41. [...]

§1º Na definição da política de investimento exigida no inciso VI do *caput*, devem ser prestadas informações sobre:

- I – o percentual máximo de aplicação em títulos e valores mobiliários de emissão do administrador, gestor ou de empresa a eles ligada, observado o disposto no art. 87;
- II – o percentual máximo de aplicação em cotas de fundos de investimento administrados pelo administrador, gestor ou empresa a eles ligada;
- III – o percentual máximo de aplicação em títulos e valores mobiliários de um mesmo emissor, observados os limites do art. 88, se for o caso; e
- IV – o propósito do fundo de realizar operações em valor superior ao seu patrimônio, com a indicação de seus níveis de exposição em mercados de risco.

Nesse sentido, vislumbra-se a necessidade de serem observados, pelo administrador do fundo, percentuais-limites estabelecidos normativamente para determinados ativos que integrem sua carteira. Assim, conforme elucida Sheila Perricone,

na escolha do portfólio, o administrador do fundo irá definir quais os ativos que integrarão a carteira e em que percentual (títulos públicos, privados, derivativos); em que mercados irá atuar (financeiro, de capitais, futuros); o grau de risco que irá assumir e o público alvo. Na escolha dos ativos, irá selecionar aqueles com melhor perspectiva de rentabilidade e analisará os riscos de flutuação de seu preço no mercado, objetivando contudo, sempre alcançar a maior rentabilidade possível⁹⁴.

⁹⁴ PERRICONE, Sh. Fundos de investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 4, n.11, p. 80-101. jan./mar. 2001. p. 86.

A Instrução CVM n.º. 303/1999⁹⁵ estabelece, em seu art. 2º, que tais fundos podem manter seu patrimônio aplicado em:

Art. 2º O fundo pode manter seu patrimônio aplicado em:

I – ações de emissão de companhias com registro na CVM;

II – valores mobiliários cuja distribuição tenha sido objeto de registro na CVM;

III – certificados ou recibos de depósito de valores mobiliários, regulados pelo Conselho Monetário Nacional – CMN ou pela CVM;

IV – títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional ou do Banco Central do Brasil;

V – títulos de renda fixa de emissão de instituições financeiras,

VI – cotas de fundo de investimento financeiro (FIF), cotas de fundo de aplicação em cotas de FIF e cotas de fundo de investimento no exterior;

VII – posições em mercados derivativos, envolvendo contratos referenciados em ações, índices de ações ou taxa de juros, realizados em mercados organizados em pregão ou em sistema eletrônico que atenda às mesmas condições dos sistemas competitivos administrados por bolsas de valores, por bolsas de futuros ou por mercados de balcão organizado; (NR)

VIII – operações de empréstimo de ações, na forma regulada pela CVM; e

IX – operações compromissadas, de acordo com a regulamentação do CMN, limitadas a cinco por cento do patrimônio líquido do fundo.

X. ações emitidas por companhias signatárias do Tratado de Assunção (MERCOSUL) ou certificados de depósitos destas ações admitidos à negociação pública no mercado de valores mobiliários brasileiro; e (NR)

XI – Depositary Receipts, negociáveis no mercado internacional, com lastro em valores mobiliários de emissão de companhias abertas registradas na CVM. (NR)

Referida Instrução CVM ainda limitou a 49% do patrimônio líquido do fundo as aplicações ou operações de renda fixa, pré- ou pós-fixadas, ou sintetizadas via quaisquer outros instrumentos, cujos rendimentos possam ser estimados no momento de sua realização, bem como as aplicações em cotas de fundos de investimento previstos no inciso VI do art. 2º da referida Instrução.

A instrução CVM n.º. 304/1999⁹⁶, que trata dos fundos de investimento em cotas de fundo de investimento e títulos e valores mobiliários, determinou, em seu art. 2º, que o

⁹⁵ Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa n. 303, de 5 de maio de 1999. Dispõe sobre a composição e diversificação de carteira de fundos de investimento em títulos e valores mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 5 maio 1999. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatao.asp?file=/inst/inst303consolid.htm>>. Acesso em: 17 abr. 2011.

⁹⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 304, de 5 de maio de 1999. Dispõe sobre fundos de investimento em quotas de fundo de investimento e títulos e valores mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 05 mai. 1999. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatao.asp?file=/inst/inst304consolid.htm>>. Acesso em: 17 abr. 2011.

fundo deve manter, no mínimo, 95% de seu patrimônio investido em cotas de fundo de investimento em títulos e valores mobiliários.

Com efeito, o regulamento do fundo e o prospecto devem indicar de forma clara a política de investimento e as faixas de alocação de ativos, devendo constar da denominação do fundo o ativo prevalecente na composição de sua carteira.

Quanto ao prospecto, Fernando Schwarz Gaggini esclarece:

Trata-se de um documento informativo no qual devem constar todas as informações relevantes para o investidor em relação à política de investimento do fundo e seus respectivos riscos, bem como devem constar os principais direitos e responsabilidades dos cotistas e administradores, além de informações gerais do fundo⁹⁷.

Complementando o referido conceito, compete esclarecer que o prospecto deve estar à disposição dos investidores potenciais durante o período de distribuição, nos locais em que esta for realizada, em número suficiente de exemplares⁹⁸. Ademais, por se destinar a prestar informações ao público-alvo do fundo, o prospecto deve vir escrito em linguagem clara e acessível, prestando as informações consideradas relevantes, além daquelas prescritas no art. 40 da Instrução CVM n. 409/2004.

Importa ressaltar a existência de uma estreita relação entre a política de investimento adotada e os riscos a que está sujeita a carteira do fundo e, por consequência, o próprio fundo. Tais riscos envolvem não somente aqueles de crédito, referentes ao eventual inadimplemento, mas também os riscos de mercado (oscilação dos preços dos ativos que compõem a Carteira de Fundo) e o risco de liquidez, inerente à eventual dificuldade de venda de um ativo da carteira no mercado⁹⁹.

Pode-se referir, ainda, aos riscos operacionais diretamente relacionados à gestão do fundo e que decorrem de conduta ilícita ou falha humana ou sistêmica, seja na avaliação do risco, seja na adoção de procedimentos inadequados, falhas de controle, etc., e aos riscos legais, os quais, por exemplo, decorrem do não cumprimento de normas legais¹⁰⁰.

⁹⁷ GAGGINI, Fernando Schwarz. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2001. p. 68.

⁹⁸ Conforme art. 39 da Instrução CVM n. 409/2004.

⁹⁹ PERRICONE, Sh. Fundos de investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 4, n. 11, p.87, jan./mar. 2001.

¹⁰⁰ PERRICONE, Sh. Fundos de investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 4, n.11, p.80-101. jan./mar. 2001. p. 87.

Nesse sentido, infere-se que a regulação, por parte da CVM, estabelecida no sentido de exigir ampla divulgação de informações, visa assegurar ao público-alvo a disponibilidade, em tempo hábil, de forma eficiente e razoável, de informações necessárias para a tomada de decisão de investimento. Ou seja, a consciência quando da assunção dos riscos e a escolha entre as alternativas de investimentos. Almeja, pois, a proteção do investidor e maior eficiência do mercado (alocação de recursos). Deve, assim, ocorrer de forma equitativa para todo o mercado, ou seja, deverá sempre ser conferido tratamento idêntico ao conjunto dos cotistas quanto à divulgação de informações.

Para tanto, na definição da política de divulgação de informações aos interessados, incluindo as relativas à composição da carteira, devem ser definidos a periodicidade mínima para divulgação de informações relativas à composição da carteira do fundo, a profundidade do detalhamento destas informações, o local e o meio de solicitação e divulgação delas. Tais informações divulgadas devem ser idênticas para todos os consultores de investimento, agências classificadoras e demais interessados, sendo certo que a alteração da política de divulgação deverá ser publicada como fato relevante.

O regulamento do fundo de investimento, uma vez consolidado, só poderá ser alterado mediante prévia aprovação da assembleia geral de cotistas, cuja eficácia se inicia da data deliberada por esta¹⁰¹. No prazo de 15 dias após a realização da assembleia, deverá o administrador encaminhar à CVM, pelo Sistema de Envio de Documentos desta, disponível no sítio eletrônico na internet, o exemplar do regulamento, consolidando as alterações efetuadas e, se for o caso, também o prospecto¹⁰².

Todavia, se tal alteração decorrer exclusivamente (i) da necessidade de atendimento a exigências expressas da CVM, (ii) de adequação a normas legais ou regulamentares, (iii) ou ainda em virtude da atualização dos dados cadastrais do administrador, do gestor ou do custodiante do fundo, tais como alteração na razão social, endereço e telefone, o administrador poderá fazê-lo (alterar o regulamento) independentemente de eventual aprovação da assembleia geral ou convocação desta, desde

¹⁰¹ Conforme art. 43 da Instrução CVM n. 409/2004, sendo ainda que o seu parágrafo único estabelece que, salvo se aprovadas pela unanimidade dos cotistas do fundo, as alterações de regulamento serão eficazes no mínimo a partir de 30 dias após a comunicação aos cotistas de que trata o art. 55, nos seguintes casos: I – aumento ou alteração do cálculo das taxas de administração, de performance, de ingresso ou de saída; II – alteração da política de investimento; III – mudança nas condições de resgate; e IV – incorporação, cisão ou fusão que envolva fundo sob a forma de condomínio fechado ou que acarrete alteração, para os cotistas envolvidos, das condições elencadas nos incisos anteriores.

¹⁰² Conforme art. 44 da Instrução CVM n. 409/2004.

que sejam os cotistas comunicados, por correspondência, no prazo de até 30 dias, contados da data em que as alterações tiverem sido implementadas¹⁰³.

Isso porque caso possuísse o dever legal de, nesse curto espaço de tempo, convocar a assembleia, deliberar, aprovar e implementar as necessárias alterações, poderia ocorrer, a bem da verdade, uma impossibilidade de atendimento. Dessa maneira, a teor do art. 46 da Instrução CVM 409/2004, o administrador dispõe do prazo de até 30 dias, salvo determinação em contrário, para proceder às alterações determinadas pela CVM, contados do recebimento da correspondência que formular as referidas exigências, independentemente de eventual aprovação, ou mesmo convocação da assembleia geral.

Com efeito, é justamente a ampla divulgação de informação precisa e detalhada sobre os fundos de investimento, mediante, nesse caso, a divulgação da política de investimento e do regulamento do fundo, que ora se defende neste trabalho, somado a outros fatores que serão objeto de análise mais aprofundada no quarto capítulo. Ressalte-se, por ora, apenas a importância da divulgação a contento de informações, no sentido de aumentar a confiança e credibilidade das operações realizadas no mercado imobiliário, atraindo os investidores e tornando racional a opção de investimentos destes e assunção de riscos, conforme veremos oportunamente.

¹⁰³ Conforme art. 45 da Instrução CVM n. 409/2004.

3 FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

3.1 Noções gerais e aspectos conceituais

Como visto no capítulo anterior, constitui o fundo de investimento uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio aberto ou fechado, que se destina à aplicação em ativos financeiros.

Para Celso Ribeiro Bastos e Ives Gandra Martins, os fundos de investimento integram o Sistema Financeiro Nacional, prescrito no art. 192 da Constituição da República Federativa do Brasil (CRFB)¹⁰⁴. Segundo os aludidos autores,

embora não sejam instituições financeiras, propriamente ditas, merecem ainda ser citados como participantes do sistema [Financeiro Nacional] os chamados investidores institucionais, que aplicam recursos nos mercados financeiros e de capitais: fundos mútuos de renda fixa, fundos de aplicações de curto prazo [...]¹⁰⁵.

Saliente-se que a norma emanada pela CRFB apenas estabeleceu diretrizes para que o legislador infraconstitucional, por meio de lei complementar, pudesse constituir as regras próprias inerentes ao referido sistema financeiro. Contudo, as leis previstas no aludido art. 192 da CRFB ainda não foram criadas, vigorando em nosso ordenamento jurídico, portanto, as leis que, antes da CRFB, regulavam o Sistema Financeiro Nacional, a exemplo da Lei n. 4.595/1964, que disciplina o Sistema Financeiro Nacional e cria o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central; e da Lei n. 6.385/1976, que dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários¹⁰⁶.

Nesse sentido, atualmente, conforme também salientado no capítulo anterior, as diretrizes para o funcionamento dos fundos de investimento são emanadas do Conselho

¹⁰⁴ “Art. 192. “O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.” (BRASIL. Constituição (1988). *Constituição da República Federativa do Brasil*, 1988. Disponível em: www.almg.gov.br/opencms/export/.../pdfs/ConstituicaoFederal.pdf. Acesso em: 12 mar. 2001).

¹⁰⁵ BASTOS, C. R.; MARTINS, I. G. *Comentários à Constituição do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 1990. v. 7. p. 373.

¹⁰⁶ GAGGINI, F. Sch. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Universitária de Direito, 2001. p. 28-29.

Monetário Nacional, responsável pela instituição de políticas públicas e diretrizes gerais, sendo implementadas e fiscalizadas, principalmente, pelo BC e pela CVM, cada um no âmbito de sua competência, responsáveis, pois, pela regulação sobre a constituição e o funcionamento dos fundos de investimento.

O crescimento da economia brasileira após o início do Plano Real (1994) trouxe relativa estabilidade à economia, tendo sido controlada a inflação. Tal circunstância tornou o cenário econômico brasileiro mais propício aos investimentos, que por sua vez viabilizaram a consolidação de uma enorme gama de fundos de investimento¹⁰⁷, destinados à aplicação de recursos em diferentes tipos de ativos financeiros, desde os mais simples e seguros até os mais complexos e com maior risco¹⁰⁸.

Destaque-se, nesse sentido, a criação da modalidade fundo de investimento imobiliário, objeto deste estudo, destinado à aplicação de recursos no desenvolvimento de empreendimentos imobiliários ou imóveis prontos. Trata-se, verdadeiramente, da possibilidade de securitização¹⁰⁹ da propriedade imobiliária, ou seja, mobilização de ativos imobiliários que, de outra maneira, não teriam a possibilidade de se autofinanciar, obter capital junto a terceiros ou gerar renda presente¹¹⁰.

Nesse sentido, discorrendo superficialmente sobre a securitização da propriedade imobiliária, destaca Unie Caminha:

No caso dos fundos de investimento imobiliário, o ativo subjacente à emissão de quotas são bens ou direitos de natureza imobiliária. [...] Esses fundos já são bastante utilizados no mercado brasileiro e são responsáveis

¹⁰⁷ Analisada a questão quando do início da estabilização da economia em detrimento do surgimento do Plano Real, esclarece José Augusto Delgado: (DELGADO, J. A. Reflexões sobre o mercado de valores mobiliários e fundos de investimentos. Atuação do Banco Central e da Comissão de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo ano 1, n. 3, p.24-40. set./dez. 1998. p. 33. “Os fundos de investimento ocupam, hoje, um patamar de proeminência no mercado financeiro. Movimentam, conforme já assinalado, valor igual a quase 16% (dezesseis por cento) do PIB nacional, alcançando um teto de 132,587 bilhões de reais, até o último 30.06.1998, segundo dados da ANBID.”

¹⁰⁸ GAGGINI, F. Sch. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Universitária de Direito, 2001. p. 22.

¹⁰⁹ Por securitização, adota-se o conceito extraído de Natália Cristina Chaves: “[...] a securitização de créditos pode ser definida como negócio jurídico coligado que viabiliza a antecipação do recebimento de créditos presentes e/ou futuros por quem necessite mediante a cessão destes a uma entidade adquirente, que emitirá, pública ou privadamente, títulos ou valores mobiliários, amortizando-os e/ou resgatando após o efetivo pagamento dos créditos que lhe foram cedidos. [...] Entretanto, esse conceito é rígido, não se adequando à generalidade das securitizações, em especial aquelas concretizadas mediante o uso de fundos de investimento. [...] na prática seu significado é mais amplo, de modo que tal palavra é considerada, genericamente, como a simples conversão de instrumentos de dívidas ou créditos em títulos ou valores mobiliários”. (CHAVES, Natália Cristina. *Direito empresarial: securitização de crédito*. Belo Horizonte: Del Rey, 2006. p. 48)

¹¹⁰ CAMINHA, U. *Securitização*. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007. p. 38.

por algumas das mais bem-sucedidas experiências de securitização no Brasil¹¹¹.

Complementando o referido entendimento, Rachel Sztajn¹¹² assevera que os fundos de investimento imobiliário surgiram como forma de permitir a securitização da propriedade imobiliária de modo a se chegar a um fracionamento desta distinto daquele previsto na legislação civil e na de registro público, uma vez que se permite o “fracionamento” da propriedade do imóvel e a representação dessas frações por valores mobiliários.

O fundo de investimento imobiliário, portanto, assim como na securitização, objetiva a criação de uma poupança estável e em longo prazo, além de propiciar liquidez a um mercado tradicionalmente ilíquido, como o imobiliário¹¹³. Todavia, os riscos inerentes a essa modalidade de fundo, cuja especificidade difere dos demais, e suas restrições operacionais, devem ser conhecidos e analisados a contento, conforme se fará no próximo capítulo.

A criação do fundo de investimento imobiliário, no Brasil, se deu por meio da Lei n. 8.668, de 25 de junho de 1993, que dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos fundos de investimento imobiliário e dá outras providências. Rachel Sztajn compara o motivo que propiciou o surgimento das debêntures imobiliárias para explicar o surgimento dos fundos de investimento imobiliário, criado pela citada lei. Segundo a autora,

provavelmente na esteira das debêntures imobiliárias, títulos em que se dá ao portador o direito de converter o mútuo em fração ideal de imóvel ao receber juros e o principal, corrigido no termo, em junho de 1993 é autorizada a criação dos fundos de investimento imobiliários¹¹⁴.

Convém notar que a disciplina do fundo de investimento imobiliário não está adstrita tão somente à Lei n. 8.668/93, pois seu regime jurídico se completa com a regulamentação específica expedida pela CVM, com base na competência que lhe foi atribuída pela própria Lei n. 8.668/93, sem prejuízo da sua competência geral disposta na Lei n. 6.385/76. Nesse sentido, quanto à regulação do fundo de investimento imobiliário, pondera Ricardo de Santos Freitas:

¹¹¹ CAMINHA, U. *Securitização*. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007. p. 106.

¹¹² SZTAJN, R. Quotas de fundos imobiliários: novo valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXXIII, n. 93, p.104, jan./mar. 1994.

¹¹³ ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Atlas, 2007. p. 236.

¹¹⁴ SZTAJN, R. Quotas de fundos imobiliários: novo valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXXIII, n. 93, p. 104, jan./mar. 1994.

São Regidos pela Lei n. 8.668, de 25 de junho de 1993 e pela Instrução CVM n. 205, de 14 de janeiro de 1994, alterada pelas Instruções CVM n. 389 e n. 418, de 03 de junho de 2003 e de 19 de abril de 2005, respectivamente, devendo ser constituídos sob a forma fechada¹¹⁵.

Merece destacar, aqui, que as Instruções da CVM n.º. 205, de 14 de janeiro de 1994¹¹⁶; n.º. 389, de 3 de junho de 2003¹¹⁷; n.º. 418, de 19 de abril de 2005¹¹⁸; e n.º. 455, de 13 de junho de 2007¹¹⁹; foram expressamente revogadas pela Instrução CVM n.º. 472, datada de 31 de outubro de 2008¹²⁰, com as modificações introduzidas pela Instrução CVM n.º 478/2009¹²¹. Referida Instrução CVM n. 472/2008, em consonância com a Lei n. 8.668/93, passou a ser o único instrumento normativo responsável por dispor sobre as normas gerais que regem a constituição, a administração, a oferta pública de distribuição de cotas, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento imobiliário¹²². Portanto, atualmente no Brasil, a legislação em vigor que trata do fundo de investimento imobiliário é a Lei n. 8.668/1993 e a instrução CVM n. 472/2008, sendo esta modificada pela Instrução CVM 478/2009.

O propósito com a Lei n.º. 8.668/93 foi o de criar uma forma alternativa de captação de investimento, visando “fomentar a indústria imobiliária, estimulando a aplicação

¹¹⁵ FREITAS, R. S. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 105.

¹¹⁶ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 205, de 14 de janeiro de 1994. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento imobiliário. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 14 jan. 2004. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

¹¹⁷ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 389, de 03 de junho de 2003. Altera a Instrução CVM n.º 205, de 14 de janeiro de 1994. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 03 jun. 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

¹¹⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 418, de 19 de abril de 2005. Altera a Instrução CVM n.º 205, de 14 de janeiro de 1994. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 19 abr. 2005. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

¹¹⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 455, de 13 de jun. de 2007. Inclui as companhias hipotecárias entre as entidades autorizadas a administrar fundos de investimento imobiliário e altera a Instrução CVM n.º 205, de 14 de janeiro de 1994. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 13 jun. 2007. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

¹²⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 472, de 31 de outubro de 2008, com as modificações introduzidas pela Instrução CVM n.º. 478/09. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento imobiliário – FII. Revoga as Instruções CVM n.º. 205, de 14 de janeiro de 1994, n.º. 389, de 3 de junho de 2003, n.º. 418, de 19 de abril de 2005 e n.º. 455, de 13 de junho de 2007. Acrescenta o Anexo III-B à Instrução CVM n.º. 400, de 29 de dezembro de 2003. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 31 out. 2008. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/inst472cons_olid.pdf>. Acesso em: 29 out. 2011.

¹²¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 478, de 11 de set. de 2009. Altera a Instrução CVM n.º 472, de 31 de outubro de 2008, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 11 set. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

¹²² Conforme art. 1º da Instrução CVM n. 472, de 31 de outubro de 2008, com as modificações trazidas pela Instrução CVM n. 478/2009.

de recursos em imóveis, para posterior locação ou alienação, ou ainda em empreendimentos imobiliários, de forma a impulsionar o acesso à habitação e serviços urbanos”¹²³. Assim, é que representam um importante instrumento em longo prazo para a captação de poupança e desenvolvimento do setor imobiliário, já que se afiguram como alternativa de investimento capaz de atrair investidores, institucionais ou não, dispostos a lastrear suas operações em ativos reais.

Nesse sentido, segundo esclarece Pedro Gaivão *et al.*,

no Brasil, os FII já viabilizaram diversos projetos imobiliários. Atualmente estão constituídos e em funcionamento 73 FII que reúnem um patrimônio superior a 4.298.668 mil. A CVM está processando pedidos de registro de três novas emissões de cotas no valor de R\$ 413.004 mil¹²⁴.

Segundo informa Alessandra Belloto¹²⁵, o número de fundos de investimento imobiliário em operação é de 84 (oitenta e quatro), reunindo um patrimônio líquido de R\$ 5,2 bilhões (cinco bilhões e dois milhões de reais). Atualmente, na Bolsa de Valores BM&F BOVESPA, encontram-se listados 68 fundos de investimento imobiliários, sendo ainda que outros 17 fundos aguardam a aprovação do prospecto de oferta pública apresentado, para que também possam ser listados¹²⁶.

Uma vez analisados os contornos gerais do fundo de investimento imobiliário, importa, agora, a delimitação de seu conceito. Segundo definidos na Lei n. 8.668/93, os fundos imobiliários são condomínios fechados resultantes da comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários:

Art. 1º. Ficam instituídos Fundos de Investimento Imobiliário, sem personalidade jurídica, caracterizados pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, na forma da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários.

¹²³ GAIVÃO, P. *et al.* *Fundos de investimento imobiliário*: Brasil e Portugal. São Paulo: Vida Imobiliária Brasil, 2009. p. 39.

¹²⁴ GAIVÃO, P. *et al.* *Fundos de investimento imobiliário*: Brasil e Portugal. São Paulo: Vida Imobiliária Brasil, 2009. p. 40.

¹²⁵ BELLOTTO, A. Fundos imobiliários: nova era. *Jornal Valor Econômico*, 10 fev. 2010. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/?impresso/investimentos/91/6099129/fundos-imobiliarios,-nova-era>> Acesso em: 12 mar. 2011.

¹²⁶ OFERTAS públicas de fundos de investimento. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/NoticiasHome/Prospectos.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 12. mar. 2011.

Complementando a definição acima, a Instrução CVM n.º. 472/2008, em seu art. 2º, cuidou de caracterizar o fundo de investimento imobiliário, admitindo que “o FII é uma comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários”. Sua forma de constituição, que, nos termos do art. 2º da Lei n. 8.668/93 e § 1º do art. 2º da Instrução CVM n. 472/2008, far-se-á obrigatoriamente em regime fechado, será objeto de análise oportunamente.

Diante da precisa definição legal e regulamentar do fundo de investimento imobiliário, torna-se fácil a tarefa de extrair o seu conceito. Segundo estabelecido pela CVM¹²⁷, o “fundo de investimento imobiliário é uma comunhão de recursos, captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários”. Estatui, ainda, ser “constituído sob a forma de condomínio fechado, onde o resgate de quotas não é permitido”.

Para Pedro Gaivão *et al.*, trata-se de

tipo de fundo de investimento que deve ser constituído sob a forma de condomínio fechado, cujos recursos sejam destinados ao investimento em empreendimentos imobiliários, tais como compra para locação (arrendamento), compra e venda, incorporação e/ou construção, projetos visando viabilizar o acesso à habitação e serviços urbanos etc. Suas cotas são remuneradas com base no desempenho do empreendimentos¹²⁸.

Para Rachel Sztajn, analisando-se sob outro enfoque, trata-se de “condomínios fechados, resultantes da comunhão de recursos captados por meio de Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários”¹²⁹. É, pois, praticamente, o mesmo conceito adotado por Unie Caminha, com base na Lei n. 8.668/93: “[...] uma comunhão de recursos, sem personalidade jurídica, captados pelo sistema de distribuição de valores mobiliários, previsto na Lei n. 6.385/76, e destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários”¹³⁰.

Analisando-se os conceitos doutrinários, pode-se afirmar que não há distinção em razão da definição trazida pela Lei n. 8.668/93 e Instrução CVM n. 472/08, divergindo-se, pois, tão somente quanto à inclusão ou não de determinadas características próprias dos fundos de investimento imobiliário, as quais serão objetos de detalhada análise, a seguir.

¹²⁷ FUNDO de investimento imobiliário: cartilha do investidor. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/protinv/caderno6.asp>>. Acesso em: 26 mar. 2010.

¹²⁸ GAIVÃO, P. *et al.* *Fundos de investimento imobiliário*: Brasil e Portugal. São Paulo: Vida Imobiliária Brasil, 2009. p. 30.

¹²⁹ SZTAJN, R. Quotas de fundos imobiliários – Novo valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXXIII, n.93, p.104, jan./ mar. 1994.

¹³⁰ CAMINHA, U. *Securitização*. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007. p. 144.

Chama-se a atenção, outrossim, para a menção “sem personalidade jurídica”, disposto no art. 1º da Lei n. 8.668/93 e trazido unicamente no conceito adotado por Unie Caminha, acima transcrito. Considerando que o fundo de investimento imobiliário não possui personalidade jurídica própria, significa que a instituição financeira que o administra deverá fazê-lo utilizando a própria personalidade jurídica (em nome próprio), tornando-se, assim, proprietária fiduciária dos ativos que compõem o patrimônio do fundo, os quais, todavia, não se comunicam com o patrimônio da referida instituição.

Portanto, pelo fato de o fundo de investimento imobiliário não possuir personalidade jurídica própria – assim como os demais fundos –, as instituições administradoras, dotadas de personalidade jurídica, configuram-se como proprietárias fiduciárias dos bens integrantes dos fundos que administram. Esses fundos, entretanto, embora representados pela pessoa de seu administrador, possuem capacidade plena para aquisição e transferência de direitos, prática de atos comerciais ou atuação como parte em juízo¹³¹.

Tal questão será objeto de análise específica, cabendo apenas ressaltar que os bens e os direitos que compõem o ativo do fundo não integram o patrimônio do administrador e, assim, não podem ser utilizados para responder por qualquer obrigação deste nem sequer dados em garantia de débito, executados por qualquer credor do administrador ou atingidos por eventual liquidação extrajudicial deste.

Pode-se, assim, conceituar o fundo de investimento imobiliário como o tipo de fundo de investimento resultante da comunhão de recursos captados por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, constituído sob a forma de condomínio fechado, sem personalidade jurídica própria, que, como forma alternativa de aplicação financeira, destina-se ao investimento em empreendimentos imobiliários, cujas cotas, não passíveis de resgate, são remuneradas em razão do desempenho do ativo a que estão vinculadas.

Os recursos dos fundos de investimento imobiliário podem ser destinados, por exemplo, para desenvolvimentos imobiliários específicos e posterior gestão patrimonial, tais como *shopping centers*, hospitais, hotéis, centros de exposição; para adquirir determinado imóvel ou participação em imóvel ou empreendimento imobiliário específico; ou, ainda, para

¹³¹ ROCHA, T. N.. *Fundos de investimento e o papel do administrador: a indústria dos fundos no mercado brasileiro e a liberdade para agir, os poderes e obrigações dos seus administradores*. São Paulo: Textonovo, 2005. p. 44-45.

investimentos diversos em segmentos do mercado imobiliário, objetivando a aquisição e gestão patrimonial.

Como visto, a Lei nº. 8.668/93 instituiu um valor mobiliário destinado ao investimento em empreendimentos imobiliários, contendo estrutura jurídica e características próprias, as quais serão objeto de análise a seguir.

3.2 Natureza jurídica do fundo de investimento imobiliário adotada pela Lei n. 8.668/93

Ao se analisar a natureza jurídica de condomínio inerente aos fundos de investimento, em capítulo anterior, aduziu-se se tratar de uma propriedade conjunta sobre a mesma coisa, exercida por mais de um condômino, ou seja, um condomínio voluntário.

O Direito brasileiro adota o condomínio como conceito de compropriedade, uma vez que a propriedade é atribuída a um grupo de pessoas consorciadas que exercem domínio sobre a coisa. Todavia, acolheu dois tipos de condomínio voluntariamente constituídos: o condomínio tradicional, disciplinado no Código Civil brasileiro (Lei n. 10.406/2002)¹³² para tratamento da compropriedade imobiliária ou edilícia; e o condomínio especial, no qual ocorre uma espécie de personificação jurídica do grupo, ou, nos dizeres de Pedro Gaivão *et al.*¹³³, “revela quase todas as características de uma sociedade sem personalidade jurídica”.

No caso dos fundos de investimento, especialmente o imobiliário, embora se trate de condomínio voluntário, eles possuem uma forma de condomínio de natureza especial, por apresentar algumas peculiaridades, bem como por não implicar qualquer direito real dos cotistas sobre o patrimônio do fundo (o que se aproxima da modalidade de condomínio de natureza germânica, já abordado anteriormente).

Uma das peculiaridades refere-se ao fato de que no fundo de investimento imobiliário, em geral, os condôminos, individualmente, têm apenas direito de uso e gozo da coisa em face da relação em que se encontram, mas a coisa não a eles pertence, e, sim, à coletividade. Portanto, a propriedade é coletiva, exercida em comum, não tendo os condôminos, individualmente, qualquer titularidade de direito sobre a coisa.

¹³² BRASIL. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. *Diário Oficial da União*, Brasília-DF, 10 jan. 2002. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

¹³³ GAIVÃO, P. *et al.* *Fundos de investimento imobiliário: Brasil e Portugal*. São Paulo: Vida Imobiliária Brasil, 2009. p. 41-42.

Corroborando o aludido entendimento, assim pondera Pedro Gaivão *et al*:

Verifica-se, no caso dos fundos de investimentos, um condomínio especial de inspiração no condomínio germânico em que ocorre uma espécie de personificação jurídica do grupo, semelhante ao das sociedades civis ou mercantis: a comunhão de recursos para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados. Mas, tal como nas sociedades, a titularidade do patrimônio do fundo pertence aos condôminos (cotistas) como coletividade, permanecendo indiviso o patrimônio do fundo. O cotista detém a titularidade direta das cotas do fundo e indireta de seu patrimônio¹³⁴.

Analisando-se os dizeres acima, cumpre frisar que, embora haja fracionamento da propriedade do patrimônio, especialmente pelo fato de o fundo de investimento imobiliário permitir o “fracionamento” de imóveis e a representação dessas frações por valores mobiliários, é impossível a utilização unilateral e individual dessas “frações” pelos cotistas. Isso porque, tratando-se de propriedade comum, a titularidade do patrimônio, como visto, é exercida conjuntamente por um grupo de pessoas, com direitos absolutamente iguais de uso e gozo, limitando-se à participação quantitativa de cada um no montante total das cotas que representam o patrimônio do fundo.

Assim, é que o patrimônio do fundo, ora denominado de ativo, representa uma universalidade de bens e direitos, exercendo os condôminos, conjuntamente, a titularidade sobre uma cota-parte dessa universalidade, mas nunca sobre qualquer patrimônio ou direito considerado individualmente. Nesse sentido, dispõe o art. 8º da Instrução CVM n. 472/2008¹³⁵, repetindo o texto do art. 13 da Lei n. 8.668/93:

Art. 8º. O titular de cotas do FII:

- I – não poderá exercer qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo; e
- II – não responde pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual, relativa aos imóveis e empreendimentos integrantes do fundo ou do administrador, salvo quanto á obrigação de pagamento das cotas que subscrever.

¹³⁴ GAIVÃO, P. *et al*. *Fundos de investimento imobiliário*: Brasil e Portugal. São Paulo: Vida Imobiliária Brasil, 2009. p. 42.

¹³⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 472, de 31 de outubro de 2008, com as modificações introduzidas pela Instrução CVM n. 478/09. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento imobiliário – FII. Revoga as Instruções CVM n. 205, de 14 de janeiro de 1994, n. 389, de 3 de junho de 2003, n. 418, de 19 de abril de 2005 e n. 455, de 13 de junho de 2007. Acrescenta o Anexo III-B à Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 31 out. 2008. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/inst472consolid.pdf>>. Acesso em: 29 out. 2011.

Outra peculiaridade diz respeito ao fato de que o condomínio exercido pelos titulares das cotas do fundo de investimento imobiliário pode ser de caráter transitório, quando organizado para uma só empreitada, finda a qual poderá ser extinto; ou permanente, subsistindo indefinidamente. A extinção do fundo, porém, implica a extinção do condomínio¹³⁶.

Admitida a natureza jurídica do fundo de investimento imobiliário como um condomínio voluntário especial, cumpre examinar as duas espécies desses fundos no direito brasileiro, podendo ser aberto ou fechado¹³⁷, conforme visto.

O fundo de investimento imobiliário, objeto deste estudo, foi expressamente definido no art. 1º da Lei n. 8.668/93, assim como no § 2º do art. 2º da Instrução CVM n. 472/08, como um condomínio fechado, resultante da comunhão de recursos captados no mercado de capitais. Mas o que significa a natureza jurídica de condomínio fechado adotada pela Lei n. 8.668/93?

Para Pedro Gaivão *et al.*, embora não haja uma definição prescrita na legislação brasileira, o conceito de condomínio fechado constante na Lei n. 8.668/93 estabelece que as cotas possuem número fixo e sua emissão está atrelada apenas ao processo de distribuição pública após o registro perante a CVM, assim esclarecendo:

[...] não havia na legislação brasileira definição alguma de condomínio fechado. O conceito foi criado pela Lei n. 8.668/93, adotando-se terminologia corrente do mercado e importada do direito americano para distinguir entidades que podem emitir novas cotas por demanda do investidor (*open end*) e as que não podem (*closed end*) e, portanto, têm número fixo de cotas¹³⁸.

Para Rachel Stztajn, torna-se inútil a tentativa de se entender a intenção do legislador com a expressão “fechado”, bastando considerar o fundo de investimento imobiliário como “um condomínio consensual, cuja existência está subordinada à subscrição de todas as quotas que sejam emitidas por investidores. Desta forma, fechado vai aqui no sentido de integralmente subscrito em relação à constituição das sociedades”¹³⁹.

¹³⁶ SZTAJN, R. Quotas de fundos imobiliários: novo valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXXIII, n. 93, p.105, jan./mar. 1994.

¹³⁷ Conforme art. 5º da Instrução CVM n. 409, de 18 de agosto de 2004.

¹³⁸ GAIVÃO, P. *et al.* *Fundos de investimento imobiliário*: Brasil e Portugal. São Paulo: Vida Imobiliária Brasil, 2009. p. 42.

¹³⁹ SZTAJN, R. Quotas de fundos imobiliários: novo valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXXIII, n. 93, p. 105, jan./mar. 1994.

Todavia, as análises acima carecem de maior aprofundamento, eis que a intenção do legislador, ao estabelecer a natureza de um condomínio fechado, não diz respeito apenas à fixação de número de cotas e sua emissão mediante oferta pública para integral subscrição.

A caracterização do fundo de investimento imobiliário como de natureza jurídica de condomínio fechado, implica, pois, a impossibilidade do resgate total ou parcial das cotas, salvo quando do término do prazo de duração do fundo. Nesse sentido, dispõe o art. 5º da Instrução CVM n. 409, de 18 de agosto de 2004:

Art. 5º. O fundo pode ser constituído sob a forma de condomínio aberto, em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas a qualquer tempo, ou fechado, em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo.

Admite-se, entretanto, nos termos do parágrafo único do citado art 5º da Instrução CVM n. 409/2004, tanto para o fundo de investimento aberto ou fechado, a amortização de cotas “mediante o pagamento uniforme a todos os cotistas de parcela do valor de suas cotas sem redução do número de cotas emitidas, efetuado em conformidade com o que a esse respeito dispuser o regulamento ou a assembleia geral de cotistas”.

Dessa forma, não obstante a impossibilidade de resgate de cotas antes do término do prazo de duração do fundo de investimento imobiliário, é possível ao cotista ceder ou alienar suas cotas a terceiros, mediante termo de cessão e transferência ou por meio de bolsas de valores ou entidades de mercado de balcão em que as cotas do fundo estejam admitidas a negociação, nos termos e forma previamente prescritos no regulamento aprovado pelo respectivo fundo de investimento.

Além disso, a natureza jurídica de condomínio fechado dispensada ao fundo de investimento imobiliário pressupõe a necessidade de distribuição pública das cotas desse fundo, que deverá ser precedida de registro de oferta pública de distribuição, nos termos da Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003, após prévio registro na CVM, e somente poderá ser realizada por instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários¹⁴⁰.

Consoante já visto anteriormente, quando da diferenciação dos fundos de investimento aberto e fechado, considerar-se-á automaticamente concedida a distribuição pública das cotas do condomínio fechado na data constante do protocolo de envio. Entretanto,

¹⁴⁰ Conforme arts. 22, 23 e 24 da Instrução CVM n. 409/2004.

em se tratando de distribuição que não seja exclusivamente destinada a investidores qualificados, deverá esta ser precedida de oferta pública nos termos da Instrução CVM n. 400/03.

Mediante a autorização prévia da CVM¹⁴¹, o fundo aberto pode ser transformado em fundo fechado, sendo certo que após a aludida autorização, o administrador do fundo deve conceder prazo não inferior a 30 (trinta) dias para solicitação de resgate de cotas dos cotistas que dissentirem da deliberação da assembléia geral, a ser realizado nas condições vigentes antes da realização da assembléia geral que deliberar pela transformação do fundo aberto em fechado.

Portanto, quanto à natureza jurídica de condomínio fechado assistida ao fundo de investimento imobiliário, por força da Lei n. 8.668/93 e Instrução CVM n. 472/08, implica-se a impossibilidade de resgate de cotas, que só ocorre ao término do prazo de duração do fundo. E tal, gera, por si só, uma restrição ao direito de propriedade do cotista, que deverá conhecer muito bem o empreendimento e os seus fatores de risco para que a impossibilidade de resgate de cotas não atribua a este a obrigação de arcar com eventual prejuízo do investimento ou, mesmo, perda de liquidez quando da circulação das cotas no mercado de capitais, conforme será analisado em capítulo próprio.

Por fim, importa mensurar que, como visto, se os condôminos não são titulares da propriedade do ativo que compõe o patrimônio do fundo, a questão inerente à liquidação das cotas implicará tão somente a participação dos cotistas nos resultados financeiros do fundo, que serão partilhados na proporção das cotas de titularidade de cada condômino, consoante será abordado oportunamente.

3.3 A constituição do fundo de investimento imobiliário

Desde que sob a forma fechada, com a inclusão da denominação “fundo de investimento imobiliário (FII) e contendo prazo de duração determinado ou indeterminado¹⁴²,

¹⁴¹ Conforme art. 104 da Instrução CVM n. 409/2004.

¹⁴² Conforme art. 2º, §§1º e 2º, da Instrução CVM 472/2008.

o fundo de investimento imobiliário deverá ser constituído por meio de deliberação de um administrador, a quem incumbe aprovar, no mesmo ato, o regulamento do fundo¹⁴³.

Segundo disposto no art. 28 da Instrução CVM n. 472/2008, a administração do fundo é de competência exclusiva de bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira de investimento ou carteira de crédito imobiliário, bancos de investimento, sociedades corretoras ou sociedades distribuidoras de valores mobiliários, sociedades de crédito imobiliário, caixas econômicas e companhias hipotecárias. Acrescenta, ainda, o art. 5º da Lei n. 8.668/93 que a instituição administradora deverá possuir autorização da CVM para operar, bem como estende a possibilidade de administração dos fundos às “outras entidades legalmente equiparadas”.

Verifica-se, assim, que compete à própria administradora a decisão sobre a constituição do fundo de investimento imobiliário, sendo certo que a deliberação expressa nesse sentido, que origina a elaboração do regulamento do fundo, prescinde de registro em cartório de títulos e documentos, a fim de formalizar sua intenção de constituição para, então, ser submetido à autorização para constituição e funcionamento por parte da CVM.

Uma vez deliberado pela constituição do fundo, bem como registrado o regulamento em cartório de títulos e documentos competente, deverá o administrador solicitar à CVM uma autorização para constituição do fundo, mediante protocolo formal de pedido, acompanhado dos documentos e informações pertinentes, descritos nos incisos do art. 4º da Instrução CVM 472/2008, a saber:

Art. 4º. [...]

I – pedido de registro na CVM de oferta pública de distribuição de cotas, nos termos do §1º do art. 10, ou comunicação da dispensa automática deste registro;

II – ato de constituição e regulamento do fundo, elaborado de acordo com as disposições desta Instrução;

III – dados relativos ao registro do regulamento em cartório de títulos e documentos;

IV – indicação do nome do auditor independente e dos demais prestadores de serviço contratados pelo administrador do fundo; e

V – indicação do diretor do administrador responsável pela administração do fundo.

Por meio do sistema de registros perante a CVM, são disponibilizadas as informações (amplas e completas) tidas por indispensáveis para o público investidor efetuar as suas decisões de investimento de maneira racional. A necessidade de apresentação dessas informações e documentos pertinentes advém dos termos do art. 4º, VI e art. 22, §1º, da Lei n.

¹⁴³ Conforme art. 3º da Instrução CVM 472/2008.

6.385/76¹⁴⁴, consistindo no processo de divulgação de informações amplas e completas pelas empresas, no caso, as administradoras, a respeito delas mesmas e dos valores mobiliários por ela ofertados, de forma equitativa para todo o mercado.

A divulgação de informações, a bem da verdade, tem por objetivo assegurar ao público a disponibilidade, em tempo hábil, de forma eficiente e razoável, das informações pertinentes para permitir uma tomada de decisão racional sobre o investimento pretendido. Dessa maneira, acarreta não somente a proteção do investidor (e das empresas honestas), mas ainda assegura a própria eficiência do mercado (alocação de recursos de maneira eficiente)¹⁴⁵.

Uma vez apresentado, mediante protocolo, o pedido de autorização de constituição de fundo à CVM, acompanhado dos documentos e informações descritos, deve o aludido agente regulador conceder automaticamente a autorização, no prazo máximo de até cinco dias úteis contados da data do protocolo¹⁴⁶.

Com relação à atuação reguladora da CVM, especialmente, como órgão autorizador da constituição do fundo de investimento imobiliário, prescreve o art. 4º da Lei n. 8.668/93 competir-lhe “autorizar, disciplinar e fiscalizar a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento Imobiliário, observadas as disposições desta lei e as normas aplicáveis aos Fundos de Investimento”. Mesmo porque, por força do art. 3º da referida lei, as cotas dos fundos de investimento imobiliário constituem valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei n. 6.385/76, a serem ofertadas e distribuídas no âmbito do Mercado

¹⁴⁴ “Art. 4º. O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: [...] VI – assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; [...]”. “Art. 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão. [...] §1º. Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre: I – a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação; II – relatório da administração e demonstrações financeiras; III – a compra de ações emitidas pela própria companhia e a alienação das ações em tesouraria; IV – padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes; V – informações que devam ser prestadas por administradores, membros do conselho fiscal, acionistas controladores e minoritários, relativas à compra, permuta ou venda de valores mobiliários emitidas pela companhia e por sociedades controladas ou controladoras; VI – a divulgação de deliberações da assembleia-geral e dos órgãos de administração da companhia, ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia; VII – a realização, pelas companhias abertas com ações admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão organizado, de reuniões anuais com seus acionistas e agentes do mercado de valores mobiliários, no local de maior negociação dos títulos da companhia no ano anterior, para a divulgação de informações quanto à respectiva situação econômico-financeira, projeções de resultados e resposta aos esclarecimentos que lhes forem solicitados; VIII – as demais matérias previstas em lei.”

¹⁴⁵ DUBEUX, J. R. *A comissão de valores mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Porto Alegre: Fabris, 2006. p. 38-40.

¹⁴⁶ Conforme art. 4º da Instrução CVM 472/2008.

de Valores Mobiliários, estando sujeitos, portanto, à regulação específica da entidade responsável, ou seja, a CVM.

Uma vez cumpridas todas as exigências legais e regulamentares, deve a CVM autorizar, automaticamente, no prazo de até cinco dias úteis, a constituição da oferta pública do fundo de investimento imobiliário.

Desta feita, nota-se que a autorização para constituição do fundo pela CVM está condicionada apenas ao fornecimento adequado de informações por parte da administradora do fundo de investimento imobiliário.

Os registros são o principal instrumento de concretização da política de divulgação de informações (*disclosure*). Não pode a CVM, todavia, perquirir sobre o mérito do objeto do fundo de investimento imobiliário ou, ainda, aprovar ou desaprovar o registro em detrimento de análise qualitativa¹⁴⁷. Do contrário, estaria atribuindo a si a responsabilização civil em face do deferimento dos pedidos de constituição dos fundos de investimento imobiliário porventura aprovados, o que não se pode admitir.

Vislumbra-se, portanto, que os registros normatizados pela CVM, especialmente no que concerne à autorização para a constituição dos fundos de investimento imobiliário, não são um fim em si mesmo, mas apenas um meio de se proceder à ampla divulgação de informação ao público (caráter instrumental).

Conforme salientado oportunamente, o fundo de investimento imobiliário não possui personalidade jurídica própria, contudo é sujeito de direitos e obrigações. E tais obrigações, como bem lembrado por Pedro Gaivão *et al.*, também abrange a responsabilidade fiscal na forma da legislação tributária brasileira, “daí a necessidade de obter a sua inscrição como se pessoa jurídica fosse, tal como ocorre com os condomínios edilícios no Brasil”¹⁴⁸.

Deve o administrador do fundo de investimento imobiliário, dessa maneira, após aprovada sua constituição perante a CVM e antes de efetivamente iniciar suas atividades, a qual também depende de autorização pela CVM, proceder à inscrição do fundo perante a Receita Federal do Brasil, a fim de obter o Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica (CNPJ)¹⁴⁹.

¹⁴⁷ Quanto à impossibilidade de análise quantitativa dos pedidos gerais de registro perante a CVM, encontra-se excepcionada a hipótese de constituição da companhia por subscrição pública (art. 82, Lei S/A e 16, I, da Inst. CVM 400/2003), pelo qual compete à Companhia interessada instruir pedido com estudo de viabilidade econômica e financeira, podendo a CVM, no entanto, denegá-lo por considerar inviável ou temerário, ou inidôneos seus fundadores.

¹⁴⁸ GAIVÃO, P. *et al.* *Fundos de investimento imobiliário: Brasil e Portugal*. São Paulo: Vida Imobiliária Brasil, 2009. p. 47.

¹⁴⁹ Conforme art. 5º, III, da Instrução CVM 472/2008.

Além da inscrição no CNPJ, para que o funcionamento do fundo possa ser autorizado pela CVM, deverá ser comprovado pelo administrador¹⁵⁰ ter havido a subscrição da totalidade das cotas objeto do registro de distribuição ou da sua subscrição parcial de cotas, na hipótese prevista no art. 13, desde que alcançando o valor mínimo previsto em seu §1º; bem como a publicação de anúncio de encerramento.

Embora não haja, no instrumento normativo ou na própria Lei n. 8.668/93, a atribuição de qualquer prazo para o exercício de subscrição das cotas objeto de registro para a distribuição pública, mas sim, tão somente, a exigência de total subscrição destas, permite o inciso I do art. 5º da Instrução CVM n. 472/2008 o funcionamento do fundo de investimento imobiliário quando houver apenas subscrição parcial das cotas da emissão registrada. Todavia, para tanto, deve-se conter previsão expressa nesse sentido perante o regulamento do fundo de investimento imobiliário, estipulando-se, ainda, o valor mínimo de subscrição, o qual deverá ser atingido, implicando, pois, o cancelamento do saldo remanescente, não subscrito¹⁵¹.

Embora tal questão seja objeto de análise em item próprio, importa mensurar que, no caso de não ocorrer a subscrição total das cotas, ou, prevendo o regulamento a possibilidade de subscrição parcial, estipulando-se valor mínimo de subscrição e não tendo sido este atingido, deverá o administrador proceder à liquidação do fundo de investimento imobiliário, prosseguindo-se à formalização de sua extinção perante a CVM e procedendo-se à imediata devolução aos subscritores dos valores recebidos, proporcionalmente às cotas por estes integralizadas e acrescido de eventuais rendimentos financeiros. Caso assim não o faça, pode a própria CVM determinar a liquidação do fundo, conforme previsão contida no § 3º do art. 13 da Instrução CVM n. 472/2008.

3.3.1 As cotas de participação

O fundo de investimento imobiliário, como instrumento de securitização da propriedade imobiliária, permite a aplicação de recursos no desenvolvimento de empreendimentos imobiliários. Por tal razão, o ativo subjacente à emissão de cotas constitui-se de bens ou direitos de natureza imobiliária.

¹⁵⁰ Conforme art. 5º, I e II, da Instrução CVM 472/2008.

¹⁵¹ Conforme art. 13, da Instrução CVM 472/2008.

Assim, mediante a dita securitização, realiza-se o fracionamento da propriedade imobiliária (diferente, como já dito, daquele previsto na legislação civil e na de registro público) e a representação dessas frações por valores mobiliários. Todavia, a emissão de valores mobiliários não garante aos condôminos o direito de propriedade sobre qualquer bem específico, ou considerado isoladamente, mas, sim, uma participação, na proporção de sua fração, quanto à totalidade do ativo do fundo.

Verifica-se, dessa maneira, que as cotas de participação do fundo de investimento imobiliário são classificadas como um valor mobiliário, conforme disposto no art. 3º da Lei n. 8.668/93:

Art. 3º As quotas dos Fundos de Investimento Imobiliário constituem valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, admitida a emissão sob a forma escritural.

Nesse sentido, sujeitos ao regime da Lei n. 6.385/76, as cotas de fundo de investimento imobiliário estão sujeitas à regulação pela CVM, prescindindo, pois, perante esse agente regulador, de autorização para a emissão e negociação no mercado de capitais, o que somente poderá ocorrer mediante oferta pública, a ser em seguida abordada. Lembra Tatiana Nogueira da Rocha, entretanto, que

as cotas dos fundos de investimento são emitidas em nome da instituição, acrescido de código por ela fornecido que permita a identificação do investidor final. O administrador do fundo de investimento não tem acesso direto ao investidor, sendo todo o relacionamento feito diretamente com a instituição distribuidora¹⁵².

Quanto à prova da propriedade das cotas e sua circulação, dispõe o art. 6º da Instrução CVM n. 472/2008: “As cotas do fundo correspondem a frações ideais de seu patrimônio e devem ser escriturais e nominativas”. Trata-se, verdadeiramente, da classificação das cotas quanto à forma de transferência, determinando o dispositivo normativo, pois, sejam mantidas em contas de depósito nas instituições financeiras (escritural), com a identificação do titular (nominativa); podendo, ainda, ser também registrada em livro próprio (nominativa registrada).

¹⁵² ROCHA, T. N. *Fundos de investimento e o papel do administrador: a indústria dos fundos no mercado brasileiro e a liberdade para agir, os poderes e obrigações dos seus administradores*. São Paulo: Textonovo, 2005. p. 151.

Com efeito, alguns valores mobiliários (por exemplo, ação e debênture) apresentam duas formas quanto à propriedade e respectiva transferência. Uma forma é a nominativa registrada, que, segundo André Luiz Santa Cruz Ramos¹⁵³, pressupõe que a transferência de alguns valores mobiliários se dê mediante registro levado a efeito em livro específico escriturado para tal finalidade, constituindo, pois, tal registro condição indispensável para se operar validamente a transferência da propriedade das cotas. Dessa maneira, complementam Marcelo M. Bertoldi e Marcia Carla Pereira Ribeiro¹⁵⁴ que a propriedade dos valores mobiliários nominativos registrados comprova-se mediante o referido registro havido em livro próprio.

Outra forma é a escritural, cujas cotas não são representadas por certificados (assim como as nominativas não registradas), embora sejam mantidas em conta de depósito em nome de seus titulares, perante a instituição financeira autorizada pela CVM a exercer a custódia de valores mobiliários. Saliente-se que a referida instituição financeira apenas presta o serviço de administração de registro e transferência de cotas, mas são mantidas em conta de depósito escritural, até porque, possuem natureza incorpórea diante de sua não materialização ou representação por certificados¹⁵⁵.

A propriedade das cotas escriturais, assim, comprova-se por meio de extrato da conta de depósito fornecida pela instituição financeira encarregada.

A transferência das cotas escriturais ocorre mediante ordem escrita emanada pelo titular ou mediante decisão judicial, ambas dirigidas à instituição financeira que detém as cotas sob custódia, “que as lançará em débito da conta de ações do alienante e a crédito da conta de ações do adquirente”¹⁵⁶.

As cotas de fundo de investimento, como visto, são tidas como nominativas e escriturais, ou seja, devem ser mantidas em conta de depósito perante instituição financeira autorizada pela CVM e ter a identificação do seu titular. Tal identificação pode, ainda, ser feita ou não de forma registrada em livro próprio, diante da omissão legal, conforme estabelece o art. 7º da Instrução CVM n. 472/2008.

¹⁵³ RAMOS, A. L. S. C. *Curso de direito empresarial: o novo regime jurídico-empresarial brasileiro*. 4. ed. rev, amp. e atual. Salvador: Juz Podivm, 2010. p. 418.

¹⁵⁴ BERTOLDI, M. M.; RIBEIRO, M. C. P. *Curso avançado de direito comercial*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 250.

¹⁵⁵ RAMOS, A. L. S. C. *Curso de direito empresarial: o novo regime jurídico-empresarial brasileiro*. 4. ed. rev, amp. e atual. Salvador: Juz Podivm, 2010. p. 419.

¹⁵⁶ BERTOLDI, M. M.; RIBEIRO, M. C. P. *Curso avançado de direito comercial*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 250.

Verifica-se, pois, que embora o instrumento normativo insculpido no art. 6º da Instrução CVM n. 472/2008 tenha utilizado a conjunção “e”, a prova da propriedade poderia se dar tanto pelo registro do nome do cotista no livro próprio ou pelo extrato de movimentação de conta de depósito das cotas junto à instituição custodiante.

Tal entendimento encontra respaldo no próprio art. 7º da Instrução CVM n. 472/2008, que assim determina: “A propriedade das cotas nominativas presumir-se-á pelo registro do nome do cotista no livro de ‘Registro dos Cotistas’ ou da conta de depósito das cotas”.

Diante do comando normativo previsto no art. 6º da Instrução CVM n. 472/2008 e corroborando o entendimento esposado, Pedro Gaião *et al.* leva-nos ao entendimento de que se trata de uma alternativa para provar a propriedade das cotas do fundo, assim discorrendo:

As cotas de participação no FII foram definidas na Lei 8.668/93 como valores mobiliários, com isso submetendo a sua emissão e negociação no mercado de capitais à regulamentação da CVM. Elas correspondem a frações ideais do patrimônio do fundo e devem ser escriturais e nominativas. Sua propriedade presume-se pelo registro do nome do cotista no livro de ‘Registro de Cotistas’ ou de conta de depósito das cotas em instituição autorizada a prestar tal serviço (custódia de valores mobiliários).

Seguindo o raciocínio dos autores, o comando normativo em apreço pretendeu dizer que as cotas possam ser escriturais ou também registradas nominativas, e a prova de propriedade destas far-se-á pelo extrato de movimentação de conta de depósito da cota se a forma for escritural e nominativa ou pelo registro do nome do cotista em livro próprio, se nominativa registrada.

Analisando a Lei n. 8.668/93 e da Instrução CVM n. 472/2008, vislumbra-se que aos cotistas são assegurados os mesmos direitos e obrigações, proporcionalmente ao número de cotas que detêm, excepcionando-se tão somente com relação aos chamados investidores qualificados, que serão oportunamente abordados.

Conforme disposto no art. 13 da Lei n. 8.668/93, assim como no art. 8º da Instrução CVM n. 472/2008, já analisado, as cotas do fundo de investimento imobiliário asseguram a participação do titular quanto ao ativo do fundo considerado em seu caráter universal, não ensejando, pois, o direito de propriedade sobre qualquer bem considerado isoladamente, ou o exercício de qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo. Lado outro, o cotista titular também não poderá ser pessoalmente responsabilizado em face de qualquer obrigação legal ou contratual, relativa aos

imóveis e empreendimentos integrantes do fundo ou do administrador, salvo quanto à obrigação de pagamento das cotas que subscrever.

Por fim, importa salientar que, segundo disposto no art. 2º da Lei n. 8.668/93, assim como no art. 9º da Instrução CVM n. 472/2008, as cotas do fundo não podem ser resgatadas pelo seu titular. Trata-se de uma característica peculiar do fundo de investimento imobiliário, a qual pode representar, verdadeiramente, um fator de risco ao investidor, conforme será abordado no próximo capítulo.

3.3.2 Emissão, distribuição e integralização das cotas

Tratando-se as cotas de fundo de investimento imobiliário de um valor mobiliário, sua distribuição encontra-se submetida à autorização da CVM e dar-se-á mediante oferta pública.

Segundo estabelece Nelson Eizirick *et al.*¹⁵⁷, a oferta pública de distribuição de valores mobiliários constitui “a operação pela qual a companhia ou titulares de valores mobiliários de sua emissão promovem, mediante apelo ao público, a colocação de ações ou outros valores mobiliários no mercado de capitais”, por isso assevera que “os investidores interessados em tornar titulares devem subscrevê-los ou adquiri-los e o preço por eles pago é revertido para o ofertante”.

Complementando o referido entendimento, cumpre destacar que nas ofertas públicas de valores mobiliários é obrigatória a intermediação das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários para a colocação de papéis, diante de seu conhecimento do mercado¹⁵⁸.

Com efeito, nenhuma emissão de valores mobiliários poderá ser distribuída no mercado de capitais sem prévio registro na CVM, contudo, normatiza apenas as ofertas públicas – dirigidas a pessoas indeterminadas e não individualizadas –, não possuindo qualquer atuação em face de ofertas privadas ou particulares.

¹⁵⁷ EIZIRIK, N. *et al.* *Mercado de capitais e regime jurídico*. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 135.

¹⁵⁸ ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Atlas, 2007. p. 330.

No Direito brasileiro, a caracterização de “ofertas públicas de valores mobiliários” encontra-se disciplinada no *caput* do art.19 da Lei n. 6.385/1976 (regulamentada pela Instrução CVM n. 400/2003), que, “ao invés de estabelecer uma distinção conceitual entre a distribuição privada e a distribuição pública de valores mobiliários, limitou-se a enunciar algumas hipóteses em que esta última vem a se caracterizar”¹⁵⁹. No entanto, o fez de forma exemplificativa, mediante determinados elementos objetivos que podem configurar a distribuição pública de valores mobiliários:

Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

§ 1º – São atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas.

§ 2º – Equiparam-se à companhia emissora para os fins deste artigo:

I – o seu acionista controlador e as pessoas por ela controladas;

II – o coobrigado nos títulos;

III – as instituições financeiras e demais sociedades a que se refere o Art. 15, inciso I;

IV – quem quer que tenha subscrito valores da emissão, ou os tenha adquirido à companhia emissora, com o fim de os colocar no mercado.

§ 3º – Caracterizam a emissão pública:

I – a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público;

II – a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores;

III – a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.

[...]

Constitui, portanto, circunstância indicadora de natureza pública de determinada oferta, conforme sintetizado por Nelson Eizirik *et al*¹⁶⁰:

a) A distribuição indiscriminada, a qualquer pessoa, de prospectos, folhetos, listas ou boletins de venda ou subscrição, e outros materiais publicitários sobre a oferta (utilização de publicidade). Para não ser caracterizada como pública, deve ser formulada diretamente aos ofertados pelo próprio ofertante ou representantes.

b) A emissão em que investidores indeterminados são procurados por empregados da Companhia ou por agentes ou corretores por ela contratados para tal finalidade. Assim,

¹⁵⁹ EIZIRIK, N. *et al. Mercado de capitais e regime jurídico*. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 141.

¹⁶⁰ EIZIRIK, N. *et al. Mercado de capitais e regime jurídico*. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 145-147.

torna-se relevante determinar o número de pessoas procuradas pela Companhia ou por seus representantes, posto que a realização de um número significativo de ofertas diretas também pode comprovar o eventual esforço da Cia na colocação pública dos valores mobiliários¹⁶¹;

c) A negociação dos valores mobiliários feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, desde que precedida da utilização, pelo ofertante, de serviços públicos de comunicação. Caracteriza a distribuição pública, pois, a prévia publicidade de sua realização.

Tratam-se, no entanto, de elementos objetivos exemplificativos. Com efeito, quaisquer outros instrumentos de apelo à poupança popular, desde que não individualizados os destinatários da oferta, podem também ser considerados como caracterizadores da distribuição pública. Todavia, a exigência do registro perante a Comissão de Valores Mobiliários não deve ser aplicada em determinadas hipóteses¹⁶², a exemplo daquela em que os investidores não necessitam da atuação estatal para proteger seus interesses (denominado investidores qualificados).

Conforme determina o art. 10º, da Instrução CVM n. 472/2008, o pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários deve ser apresentado pelo ofertante emissor em conjunto com a indicação da instituição financeira intermediária que fará a oferta, instruído com os documentos e as informações constantes no Anexo II e III-B da Instrução CVM n. 400/2003. Dessa forma, estar-se-ia permitindo ampla divulgação das informações sobre a oferta, tais como as características, volume e preço das cotas de fundo de investimento ofertadas, a forma, o local de colocação, etc.

O próprio ofertante é o responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição. Lado outro, a instituição financeira líder, responsável pela subscrição, pode também ser responsabilizada pela incorreção das informações, se for comprovada a sua falta de diligência ou omissão.

¹⁶¹ No Direito norte-americano, a *Rule 506, da Regulation D*, editada pelo Security Exchange Commission, órgão de regulação do mercado financeiro, limita o número de 35 investidores, segundo informa, Nelson Eizirik *et al.* (EIZIRIK, N. *et al. Mercado de capitais e regime jurídico*. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 146)

¹⁶² O registro pode ser dispensado nas hipóteses contempladas no art. 4º da Instrução CVM n. 400/2003, abrangendo, pois, as seguintes condições: a categoria do registro de companhia aberta (art. 4º, § 3º, da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976); o valor unitário dos valores mobiliários ofertados ou o valor total da oferta; o plano de distribuição dos valores mobiliários (art. 33, § 3º); a distribuição se realizar em mais de uma jurisdição, de forma a compatibilizar os diferentes procedimentos envolvidos, desde que assegurada, no mínimo, a igualdade de condições com os investidores locais; características da oferta de permuta; o público destinatário da oferta, inclusive quanto à sua localidade geográfica ou quantidade; ou ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados.

Uma vez apresentados os referidos documentos e informações, deve a CVM analisar e aprovar no prazo de cinco dias úteis contados da data do protocolo. Todavia, somente após totalmente subscritas ou cancelada a distribuição anterior é que se permite o início de distribuição de cotas¹⁶³.

A CVM pode suspender ou cancelar, a qualquer tempo, a oferta pública de distribuição que esteja se processando em condições diversas das constantes no registro ou que tenha sido havida por ilegal, contrária à normatização da CVM ou fraudulenta, ainda que após obtido o respectivo registro.

Um dos documentos essenciais à apresentação perante a CVM para autorização da distribuição é o prospecto, que, segundo o art. 14 da Instrução CVM n. 472/2008, “deverá ser elaborado em conformidade com o disposto no Anexo III-B da Instrução CVM n. 400/2003”.

O prospecto segue as normas prescritas no art. 38 e seguintes da Instrução CVM n. 400/2003, cuja definição legal e informações obrigatórias assim foram descritas no citado diploma normativo:

Art. 38. Prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento.

Art. 39. O Prospecto deverá, de maneira que não omita fatos de relevo, nem contenha informações que possam induzir em erro os investidores, conter os dados e informações sobre:

- I. a oferta;
- II. os valores mobiliários objeto da oferta e os direitos que lhes são inerentes;
- III. o ofertante;
- IV. a companhia emissora e sua situação patrimonial, econômica e financeira;
- V. terceiros garantidores de obrigações relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta; e
- VI. terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta.

§ 1º Caso sejam incluídas as previsões relativas à evolução da atividade e dos resultados da emissora, bem como à evolução dos preços dos valores mobiliários que são objeto da oferta, deverão:

- a. ser claras e objetivas; e

¹⁶³ Conforme art. 10, §§ 2º e 3º, da Instrução CVM n. 472/2008.

b. apoiar-se em opinião de auditor independente sobre os pressupostos, os critérios utilizados e a sua consistência e coerência com as previsões.

[...]

Convém frisar que as informações descritas no citado art. 39 são exemplificativas, devendo o prospecto abranger informações claras, precisas e detalhadas sobre os empreendimentos e investimentos a realizar.

Tal abrange, no caso do fundo de investimento imobiliário, também: o estudo de viabilidade técnica, comercial, econômica e financeira do empreendimento imobiliário; orçamento e organograma da obra; memorial de incorporação ou do projeto de loteamento do solo; contrato de construção e contrato firmado entre empreendedor e a administradora; eventual existência de ônus que gravem determinados imóveis; rentabilidade dos bens, se possível; dados operacionais relacionados a eventuais imóveis locados; descrição e estimativa de tributos incidentes sobre os bens que compõe o ativo; descrição e estimativa das operações do fundo e regime tributário aplicável aos cotistas¹⁶⁴; dentre outras que se mostrarem relevantes, no sentido de proporcionar o amplo acesso dos investidores à informação precisa e clara sobre o investimento, e para que possa agir com racionalidade quando da opção pela aquisição de cotas de fundo de investimento imobiliário ofertadas.

Embora não se admita, na lei ou no instrumento normativo próprio, a venda de cotas a prazo, as cotas de fundo de investimento imobiliário emitidas poderão ser divididas em séries, cada uma contendo data diversa de integralização, sem prejuízo da igualdade dos demais direitos conferidos aos cotistas. Todavia, a integralização das cotas somente se fará em moeda corrente nacional, à vista ou em prazo determinado no compromisso de investimento¹⁶⁵, admitindo-se fazê-lo em imóveis ou direitos relativos a estes apenas na hipótese de conter previsão expressa, nesse sentido, no regulamento do fundo¹⁶⁶.

Esclarece Pedro Gaivão *et al.* que a finalidade da divisão de emissão de cotas em séries é a de justamente “viabilizar a compatibilização dos aportes de recursos ao cronograma financeiro dos empreendimentos e investimentos do fundo”¹⁶⁷. Assim, com o estabelecimento

¹⁶⁴ GAIVÃO, P. *et al.* *Fundos de investimento imobiliário: Brasil e Portugal*. São Paulo: Vida Imobiliária Brasil, 2009. p. 48-49.

¹⁶⁵ Nos termos do §5º do art. 11, da Instrução CVM n. 472/2008, o Compromisso de Investimento é “documento por meio do qual o investidor se obriga a integralizar as cotas subscritas na medida em que o administrador do fundo fizer chamadas de capital, de acordo com prazos, processos decisórios e demais procedimentos estabelecidos no respectivo compromisso de investimento e no regulamento”.

¹⁶⁶ Conforme art. 11, *caput* e §§1º e 4º, da Instrução CVM n. 472/2008.

¹⁶⁷ GAIVÃO, P. *et al.* *Fundos de investimento imobiliário: Brasil e Portugal*. São Paulo: Vida Imobiliária Brasil, 2009. p. 49.

de datas diversas de integralização, as importâncias recebidas deverão ser depositadas em instituição bancária autorizada a receber depósitos em nome do fundo e aplicadas em cotas de fundos de investimento ou títulos de renda fixa, públicos ou privados, com liquidez compatível com as necessidades do fundo¹⁶⁸.

Não se deve confundir, entretanto, subscrição com integralização. Enquanto aquela diz respeito ao ato de vontade no sentido de aquisição das cotas, esta implica no efetivo pagamento do valor das cotas em razão do ato de adquiri-las. Marcelo M. Bertoldi e Marcia Carla Pereira Ribeiro, embora se refiram a valor mobiliário distinto do ora em análise, assim esclarecem:

Subscrição significa o compromisso assumido pelo futuro sócio em adquirir uma certa quantidade de ações mediante a entrada com determinada importância em dinheiro, bens ou créditos. [...] A partir do momento em que aconteça a subscrição, a sociedade passa a ser credora do subscritor, que deverá integralizar as ações no prazo e nas condições a que se obrigou¹⁶⁹.

Dessa forma, infere-se que as cotas emitidas devem ser integralmente subscritas no prazo da oferta pública, sob pena de restar frustrada a iniciativa¹⁷⁰. Todavia, admite a Instrução CVM n. 472/2008, em seu art. 11, § 1º, a possibilidade de integralização diferida no tempo, sendo que, havendo inércia ou omissão do cotista subscritor em integralizar as cotas, nas condições previamente estabelecidas¹⁷¹, ficará constituído em mora, a ensejar o ajuizamento de procedimento judicial para a cobrança dos valores ou a alienação das cotas a terceiros, a critério da administradora responsável pelo fundo de investimento imobiliário.

Como visto, a integralização pode ocorrer não somente em moeda corrente, mas ainda, caso haja previsão no regulamento, admite-se seja feita em bens e direitos, desde que, por expressa disposição constante no art. 12 da Instrução CVM n. 472/2008, esteja acompanhada de laudo de avaliação elaborado por empresa especializada, de acordo com o

¹⁶⁸ Conforme art. 11, §§ 2º e 3º, da Instrução CVM n. 472/2008.

¹⁶⁹ BERTOLDI, M. M.; RIBEIRO, M. C. P. *Curso avançado de direito comercial*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 229.

¹⁷⁰ Salvo, como visto, se o regulamento autorizar a subscrição parcial e esta for atingida em termos e condições previamente definidos no referido instrumento, conforme estabelece o art. 13 da Instrução CVM n. 472/2008.

¹⁷¹ Determina o art. 13, parágrafo único, da Lei 8.668/93, que tais condições constarão expressamente em Boletim de Subscrição, a teor do disposto no art. 107, I, da Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/1976); já a Instrução CVM n. 472/2008, em seu art. 11, §§ 4º e 5º, estabelece se tratar o documento próprio de Compromisso de Investimento. Nesse sentido, entendemos pela possibilidade de se fazê-lo mediante Boletim de Subscrição ou Compromisso de Investimento.

Anexo I da referida instrução, e aprovado pela assembleia de cotistas, caso o FII já esteja em funcionamento¹⁷².

Compete ao administrador, a teor do §1º do referido dispositivo normativo, adotar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência no sentido de assegurar que as informações constantes no laudo de avaliação sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, recaindo sobre este a responsabilidade decorrente de eventual omissão. Tal não afasta, outrossim, a responsabilidade civil e penal do subscritor das cotas perante o fundo e demais cotistas quando agir com culpa ou dolo na avaliação dos bens e direitos utilizados para a integralização, podendo ser responsabilizado, ainda, por eventual evicção de direito.

Por fim, conforme estabelece o § 2º do já citado art. 12 da Instrução CVM n. 472/2008, “a integralização de cotas em bens e direitos deverá ocorrer no prazo estabelecido pelo regulamento ou compromisso de investimento, aplicando-se, no que couber, os arts. 8º a 10, arts. 89, 98, §2º, e 115, §§ 1º e 2º da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976”. Trata-se de dispositivos concernentes à avaliação e transferência dos bens utilizados pelos sócios das companhias para a integralização do capital social, assim como a responsabilidade do subscritor perante os aludidos bens.

3.4 O patrimônio do fundo de investimento imobiliário

O patrimônio do fundo de investimento imobiliário é composto, a teor do art. 6º da Lei n. 8.668/93, pelos bens e direitos adquiridos pela instituição administradora, em caráter fiduciário.

A propriedade fiduciária encontra-se disciplinada no art. 1.361 e seguintes do Código Civil brasileiro (Lei n. 10.406/2002), tendo sido assim definida: “Considera-se fiduciária a propriedade resolúvel de coisa móvel infungível que o devedor, com escopo de

¹⁷² Em audiência pública n. 06/2009 (Processo n. 2009/3441), realizada entre os dias 14 de julho de 2009 e 14 de agosto de 2009, submeteu-se para análise duas alterações pontuais na Instrução CVM n. 472/2008, quais sejam: (i) dispensar a apreciação pela assembléia geral de cotistas do laudo de avaliação de bens e direitos adquiridos pelo fundo; e (ii) corrigir a remissão feita no inciso II do art. 51. O relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas no processo de audiência pública e a proposta definitiva de Instrução (sem que tal constitua opinião ou interpretação da CVM), sendo que restaram consideradas pertinentes as propostas de alteração pelos participantes. O relatório de análise ora referido se encontra disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/infos/inst478%20-%20Relat%C3%B3rio%20P%C3%B3s%20Audi%C3%Aancia.pdf>>. Acesso em: 5 nov. 2011.

garantia, transfere ao credor”. Infere-se, pois, que a propriedade fiduciária é a propriedade resolúvel de coisa móvel infungível que o devedor transfere ao credor, com o fim de garantia de crédito.

Com efeito, tratando-se de negócio fiduciário, implica a transferência da propriedade ao terceiro, denominado fiduciário. A este, detentor da propriedade resolúvel, incumbe a obrigação de novamente transferi-la ao titular original, a quem se consolidarão os direitos inerentes à propriedade.

Todavia, a disciplina da propriedade fiduciária, tal como prescrita na legislação civil, não se aplica ao fundo de investimento imobiliário, especialmente no que concerne à propriedade resolúvel, além, outrossim, de o dispositivo referir-se a coisa móvel, ao passo que o cerne principal de investimento dos fundos imobiliários se trata de um bem imóvel.

Em razão de o fundo de investimento imobiliário não possuir personalidade jurídica, permite-se que a instituição administradora adquira ou explore a propriedade de imóveis, participe do desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, dentre outros, devendo, pois, exercer todos os direitos e obrigações inerentes à propriedade e administração do patrimônio, em benefício exclusivo dos investidores cotistas. Assim, embora em caráter fiduciário, a administradora do fundo é a única proprietária dos bens, adquirindo-os em nome próprio, porém, em benefício do fundo e dos cotistas.

Como visto, os cotistas não possuem qualquer direito real sobre os imóveis, bens e direitos que compõem o ativo do fundo, nem sequer podem fazer com que suas cotas eventualmente correspondam a um bem considerado singularmente. Na verdade, não possuem, isolada ou conjuntamente, a propriedade sobre qualquer bem ou direito que compoem o patrimônio do fundo.

Lado outro, a instituição administradora, proprietária fiduciária dos bens e direitos que correspondem ao patrimônio do fundo apenas age em nome deste e dos cotistas, razão pela qual possui o direito real de propriedade limitado, só podendo gozar, fruir e dispor quando para realização dos objetivos previamente estabelecidos no regulamento do fundo, observadas as condições e limites nele fixados e o atendimento ao melhor interesse dos cotistas.

Assim, justamente por se tratar de “propriedade fiduciária”, é que os ativos que compõem o patrimônio do fundo, em especial os bens imóveis mantidos sob a propriedade fiduciária da instituição administradora, incluídos, aqui, seus frutos e rendimentos, não se

comunicam com o patrimônio desta¹⁷³, constituindo, ao contrário, patrimônio separado ou autônomo.

Como consequência dessa separação patrimonial, os incisos I a VI do art. 7º da Lei n. 8.668/93, assim como o § 3º do art. 45, da Instrução CVM n. 472/2008, ainda dispõem sobre certas restrições quanto ao patrimônio do fundo sob a gestão da instituição administradora, ou seja, patrimônio do fundo não pode:

- a) integrar o ativo da instituição administradora do fundo de investimento imobiliário, nem responderão por qualquer obrigação de sua responsabilidade;
- b) responder, direta ou indiretamente, por qualquer obrigação da instituição administradora do fundo de investimento imobiliário;
- c) compor a lista de bens e direitos da administradora, para efeito de liquidação judicial ou extrajudicial;
- d) ser dado em garantia de débito de operação da instituição administradora;
- e) objeto de penhora ou de execução por quaisquer credores da administradora, por mais privilegiados que possam ser;
- f) ter sobre os imóveis que o compõem qualquer constituição de ônus reais.

Nesse sentido, justamente pelo fato de não haver confusão entre o patrimônio do fundo e o da administradora que o administra, é que o § 3º do art. 7º da Lei n. 8.668/93, dispensa a instituição administradora da apresentação de certidão negativa de débitos, expedida pelo Instituto Nacional da Seguridade Social e da Certidão Negativa de Tributos e Contribuições, administrada pela Secretaria da Receita Federal, quando houver a alienação de imóveis integrantes do patrimônio do fundo de investimento imobiliário. Todavia, no título aquisitivo do bem, assim como no registro de imóveis, devem constar, obrigatoriamente, as restrições acima enumeradas, bem como deve estar destacado que o bem adquirido constitui patrimônio do fundo de investimento imobiliário¹⁷⁴.

A instituição administradora, assim, por se tratar de proprietária fiduciária sobre os ativos que compõem o patrimônio do fundo, deverá administrar os bens adquiridos em fidúcia e deles deve dispor na forma e para os fins estabelecidos no regulamento do fundo ou em assembleia de cotistas, respondendo, em caso de má gestão, gestão temerária, conflito de

¹⁷³ Conforme art. 7º da Lei 8.668/93.

¹⁷⁴ Conforme art. 7º, §§ 1º e 2º, da Lei n. 8.668/93.

interesses, descumprimento do regulamento do fundo ou de determinação da assembleia de cotistas, a teor do disposto no art. 8º da Lei n. 8.668/93.

Com relação aos ativos que compõem o patrimônio do fundo de investimento imobiliário, embora não especificados no art. 1º da Lei n. 8.668/93, foram regulamentados na Instrução CVM n. 472/2008, ampliando a participação do fundo e permitindo a diversificação da carteira de investimentos, antes restrita pela norma regulamentar anterior, a saber, a Instrução CVM n. 205/1994¹⁷⁵.

A participação do fundo, assim, não se restringe apenas à aplicação em empreendimentos imobiliários, mas também em títulos e valores mobiliários que estejam, direta ou indiretamente, lastreados em empreendimentos ou negócios imobiliários, além de cotas de outros fundos de investimento imobiliário, dentre outros. Portanto, segundo disposto no art. 45 da Instrução CVM n. 472/2008, podem compor a carteira de investimento do fundo de investimento imobiliário:

Art. 45. A participação do fundo em empreendimentos imobiliários poderá se dar por meio da aquisição dos seguintes ativos:

I – quaisquer direitos reais sobre bens imóveis;

II – desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM, ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, desde que se trate de emissores cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII;

III – ações ou cotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII;

IV – cotas de fundos de investimento em participações (FIP) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII ou de fundos de investimento em ações que sejam setoriais e que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário;

V – certificados de potencial adicional de construção emitidos com base na Instrução CVM nº 401, de 29 de dezembro de 2003;

VI – cotas de outros FII;

VII – certificados de recebíveis imobiliários e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII e desde que sua emissão ou negociação tenha sido registrada na CVM;

VIII – letras hipotecárias; e

IX – letras de crédito imobiliário.

¹⁷⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 205, de 14 de janeiro de 1994. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento imobiliário. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 14 jan. 2004. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

Com efeito, conforme lembra Ricardo de Santos Freitas, o fundo de investimento imobiliário deve ter, no mínimo, 75% de seus recursos aplicados em bens e direitos imobiliários, os quais comporão o patrimônio do fundo, sendo que o restante, ainda não aplicado, poderá destinar-se a outros ativos de renda fixa para fazer frente às despesas ordinárias necessárias à manutenção do fundo:

O patrimônio do fundo deve estar obrigatoriamente aplicado em empreendimentos imobiliários, admitindo-se que parcela não superior a 25% de seu patrimônio que, temporariamente, não estiver aplicado nestes empreendimentos, seja investida em cotas de fundos de renda fixa e/ou em títulos de renda fixa de livre escolha do administrador¹⁷⁶.

Quanto ao destino da parcela do patrimônio que temporariamente não estiver aplicada em empreendimentos imobiliários, o art. 46 da Instrução CVM n. 472/2008 arrola os possíveis ativos nos quais deverão ser aplicados, podendo ser (i) cotas de fundos de investimento ou títulos de renda fixa, públicos ou privados, de liquidez compatível com as necessidades do fundo; ou (ii) derivativos, exclusivamente para fins de proteção patrimonial, cuja exposição seja sempre, no máximo, o valor do patrimônio líquido do fundo e desde que previsto na política de investimento do fundo de investimento imobiliário.

3.5 O regulamento e a política de investimento do fundo de investimento imobiliário

As regras e normas que disciplinarão a gestão e a atividade a ser desenvolvida pelo fundo de investimento imobiliário devem encontrar-se prescritas no regulamento e na política de investimento do fundo. Referidos documentos, de cunho obrigatório, hão de ser elaborados pela própria administradora e postos à disposição para consulta por parte dos possíveis investidores, bem como entregues a estes, juntamente com o prospecto, quando da subscrição das cotas do fundo.

O regulamento é o documento responsável pelo estabelecimento das regras básicas de funcionamento do fundo de investimento imobiliário, em especial aquelas que se

¹⁷⁶ FREITAS, R. S. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 105.

referem aos ativos que serão adquiridos e às estratégias de investimento a serem adotadas¹⁷⁷. Assim como o prospecto¹⁷⁸, consoante já esclarecido no item 2.5, deve indicar de forma clara a política de investimento e as faixas de alocação de ativos, devendo constar da denominação do fundo o ativo prevalecente na composição de sua carteira.

Nesse sentido, arrola o art. 15 da Instrução CVM n. 472/2008, ampliando o disposto no art. 10 da Lei n. 8.668/93, as extensas disposições de cunho obrigatório que devem constar no regulamento, a saber:

a) o objeto do fundo, definindo, com clareza, os segmentos em que atuará e a natureza dos investimentos ou empreendimentos imobiliários que poderão ser realizados;

b) a política de investimento a ser adotada pelo administrador contendo, no mínimo: (i) a descrição do objetivo fundamental dos investimentos imobiliários a serem realizados, identificando os aspectos que somente poderão ser alterados com prévia anuência dos cotistas; (ii) a especificação do grau de liberdade que o administrador se reserva no cumprimento da política de investimento, indicando a natureza das operações que fica autorizado a realizar independentemente de prévia autorização dos cotistas; (iii) os ativos que podem compor o patrimônio do fundo, os requisitos de diversificação de investimentos e os riscos envolvidos; e (iv) a possibilidade de o fundo contratar operações com derivativos para fins de proteção patrimonial, cuja exposição seja sempre, no máximo, o valor do patrimônio líquido do fundo, caso autorizada no regulamento.

c) o prazo de duração do fundo;

d) as taxas de administração e desempenho, se for o caso;

e) as taxas de ingresso, ou critérios para sua fixação, se for o caso;

f) o número de cotas a serem emitidas e sua divisão em séries, se for o caso;

g) a possibilidade de realização de subscrição parcial e cancelamento de saldo não colocado findo o prazo de distribuição;

h) a possibilidade ou não de futuras emissões de cotas, e o direito de preferência dos cotistas à subscrição de novas emissões;

i) os critérios para a subscrição de cotas por um mesmo investidor;

j) a data de encerramento do exercício social;

k) a política de distribuição de rendimentos e resultados;

¹⁷⁷ Para melhor elucidação, Pedro Gaivão *et al.* equiparam o Regulamento a uma convenção de condomínio ou contrato de sociedade. (Cf. GAIVÃO, P. *et al.* *Fundos de investimento imobiliário: Brasil e Portugal*. São Paulo: Vida Imobiliária Brasil, 2009. p. 54)

¹⁷⁸ Segundo o art. 14 da Instrução CVM n. 472/2008, o prospecto, abordado no item 2.5, deverá ser elaborado em conformidade com o disposto no Anexo III-B da Instrução CVM n. 400, de 2003.

- l) a qualificação do administrador;
- m) as obrigações e responsabilidades do administrador, em especial quanto àquelas previstas no art. 32 e seguintes [da Instrução CVM n. 472/2008], bem como seus deveres na qualidade de proprietário fiduciário dos imóveis e direitos integrantes do patrimônio do fundo;
- n) a remuneração do administrador e de terceiros que tenham sido contratados nos termos dos arts. 29 e 31 [da Instrução CVM n. 472/2008];
- o) a descrição pormenorizada das demais despesas e encargos do fundo;
- p) o conteúdo e periodicidade das informações a serem prestadas aos cotistas;
- q) o modo de convocação, competência, *quorum* de instalação e de deliberação da assembleia geral, assim como as formas de representação dos cotistas;
- r) o modo e as condições de dissolução e liquidação do fundo, incluindo no tocante à forma de partilha do patrimônio entre os cotistas e à amortização programada das cotas, se for o caso;
- s) o percentual máximo de cotas que o incorporador, construtor e sócios de determinado empreendimento em que o fundo tenha investido poderão, isoladamente ou em conjunto com pessoas a ele ligadas, subscrever ou adquirir no mercado, indicando iate mesmo as consequências tributárias;
- t) o prazo máximo para a integralização ao patrimônio do fundo de bens e direitos oriundos de subscrição de cotas, se for o caso;
- u) os endereços, físicos e eletrônicos em que podem ser obtidas as informações e documentos relativos ao fundo;
- v) a descrição das medidas que poderão ser adotadas pelo administrador para evitar alterações no tratamento tributário conferido ao fundo ou aos seus cotistas;
- w) o exercício do direito de voto em participações societárias do fundo; e
- x) as regras e prazos para chamadas de capital, observado o previsto no compromisso de investimento.

O regulamento do fundo de investimento imobiliário só poderá ser alterado após prévia deliberação e Assembleia Geral de Cotistas, na forma do disposto na Instrução CVM n. 409/2004. A produção de efeitos de eventual alteração se iniciará tão somente a partir da data

de protocolo, na CVM, da ata da assembleia geral, contendo o inteiro teor das deliberações e do regulamento consolidado do fundo¹⁷⁹.

O regulamento é elaborado pelo próprio administrador, cabendo-lhe, livremente, definir o objeto (tipo de fundo a ser constituído) e sua política de investimentos. O regulamento e o prospecto, a ser elaborado pelo administrador do fundo, dependem de prévia autorização da CVM, daí por que deve o objeto do fundo ser definido com clareza, de modo a possibilitar a identificação precisa e a contento dos segmentos em que o fundo poderá atuar, a natureza dos investimentos a serem realizados e o tipo de rentabilidade almejada.

Nesse sentido, ressalte-se, mais uma vez, a importância da instituição de regulação por parte da CVM, no sentido de exigir e garantir ampla divulgação de informações, a fim de assegurar ao público alvo os dados necessários para a tomada de decisão de investimento com consciência quando da assunção dos riscos e escolha de alternativas. Isso porque há a existência de uma estreita relação entre a política de investimento adotada e os riscos a que está sujeita a carteira do fundo de investimento imobiliário e, por consequência, o próprio fundo.

Tais riscos, conforme veremos, envolvem não somente aqueles de crédito referentes a eventual inadimplemento, mas também os riscos de mercado (oscilação dos preços dos ativos que compõem a carteira de fundo); risco de liquidez, inerente à eventual dificuldade de venda de um ativo da carteira no mercado¹⁸⁰; os riscos operacionais, diretamente relacionados à gestão do fundo e que decorrem de falha humana ou sistêmica, seja na avaliação do risco, seja na adoção de procedimento inadequados, falhas de controle, etc.; e aos riscos legais, os quais, por exemplo decorrem do não cumprimento de normas legais¹⁸¹.

¹⁷⁹ Conforme arts. 16 e 17 da Instrução CVM n. 472/2008.

¹⁸⁰ PERRICONE, Sh.. Fundos de investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 4, n.11, p. 87, jan./mar. 2001.

¹⁸¹ PERRICONE, Sh. Fundos de investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 4, n.11, p.87, jan./mar. 2001.

3.6 O administrador e a estrutura organizacional do fundo de investimento imobiliário

A administração do fundo implica, como visto, a transferência da propriedade fiduciária dos bens e direitos que compõem o seu patrimônio. Além disso, a administração do fundo de investimento imobiliário também compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente à sua manutenção, a ser prestado pelo próprio administrador ou por terceiros por este contratado, desde que por escrito e em nome do fundo¹⁸².

Segundo o art. 5º da Lei n. 8.668/93, o fundo de investimento imobiliário será gerido por uma instituição administradora autorizada pela CVM, devendo ser, exclusivamente, um banco múltiplo com carteira de investimento ou com carteira de crédito imobiliário, banco de investimento, sociedade de crédito imobiliário, sociedade corretora ou sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários, ou outras entidades legalmente equiparadas. Ampliando o rol de possíveis instituições administradoras, o art. 28 da Instrução CVM n. 472/2008 também elenca os bancos comerciais, as caixas econômicas e as companhias hipotecárias.

Independentemente de quem seja a instituição administradora, o art. 29 da Instrução CVM n. 472/ 2008 enumera os serviços que devem ser prestados pelo administrador do fundo, seja direta – sob a supervisão e responsabilidade direta de um diretor estatutário especialmente indicado para esse fim –, seja indiretamente, mediante terceiros contratados¹⁸³:

- a) manutenção de departamento técnico habilitado a prestar serviços de análise e acompanhamento de projetos imobiliários;
- b) atividades de tesouraria, de controle e processamento dos títulos e valores mobiliários;
- c) escrituração de cotas;
- d) custódia de ativos financeiros;
- e) auditoria independente; e
- f) gestão dos valores mobiliários integrantes da carteira do fundo.

¹⁸² Conforme art. 27 da Instrução CVM n. 472/2008.

¹⁸³ A contratação de terceiros depende de aprovação por deliberação da assembleia geral ou de prévia previsão no regulamento. Ademais, em hipótese alguma afetará a propriedade fiduciária, que permanecerá de titularidade exclusiva da administradora.

Por expressa disposição no § 4º, do art. 29, da Instrução CVM n. 472/2008, a custódia de ativos financeiros e a auditoria independente se tratam de despesas exclusivas do próprio fundo, sendo que os demais serviços deverão ser arcados pela Administradora. Lado outro, o § 3º do citado dispositivo normativo ainda dispensa a administradora da contratação de serviços de custódia para os ativos financeiros que não ultrapassem até 5% do patrimônio líquido do fundo, “desde que tais ativos estejam admitidos à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado ou registrados em sistema de registro ou de liquidação financeira autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM”.

O administrador, que deve ser identificado no regulamento, responsabiliza-se por toda a administração do fundo de investimento imobiliário e pelas informações que devem ser prestadas aos cotistas e à CVM.

Por tal razão, deve o administrador exercer suas atividades pautando-se pelo dever geral de agir munido de boa-fé, transparência, diligência e lealdade em relação ao fundo e aos cotistas, não podendo¹⁸⁴ (i) usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para o fundo, as oportunidades de negócio do fundo; (ii) omitir-se no exercício ou proteção de direitos do fundo ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse do fundo; (iii) adquirir bem ou direito que sabe necessário ao fundo, ou que este tencione adquirir; ou (iv) tratar de forma não equitativa os cotistas do fundo, a não ser quando os direitos atribuídos a diferentes classes de cotas justificassem tratamento desigual.

No mesmo sentido, os atos que caracterizam conflitos de interesses entre o fundo e o administrador, assim exemplificados nos parágrafos do art. 34 da Instrução CVM n. 472/2008, dependem de autorização prévia, específica e informada da Assembleia Geral de Cotistas. Em qualquer hipótese, o administrador e o gestor devem transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possam alcançar em decorrência de sua condição, quando atuarem em nome ou benefício do fundo¹⁸⁵.

Em suma, pode o administrador realizar todas as operações e praticar todos os atos que se relacionem com o objeto do fundo; exercer todos os direitos inerentes à propriedade dos bens e direitos integrantes do patrimônio do fundo; abrir e movimentar contas bancárias; adquirir e alienar livremente títulos pertencentes ao fundo; transigir; representar o fundo, ativa e passivamente, em juízo ou fora dele; e, se for o caso, solicitar a admissão à

¹⁸⁴ Exemplos de violação do dever de lealdade do administrador elencados no §1º do art. 33 da Instrução CVM n. 472/2008.

¹⁸⁵ Conforme art. 33, § 2º, da Instrução CVM n. 472/2008.

negociação em mercado organizado das cotas do fundo¹⁸⁶; além de responder pessoalmente, por força do art. 14, II, da Lei n. 8.668/93, pela evicção de direito, no caso de alienação de imóveis pelo fundo.

Outrossim, pode o administrador contratar em nome do fundo alguns serviços facultativos a serem prestados pelo próprio administrador ou por terceiros devidamente habilitados, a saber: (i) distribuição de cotas; (ii) consultoria especializada para administrar as locações ou arrendamentos de empreendimentos integrantes do seu patrimônio, a exploração do direito de superfície e a comercialização dos respectivos imóveis; e (iii) empresa especializada para administrar as locações ou arrendamentos de empreendimentos integrantes do seu patrimônio, a exploração do direito de superfície e a comercialização dos respectivos imóveis¹⁸⁷.

Todavia, diante da competência atribuída ao administrador, incumbe-lhe, assim como ao diretor designado, a responsabilidade pelos serviços prestados e pelos atos de gestão realizados, ainda que tenha havido a contratação de terceiros para a prestação dos serviços acima arrolados, ou mesmo, para a administração dos imóveis e gestão dos ativos imobiliários do fundo.

O art. 35 da Instrução CVM n. 472/2008, ampliando o disposto no art. 12 da Lei n. 8.668/93, sobre as vedações ao administrador, dispõe, *in verbis*:

Art. 35. É vedado ao administrador, no exercício das funções de gestor do patrimônio do fundo e utilizando os recursos do fundo:

- I – receber depósito em sua conta corrente;
- II – conceder empréstimos, adiantar rendas futuras ou abrir créditos aos cotistas sob qualquer modalidade;
- III – contrair ou efetuar empréstimo;
- IV – prestar fiança, aval, bem como aceitar ou co-obrigar-se sob qualquer forma nas operações praticadas pelo fundo;
- V – aplicar no exterior recursos captados no País;
- VI – aplicar recursos na aquisição de cotas do próprio fundo;
- VII – vender à prestação as cotas do fundo, admitida a divisão da emissão em séries e integralização via chamada de capital;
- VIII – prometer rendimentos predeterminados aos cotistas;
- IX – sem prejuízo do disposto no art. 34, realizar operações do fundo quando caracterizada situação de conflito de interesses entre o fundo e o administrador, ou entre o fundo e o empreendedor;
- X – constituir ônus reais sobre os imóveis integrantes do patrimônio do fundo;
- XI – realizar operações com ativos financeiros ou modalidades operacionais não previstas nesta Instrução;

¹⁸⁶ Conforme art. 30 da Instrução CVM n. 472/2008.

¹⁸⁷ Conforme art. 31 da Instrução CVM n. 472/2008.

XII – realizar operações com ações e outros valores mobiliários fora de mercados organizados autorizados pela CVM, ressalvadas as hipóteses de distribuições públicas, de exercício de direito de preferência e de conversão de debêntures em ações, de exercício de bônus de subscrição e nos casos em que a CVM tenha concedido prévia e expressa autorização;

XIII – realizar operações com derivativos, exceto quando tais operações forem realizadas exclusivamente para fins de proteção patrimonial e desde que a exposição seja sempre, no máximo, o valor do patrimônio líquido do fundo; e

XIV – praticar qualquer ato de liberalidade.

O administrador deverá ser remunerado pela atividade prestada, conforme expressamente restar previsto no regulamento do fundo, sendo livre sua forma de arbitramento, podendo incluir, nos termos do art. 36 da Instrução CVM n. 472/2008, uma parcela variável calculada em razão do desempenho do fundo ou de indicador relevante para o mercado imobiliário que com o fundo possa ser razoavelmente comparado.

A qualquer tempo, conforme disposto nos arts. 37 e 38 da Instrução CVM n. 472/2008, pode o administrador ser substituído, seja em razão de sua renúncia ou em caso de destituição havida por meio de deliberação da Assembleia Geral de Cotistas, especialmente convocada para tal fim.

Caso ocorra a renúncia ou a alteração do objeto social da instituição administradora que lhe impossibilite de atuar como tal, sua substituição ocorrerá mediante convocação de Assembleia Geral de Cotistas para tal fim, hipótese em que permanecerá no exercício do *munus* até que haja a efetiva nomeação do administrado substituto.

Ocorrendo a liquidação extrajudicial da administradora, caberá ao liquidante designado pelo BCB convocar assembleia geral, no prazo de cinco dias úteis, contados do ato que decretar a liquidação extrajudicial, para deliberar acerca da eleição de novo administrador e a eventual liquidação do fundo. Não havendo deliberação sobre novo administrador, no prazo de 30 dias úteis, o BCB nomeará uma instituição para processar a liquidação do fundo.

Além do administrador, responsável pela gestão do patrimônio, forma a estrutura organizacional do fundo de investimento imobiliário a Assembleia Geral de Cotistas, que poderá, ainda, eleger o representante dos cotistas, ou comitê de representantes, para o exercício de fiscalização dos empreendimentos ou investimentos que integram o ativo do fundo. Por fim, o fundo de investimento imobiliário ainda se sujeita, como visto, a uma auditoria independente de suas contas.

Passa-se, a seguir, pois, à análise individual dos agentes intervenientes, componentes da estrutura organizacional do fundo de investimento imobiliário.

3.6.1 Assembleia Geral de Cotistas

Tendo em vista que a gestão do patrimônio e a administração do fundo de investimento imobiliário assistem exclusivamente à entidade administradora, é salutar esclarecer que a Assembleia Geral de Cotistas não detém amplos poderes de deliberação no que diz respeito às questões concernentes ao interesse dos próprios cotistas ou do fundo. Nesse sentido, competirá ao regulamento enumerar as matérias passíveis de deliberação por parte da assembleia (competência) e seu respectivo quórum, conforme previsão expressa no art. 10, VII, da Lei n. 8.668/93.

Sem prejuízo das matérias que possam ser elencadas no regulamento, pela Administradora, como de competência da Assembleia Geral de Cotistas, a Instrução Normativa CVM n. 472/2008 enumera, em seu art. 18, determinadas questões, cuja deliberação é de competência exclusiva desse órgão deliberativo:

- a) aprovação das demonstrações financeiras apresentadas pelo administrador;
- b) alteração do regulamento;
- c) destituição ou substituição do administrador e escolha de seu substituto;
- d) emissão de novas cotas;
- e) fusão, incorporação, cisão e transformação do fundo;
- f) dissolução e liquidação do fundo, quando não prevista e disciplinada no regulamento;
- g) a alteração do mercado em que as cotas são admitidas à negociação, salvo quando diversamente previsto em regulamento;
- h) apreciação do laudo de avaliação de bens e direitos utilizados na integralização de cotas do fundo;
- i) eleição e destituição de representante dos cotistas de que trata o art. 25 [desta Instrução CVM n. 472/2008];
- j) aumento das despesas e encargos de que trata o art. 47 [da Instrução CVM n. 472/2008]; e
- k) prorrogação do prazo de duração do FII.

Compete ao administrador do fundo a convocação da assembleia geral, devendo, para tanto, disponibilizar todas as informações e documentos necessários ao exercício informado do direito de voto em sua página na rede mundial de computadores, na data de

convocação da assembleia, e mantê-los até sua realização¹⁸⁸. Todavia, observados os requisitos estabelecidos no regulamento do fundo, pode o representante dos cotistas ou quaisquer cotistas representantes de, no mínimo, 5% das cotas emitidas convocar a assembleia geral, conforme preconiza o § 2º do art. 19 da Instrução CVM n. 472/2008.

A convocação e a instalação da assembleia geral do fundo de investimento imobiliário serão feitas consoante o disposto nos arts. 48 a 51 da Instrução CVM n. 409/2004.

Assim, a convocação deve ser feita por correspondência encaminhada a cada cotista, com dez dias de antecedência, no mínimo, da data de sua realização, enumerando, expressa e obrigatoriamente: (i) dia, hora e local em que será realizada a assembleia geral; (ii) a ordem do dia, contendo todas as matérias a serem deliberadas, não se admitindo que sob a rubrica de assuntos gerais haja matérias que dependam de deliberação da assembleia; e (iii) o local onde o cotista pode examinar os documentos pertinentes à proposta a ser submetida à apreciação da assembleia. A presença da totalidade dos cotistas supre a falta de convocação.

A assembleia geral se instalará com a presença de qualquer número de cotistas, desde que tenham sido todos regularmente convocados. Anualmente, a assembleia geral deverá deliberar sobre as demonstrações contábeis do fundo, fazendo-o até 120 dias após o término do exercício social. Pode ser realizada, ainda, com no mínimo 30 dias após estarem disponíveis aos cotistas as demonstrações contábeis auditadas relativas ao exercício encerrado.

As deliberações da assembleia, segundo o disposto no art. 20 da Instrução CVM n. 472/2008, serão tomadas por maioria de votos dos cotistas presentes, cabendo um voto a cada cota¹⁸⁹. Todavia, dependem de aprovação de cotistas que representem metade, no mínimo, das cotas emitidas, as matérias relativas à alteração do regulamento; fusão, incorporação, cisão e transformação do fundo; apreciação de laudo de avaliação de bens e direitos utilizados na integralização das cotas do fundo; e deliberação de atos que caracteriza conflito de interesses entre o fundo e o administrador. Pode, no entanto, o administrador fixar um quórum maior no regulamento do fundo, além de criar novas hipóteses de quórum qualificado¹⁹⁰.

¹⁸⁸ Conforme art. 19, *caput* e § 3º, da Instrução CVM n. 472/2008.

¹⁸⁹ Conforme art. 22 da Instrução CVM n. 472/2008, somente poderão votar na Assembleia Geral os cotistas que estiverem regularmente inscritos no registro de cotistas, na data da convocação da assembleia, podendo fazer-se representar por seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos há menos de um ano.

¹⁹⁰ Conforme art. 20, parágrafo único, da Instrução CVM n. 472/2008.

No intuito de evitar os efeitos da ausência de cotistas ou mesmo para facilitar a realização de assembleias¹⁹¹, reduzindo custos desnecessários e imprimindo celeridade na instalação destas, a Instrução CVM n. 472/2008, em seu art. 21, possibilita a adoção de um processo de consulta formal, sem necessidade de reunião dos cotistas, para as deliberações da assembleia, desde que previsto no regulamento e que constem, na consulta, todos os elementos informativos necessários ao exercício do direito de voto. A votação em assembleia geral poderá, ainda, ocorrer por meio de comunicação escrita ou eletrônica, observados os termos do regulamento do fundo; ou mesmo mediante procuração, conforme disciplinado nos arts. 22 e 23 da Instrução CVM n. 472/2008.

Lado outro, no intuito de evitar eventual conflito de interesses, o art. 24 da Instrução CVM n. 472/2008 enumera aqueles que não podem votar em assembleia geral do fundo. Tal proibição se aplica desde que não sejam os únicos cotistas do fundo ou que não haja aquiescência expressa da maioria dos demais cotistas, manifestada na própria assembleia ou em instrumento de procuração a que se refira especificamente à assembleia.

Dessa maneira, salvo as hipóteses excepcionais acima previstas, são impedidos de votar nas assembleias gerais do fundo (i) o seu administrador ou gestor; (ii) os sócios, diretores e funcionários do administrador ou gestor; (iii) as empresas ligadas ao administrador ou ao gestor, seus sócios, diretores e funcionários; e (iv) os prestadores de serviços do fundo, seus sócios, diretores e funcionários.

Cumpra acrescentar ainda que, além das hipóteses acima contempladas, passíveis de afigurar conflitos de interesse e que, como tal, impedem a participação em assembleia, por expressa disposição prevista no já analisado art. 34 da Instrução CVM n. 472/2008, todos “os atos que caracterizem conflitos de interesses entre o fundo e o administrador¹⁹² dependem de aprovação prévia, específica e informada da assembleia geral de cotistas”.

¹⁹¹ GAIVÃO, P. *et al.* *Fundos de investimento imobiliário: Brasil e Portugal*. São Paulo: Vida Imobiliária Brasil, 2009. p. 60.

¹⁹² Os atos que caracterizam conflitos de interesse, a teor do § 1º do art. 34 da Instrução CVM n. 472/2008 são: a aquisição, locação, arrendamento ou exploração do direito de superfície, pelo fundo, de imóvel de propriedade do administrador ou de pessoas a ele ligadas; a alienação, locação ou arrendamento ou exploração do direito de superfície de imóvel integrante do patrimônio do fundo tendo como contraparte o administrador ou pessoas a ele ligadas; a aquisição, pelo fundo, de imóvel de propriedade de devedores do administrador, uma vez caracterizada a inadimplência do devedor; e a contratação, pelo fundo, de pessoas ligadas ao administrador, para prestação dos serviços referidos no art. 31.

3.6.2 Representante dos cotistas

Conforme previsão expressa prescrita nos arts. 25 e 26 da Instrução CVM n. 472/2008, é possível à assembleia geral de cotistas nomear, sempre, um ou mais representantes para o exercício das funções de fiscalização dos empreendimentos ou investimentos do fundo e defesa dos direitos e interesses dos cotistas. Trata-se, verdadeiramente, segundo preleciona Pedro Gaivão *et al*¹⁹³, de um modelo inspirado no conselho fiscal, previsto nos arts. 161 a 165-A da Lei das Sociedades por Ações (Lei n. 6.404/76)¹⁹⁴.

O representante dos cotistas, seguindo a mesma regra normativa sobre a vedação a possíveis conflitos de interesses, somente poderá ser pessoa física ou jurídica que atenda aos seguintes requisitos, cumulativamente: (i) ser cotista, ou profissional especialmente contratado para zelar pelos interesses do cotista; (ii) não exercer cargo ou função na entidade administradora ou na entidade controladora do administrador, em sociedades por ele diretamente controladas e em coligadas ou outras sociedades sob controle comum, ou prestar-lhes assessoria de qualquer natureza; e (iii) não exercer cargo ou função na sociedade empreendedora do empreendimento imobiliário que constitua objeto do fundo, ou prestar-lhe assessoria de qualquer natureza.

3.6.3 Auditor independente

Entre as obrigações incumbidas ao administrador do fundo, como visto, impõe o art. 29, V, da Instrução CVM n. 472/2008, a necessidade de contratação de auditor independente, embora os custos para tanto sejam considerados como despesas do próprio fundo, a teor do § 4º do referido dispositivo normativo.

¹⁹³ GAIVÃO, P. *et al. Fundos de investimento imobiliário: Brasil e Portugal*. São Paulo: Vida Imobiliária Brasil, 2009. p. 61.

¹⁹⁴ BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial da União*, Brasília-DF, 15 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 12 mar. 2011.

Embora não haja regulamentação específica pela Instrução CVM n. 472/2008 sobre as atribuições do auditor independente, pode-se fazê-lo analisando-se o contexto da referida norma. Desse modo, é de estrita competência do auditor independente proceder à auditoria:

a) das demonstrações financeiras do fundo, conforme os termos dos arts. 29, V, “c”; 44, § 2º; e 47, V, da Instrução CVM n. 472/2008;

b) das demonstrações financeiras de cada um dos fundos objeto de cisão, incorporação, fusão ou transformação, levantadas na data da operação, devendo constar em nota explicativa os critérios utilizados para a relação de troca das cotas, conforme os termos do art. 48, da Instrução CVM n. 472/2008;

c) nas hipóteses de liquidação do fundo, contendo a demonstração da movimentação do patrimônio líquido, compreendendo o período entre a data das últimas demonstrações financeiras auditadas e a data da efetiva liquidação do fundo conforme os termos do art. 50, da Instrução CVM n. 472/2008;

3.6.4 Instituição responsável pela prestação de serviços de custódia dos títulos e valores mobiliários do fundo

Além da contratação de auditor independente, entre as obrigações incumbidas ao administrador do fundo, impõe o art. 29, IV, da Instrução CVM n. 472/2008 a necessidade de contratação de instituição para realização da custódia dos ativos financeiros do fundo, sendo, novamente, os custos para tanto considerados como despesas do próprio fundo, a teor do § 4º do referido dispositivo normativo.

Conforme já analisado, constitui expressa obrigação assistida ao administrador do fundo, conforme estatui o art. 32, VII, da Instrução CVM n. 472/2008, “manter custodiados em instituição prestadora de serviços de custódia, devidamente autorizada pela CVM, os títulos e valores mobiliários adquiridos com recursos do fundo”.

O custodiante é responsável pelo controle dos ativos financeiros do fundo, constituído por títulos e valores mobiliários. Apesar do disposto no art. 1º, VI e art. 24 da Lei n. 6.385/76, a própria entidade administradora pode executar os serviços de custódia do fundo de investimento imobiliário ou, a seu critério, pode contratá-lo de terceiros.

A contratação de instituição custodiante é de cunho obrigatório. Todavia, o § 3º do art. 29 da Instrução CVM n. 472/2008 dispensa a contratação do serviço de custódia para os ativos financeiros que representem até 5% do patrimônio líquido do fundo, desde que “tais ativos estejam admitidos à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado ou registrados em sistema de registro ou de liquidação financeira autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM”.

O contrato de custódia a ser celebrado deve, obrigatoriamente, conter cláusula que (i) estipule que somente as ordens emitidas pelo administrador, pelo gestor ou por seus representantes legais ou mandatários, devidamente autorizados podem ser acatadas pela instituição custodiante; (ii) vede ao custodiante a execução de ordens que não estejam diretamente vinculadas às operações do fundo; e (iii) estipule com clareza o preço dos serviços¹⁹⁵.

3.7 Resgate e negociação das cotas e liquidação do fundo

O fundo de investimento imobiliário, como visto, é constituído na forma de condomínio fechado, sendo seu patrimônio dividido em cotas, as quais, embora integrem a titularidade dos sócios, denominados de cotistas, não lhes ensejam qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo.

Assim, a aquisição de cotas de fundo de investimento imobiliário outorga ao cotista o direito de participar dos rendimentos e ganhos auferidos pela administração do ativo por parte do fundo. Todavia, embora possam ser livremente alienadas, há vedação expressa no que concerne à possibilidade de resgate das cotas.

Nesse sentido, prelecionam o art. 2º da Lei n. 8.668/93 e o art. 9º da Instrução CVM n. 472/2008:

Lei n. 8.668/93. Art. 2º. O Fundo será constituído sob a forma de condomínio fechado, proibido o resgate de quotas, com prazo de duração determinado ou indeterminado.

Instrução CVM 472/08. Art. 9º. Não é permitido o resgate de cotas.

¹⁹⁵ Conforme art. 32, parágrafo único, da Instrução CVM n. 472/2008.

Dessa maneira, uma vez adquiridas cotas de fundo de investimento imobiliário, é vedado ao titular requerer o resgate destas. Por tal razão, deverá o cotista considerar o histórico de liquidez das cotas ou a previsão de mecanismos de formação de mercado antes da aquisição destas, para que haja racionalidade ampla quando da opção de investimento. Tal restrição operacional, que se afigura como um dos fatores de risco do fundo de investimento imobiliário, será objeto de abordagem oportunamente.

As cotas de fundo de investimento imobiliário podem ser objeto de alienação tanto por transações privadas quanto no mercado secundário de valores mobiliários, por meio das bolsas de valores ou mercado de balcão organizado¹⁹⁶.

As transações privadas consistem na transferência das cotas em razão de alguma particularidade, em que é dispensado o registro na CVM. Assim, é feita a aproximação direta entre o cotista alienante da cota e o investidor interessado na aquisição desta.

E para a realização dessas transações, tendo em vista o já mencionado caráter instrumental das normas relativas ao registro de ofertas públicas, visando à divulgação ampla de informações no sentido de proteção aos investidores, a caracterização dos destinatários da oferta constitui o critério mais importante da colocação privada.

Em suma, independentemente dos meios utilizados no processo de oferta, determinada distribuição de valores mobiliários será considerada privada se os ofertados forem pessoas certas ou determinadas, investidores sofisticados ou, em razão de suas relações com o fundo de investimento imobiliário, tiverem acesso ao mesmo tipo de informação que seria exigido em decorrência do registro¹⁹⁷.

As transações no âmbito do Mercado de Valores Mobiliários¹⁹⁸ ocorrem mediante a já analisada oferta pública, que consiste, em termos gerais, “na colocação de valores mobiliários junto ao público em geral”¹⁹⁹ no mercado, ou, nos dizeres de Nelson Eizirik *et al.*,

¹⁹⁶ Entende-se, nesse sentido, que não só a alienação das cotas é possível, mas, também, a locação delas. Dada a natureza jurídica de valores mobiliários, considerados com bem incorpóreo, regido pelo direito das coisas móveis, elencado no art. 83 III, do Código Civil brasileiro, com a aplicação das regras especiais exigidas pela sua feição imaterial, não há óbice legal para que tais cotas sejam objeto de contrato de locação. Nesse sentido, para um maior aprofundamento sobre o tema, sugere-se a leitura de: CARVALHO, T. L.. A possibilidade de locação de ações e quotas como inovação estratégica. In: ENCONTRO NACIONAL DO CONPEDI – Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito, 20, 2011, Vitória/ES. *Anais...*, Florianópolis/SC: Fundação Boiteux, 2011.

¹⁹⁷ EIZIRIK, N. *et al.* F. *Mercado de capitais e regime jurídico*. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 145/152.

¹⁹⁸ O Mercado de Valores Mobiliários é aqui entendido como uma subdivisão do mercado financeiro, responsável pela negociação de valores mobiliários, assim definidos no art. 2º da Lei n. 6.385/76. Embora o mercado financeiro possa ser dividido em mercado monetário, mercado de crédito (ou mercado bancário), mercado de capitais e de valores mobiliários, mercado cambial e mercado de derivativos, infere-se que esses segmentos se comunicam, inter-relacionam, diante da vastidão e da complexidade das operações realizadas no

a oferta pública de distribuição de valores mobiliários constitui a operação pela qual a companhia ou titulares de valores mobiliários de sua emissão promovem, mediante apelo ao público, a colocação de ações ou outros valores mobiliários no mercado de capitais. Os investidores interessados em se tornar titulares dos valores mobiliários ofertados devem subscrevê-los ou adquiri-los e o preço por eles pago é revertido para o ofertante²⁰⁰.

Com efeito, a estrutura legal do Mercado de Valores Mobiliários parte do pressuposto de que o funcionamento eficiente desse mercado e a preservação da confiabilidade constituem elementos imprescindíveis à sobrevivência da empresa privada nacional²⁰¹. Como integrantes do sistema de distribuição pública de valores mobiliários no âmbito do Mercado de Valores Mobiliários, assim enumera o art.15 da Lei n. 6.385/76:

Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende:

I – as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários:

a) como agentes da companhia emissora;

b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado;

II – as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria;

III – as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão;

IV – as bolsas de valores.

V – entidades de mercado de balcão organizado.

VI – as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

VI – as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e

VII – as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

Da mesma forma, o art. 5º da Lei n. 4.728/65, que disciplina o mercado de capitais, assim estabelece sobre a constituição do mercado:

Art. 5º O sistema de distribuição de títulos ou valores mobiliários no mercado de capitais será constituído:

mercado financeiro. Para maior aprofundamento sobre o assunto, especialmente sobre a regulação do mercado financeiro, cf. CARVALHO, T. A regulação do mercado financeiro e a necessária intervenção estatal na autonomia privada. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 14, p. 45- p. 76, 2011.

¹⁹⁹ ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Atlas, 2007. p. 5.

²⁰⁰ EIZIRIK, N. *et al. Mercado de capitais e regime jurídico*. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 135.

²⁰¹ PAPINI, Roberto. *Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Forense, 1987. p. 19.

- I – das Bolsas de Valores e das sociedades corretoras que sejam seus membros;
- II – das instituições financeiras autorizadas a operar no mercado de capitais;
- III – das sociedades ou empresas que tenham por objeto a subscrição de títulos para revenda, ou sua distribuição no mercado, e que sejam autorizadas a funcionar nos termos do art. 11;
- IV – das sociedades ou empresas que tenham por objeto atividade de intermediação na distribuição de títulos ou valores mobiliários, e que estejam registradas nos termos do art. 12.

Vislumbra-se, portanto, que a distribuição de cotas de fundo de investimento imobiliário no Mercado de Valores Mobiliários poderá ocorrer no âmbito das bolsas de valores ou entidades de mercado de balcão organizado, dependendo, pois, de se tratar de oferta primária ou secundária.

Para Andréa Fernandes Andrezo e Iran Siqueira Lima, “a emissão das obrigações primárias ocorre no denominado mercado primário, definido como aquele em que ocorre a primeira colocação de títulos e valores mobiliários”²⁰². Complementando o referido entendimento, Nelson Eizirik *et al.* esclarece:

[...] as ofertas primárias atendem a principal função do mercado de valores mobiliários, qual seja, permitir o financiamento de médio e longo prazo das empresas, que poderão direcionar os recursos obtidos, entre outras aplicações, para a execução de projetos ou adequação de seu passivo²⁰³.

Assim, constitui a oferta primária aquela em que o fundo de investimento imobiliário emite pela primeira vez suas cotas para subscrição ou emite novas cotas (colocação perante investidores), sendo que os recursos obtidos com a venda (integralização) são revertidos em favor do próprio fundo emissor, atendendo às suas necessidades de caixa ou permitindo a consecução do seu objeto (financiamento de seus projetos de desenvolvimento), a saber, a participação em imóveis ou empreendimentos imobiliários.

Adquirindo cotas no mercado primário, os investidores interessados se tornam cotistas do fundo de investimento imobiliário, titulares de participação sobre os rendimentos e ganhos de capital auferidos pelo fundo. Todavia, considerando a já abordada impossibilidade de resgate das cotas, pode ocorrer o interesse de o cotista não mais querer manter as cotas

²⁰² ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Atlas, 2007. p. 05.

²⁰³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; HENRIQUES, Marcus de Freitas; PARENTE, Flávia. *Mercado de capitais e regime jurídico*. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 135/136.

adquiridas sob sua titularidade, podendo, assim, fazer a negociação dessas cotas²⁰⁴, que ocorrerá perante o denominado mercado secundário.

Dessa maneira, o mercado secundário abrange as negociações de transferência das cotas de fundo de investimento imobiliário entre cotista e investidor, após já ter ocorrido a primeira venda (aquisição das cotas, no mercado primário, pelo cotista). Acrescenta, ainda, Andréa Fernandes Andrezo e Iran Siqueira Lima, analisando a operação no mercado secundário, que “[...] a relação não se estabelece de investidor para emissor, mas de investidor para investidor. Portanto, não há ingresso de recursos novos para a entidade que emitiu o título, mas apenas um resgate de valor para quem o havia adquirido”²⁰⁵.

No mercado secundário, portanto, os recursos pagos são destinados aos próprios ofertantes (outrora cotistas), visando assegurar, assim, um retorno financeiro ao seu investimento ou dar liquidez aos títulos de sua propriedade. O objetivo é, pois, conferir liquidez às cotas emitidas no mercado primário, ao permitir que os cotistas transfiram, ente si e perante investidores, as cotas adquiridas.

Cumpra salientar, consoante bem esclarece Nelson Eizirik *et al.*²⁰⁶, que a diferença entre o mercado primário e o mercado secundário ocorre apenas em termos econômicos, tendo em vista as diferentes finalidades visadas. Com efeito, ambos são regulamentados juntamente pela Lei n. 6.385/76 e pela Instrução CVM n. 400/2003.

As negociações, tanto no mercado primário como do mercado secundário, podem ocorrer no âmbito das bolsas de valores ou das entidades de mercado de balcão organizado. Ambas exercem o importante papel de facilitar as negociações, já que lhes competem a manutenção, a organização e a fiscalização²⁰⁷ de um local ou sistema adequado para a realização das operações.

Segundo a precisa conceituação de Arnaldo Wald e Nelson Eizirik, as bolsas de valores “constituem entidades privadas, que atuam em colaboração com o Poder Público, e

²⁰⁴ A negociação das quotas, no caso de Fundo de Investimento Imobiliário com prazo determinado, deve ocorrer antes da data de vencimento deste, eis que, ultrapassado o referido prazo, far-se-á a liquidação dos ativos com a consequente extinção do Fundo.

²⁰⁵ ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Atlas, 2007. p. 5.

²⁰⁶ EIZIRIK, N.; GAAL, A. B.; HENRIQUES, M. F.; PARENTE, F. *Mercado de capitais e regime jurídico*. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 136.

²⁰⁷ A base da estrutura para a regulação financeira brasileira é ocupada, inicialmente, pelo CMN, responsável pela edição de normas gerais, a quem se submetem a CVM e o BCB, embora possuam autonomia e independência próprias, bem como exerçam função regulatória próprias e distintas; e, ao final, pelas próprias bolsas de valores e mercado de balcão organizado, quando do exercício da autorregulação. Para maior aprofundamento sobre o assunto, especialmente, sobre a regulação do mercado financeiro, cf. CARVALHO, T. L. A Regulação do mercado financeiro e a necessária intervenção estatal na autonomia privada. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v.14, p. 45-76, 2011.

para as quais são delegados poderes para o exercício de atividades de natureza regulamentar e disciplinar no âmbito do mercado de valores mobiliários”²⁰⁸. Já as entidades de mercado de balcão organizado podem ser compreendidas como uma estrutura composta por um sistema informatizado de negociação, interligando as instituições intermediárias e permitindo a negociação dos títulos de forma eletrônica ou via telefone, destinando-se, pois, às negociações realizadas fora do âmbito das bolsas de valores. Nesse sentido, esclarecem Andréa Fernandes Andrezo e Iran Siqueira Lima:

O mercado de balcão abrange as negociações realizadas fora da bolsa de valores, por telefone e/ou via computador, por pessoas que integram o sistema de distribuição de valores mobiliários. O mercado de balcão é organizado quando se estrutura como um sistema informatizado que concentra a oferta e a procura por títulos e/ou valores mobiliários, podendo ser organizado como um sistema eletrônico de negociação por terminais, que interliga as instituições credenciadas em todo o Brasil, processando suas ordens de compra e venda e fechando os negócios eletronicamente. O mercado de balcão organizado é administrado por entidade autorreguladora com funcionamento autorizado pelo órgão regulador do mercado de valores mobiliários [Comissão de Valores Mobiliários]²⁰⁹.

Assim, tanto as bolsas de valores quanto as entidades de mercado de balcão organizado têm o objetivo de administrar sistemas centralizados, regulados e seguros para a negociação de ações e outros valores mobiliários (presta semelhantes serviços), a exemplo das cotas de fundo de investimento, no intuito de facilitar a negociação, além de proporcionar liquidez aos papéis negociados²¹⁰. A diferença entre essas instituições reside na forma de fiscalização e de organização, nos custos envolvidos para operação em uma ou outra, nos tipos de operadores envolvidos e na existência ou não de instrumentos de garantia nas operações.

Embora seja livre a possibilidade de, a qualquer momento, fazer-se a negociação das cotas, pode a entidade administradora do fundo de investimento imobiliário, desde que haja comunicação prévia ao mercado e aos cotistas por meio de jornal de grande circulação, declarar a suspensão dos serviços de transferência de cotas no período que anteceder as datas de distribuição de rendimentos aos cotistas.

²⁰⁸ EIZIRIK, N.; WALD, A. O regime jurídico das bolsas de valores e sua autonomia frente ao estado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n. 61, p. 8, jan./mar. 1986.

²⁰⁹ ANDREZO, A.F.; LIMA, I. S. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Atlas, 2007. p. 284.

²¹⁰ ANDREZO, A.F.; LIMA, I. S. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Atlas, 2007. p. 283.

Por fim, em decorrência da extinção do prazo determinado de funcionamento do fundo, ou mediante deliberação da Assembleia Geral de Cotistas, pode ocorrer a dissolução e liquidação do fundo de investimento imobiliário. Nesse sentido, o art. 52 da Instrução CVM n. 472/2008 preleciona: “O regulamento e prospecto deverão descrever detalhadamente as condições e circunstâncias em que será admitida a liquidação antecipada do fundo, com menção expressa ao prazo aplicável para efeitos de pagamento do produto da liquidação”.

Conforme visto, nos termos do art. 37, § 1º, I, da Instrução CVM n. 472/2008, nas hipóteses de renúncia do administrador, descredenciamento deste perante a CVM, ou em decorrência da sua destituição por parte da Assembleia Geral de Cotistas, caberá a esta a eleição de administrador substituto ou deliberar sobre a liquidação do fundo.

Na hipótese de liquidação do fundo, após realizada a auditoria independente sobre a movimentação financeira do patrimônio líquido, far-se-á a partilha do ativo respeitando-se a proporção das cotas de cada titular. Após a partilha, o administrador deverá promover o cancelamento do registro do fundo, mediante o encaminhamento à Comissão de Valores Mobiliários, no prazo de 15 (quinze) dias, (i) do termo de encerramento firmado pelo administrador em caso de pagamento integral aos cotistas, ou a ata da assembleia geral que tenha deliberado a liquidação do fundo, quando for o caso; (ii) da demonstração de movimentação de patrimônio do fundo a que se refere o art. 50, acompanhada do parecer do auditor independente; e (iii) o comprovante da entrada do pedido de baixa de registro no CNPJ²¹¹.

Na ocasião de liquidação do fundo de investimento imobiliário, permitir-se-á o resgate das cotas integralizadas.

3.8 A tributação sobre os rendimentos do fundo de investimento imobiliário e dos cotistas

Todos os fundos de investimento existentes no Direito Brasileiro estão sujeitos a tributação. A cobrança tributária, porém, será norteadada por diferentes aspectos, especialmente

²¹¹ Conforme art. 51 da Instrução CVM n. 472/2008.

quanto à sua instituição, incidência e exigibilidade no que se refere aos fundos de investimento imobiliário²¹², objeto da nossa análise.

A Lei n. 8.668/93, que dispõe sobre a criação e o regime tributário dos fundos de investimento imobiliário, no que concerne aos rendimentos e ganhos de capital auferidos por esses fundos, concedia isenção total quanto ao pagamento de Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro (IOF), assim como do pagamento de Imposto de Renda e Proventos de Qualquer Natureza.

Contudo, em 21 de junho de 1994, entrou em vigor a Lei n. 8.894²¹³, a qual, por força do seu art. 10, revogou as isenções constantes no citado art. 16 da Lei n. 8.668/93. Assim, as operações dos fundos de investimento imobiliário passaram a gozar das mesmas regras de incidência de IOF aplicáveis a operações de pessoas jurídicas sujeitas à cobrança da alíquota máxima de 1,5% ao dia, sobre o valor das operações de crédito e relativos a títulos e valores mobiliários²¹⁴.

Com relação ao Imposto de Renda e Proventos de Qualquer Natureza, embora a omissão da Lei n. 8.894/94, em 19 de janeiro de 1999 entrou em vigor a Lei n. 9.779/1999²¹⁵, a qual acrescentou à Lei n. 8.668/93 o art. 16-A. Dessa forma, por força do referido dispositivo legal acrescido, os rendimentos e ganhos líquidos auferidos pelos fundos de investimento imobiliário em aplicações de renda fixa ou de renda variável, sujeitam-se à incidência do imposto de renda a ser retido na fonte, observadas as mesmas normas aplicáveis às pessoas jurídicas submetidas a esta forma de tributação.

²¹² GAGGINI, Fernando Schwarz. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2001. p. 99.

²¹³ BRASIL. Lei n. 8.894, de 21 de junho de 1994. Dispõe sobre o Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos e Valores Mobiliários, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília-DF, 21 jun. 1994. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8894.htm>. Acesso em: 27 nov. 2011.

²¹⁴ Conforme art. 1º da Lei n. 8.894/94.

²¹⁵ BRASIL. Lei n. 9.779, de 19 de janeiro de 1999. Altera a legislação do Imposto sobre a Renda, relativamente à tributação dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos rendimentos auferidos em aplicação ou operação financeira de renda fixa ou variável, ao Sistema Integrado de Pagamento de Impostos e Contribuições das Microempresas e das Empresas de Pequeno Porte - SIMPLES, à incidência sobre rendimentos de beneficiários no exterior, bem assim a legislação do Imposto sobre Produtos Industrializados - IPI, relativamente ao aproveitamento de créditos e à equiparação de atacadista a estabelecimento industrial, do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros ou relativas a Títulos e Valores Mobiliários - IOF, relativamente às operações de mútuo, e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, relativamente às despesas financeiras, e dá outras providências *Diário Oficial da União*, 20 jan. 1999. Disponível em: <www.receita.fazenda.gov.br/legislacao/leis/ant2001/lei977999.htm>. Acesso em: 27 nov. 2001.

A Lei n. 9.779/99 ainda deu nova redação aos arts. 17 a 19 da Lei n. 8.668²¹⁶, estabelecendo, pois, juntamente com os termos do referido art. 16-A, vários requisitos a serem observados a despeito da tributação do fundo, sob pena de se considerar o fundo de investimento imobiliário como equiparado a pessoa jurídica para fins de tributação pelo Imposto de Renda e demais contribuições sociais, a exemplo da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (COFINS) e Programa de Interação Social e Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS/PASEP)²¹⁷.

Desta forma, em suma, nos termos da Lei n. 8.668/1993, alterada pela Lei n. 9.779/1999, para que o fundo de investimento imobiliário não seja tributado pelo Imposto de Renda e demais Contribuições Sociais, ou seja, para que mantenha a sua neutralidade fiscal:

a) O fundo de investimento imobiliário deverá distribuir aos seus cotistas, no mínimo, 95% dos lucros auferidos, apurados segundo regime de caixa, com base em balanço ou balancete semestral encerrado em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano (art. 10, parágrafo único, da Lei n. 8.668/93);

b) Os rendimentos e ganhos de capital auferidos pelos fundos de investimento imobiliário, quando distribuídos a qualquer beneficiário, sujeitam-se à incidência do Imposto de Renda retido na fonte, à alíquota de 20% (art. 17 da Lei n. 8.668/93);

c) Os ganhos de capital e rendimentos auferidos na alienação ou no resgate das cotas sujeitam-se, também, à incidência do Imposto de Renda retido na fonte, à alíquota de 20% (art. 18 da Lei n. 8.668/93); e

²¹⁶ “Art. 17. Os rendimentos e ganhos de capital auferidos, apurados segundo o regime de caixa, quando distribuídos pelos Fundos de Investimento Imobiliário a qualquer beneficiário, inclusive pessoa jurídica isenta, sujeitam-se à incidência do imposto de renda na fonte, à alíquota de vinte por cento.

Art. 18. Os ganhos de capital e rendimentos auferidos na alienação ou no resgate de quotas dos fundos de investimento imobiliário, por qualquer beneficiário, inclusive por pessoa jurídica isenta, sujeitam-se à incidência do imposto de renda à alíquota de vinte por cento:

I – na fonte, no caso de resgate;

II – às mesmas normas aplicáveis aos ganhos de capital ou ganhos líquidos auferidos em operações de renda variável, nos demais casos.

Art. 19. O imposto de que tratam os arts. 17 e 18 será considerado:

I – antecipação do devido na declaração, no caso de beneficiário pessoa jurídica tributada com base no lucro real, presumido ou arbitrado;

II – tributação exclusiva, nos demais casos.”

²¹⁷ Embora não exista nenhum dispositivo legal isentando o fundo de investimento imobiliário quanto ao pagamento de CSLL, COFINS e PIS, tais contribuições se aplicam tão somente a pessoas jurídicas. Assim sendo, considerando que o fundo de investimento imobiliário não possui personalidade jurídica, estaria, a princípio, isento de tanto. Todavia, a Lei 9.779/99, visando coibir abusos referentes a planejamentos tributários envolvendo fundo de investimento imobiliário, estabeleceu vários requisitos a serem observados para a manutenção da isenção, sob pena de equiparar o fundo a pessoa jurídica para fins de tributação, não mais está isento destas contribuições.

d) O fundo de investimento imobiliário que aplicar recursos em empreendimento imobiliário que tenha como incorporador, construtor ou sócio, cotista que possua, isoladamente ou em conjunto com pessoa a ele ligada²¹⁸, mais de 25% das cotas do fundo de investimento imobiliário, não contará com o regime diferenciado, estando sujeito à tributação aplicável às pessoas jurídicas (art. 2º da Lei n. 9.779/99).

Tais normas possuem um caráter meramente instrumental, tratando-se de verdadeira estratégia do legislador com o propósito de se evitar planejamentos fiscais. Torna, assim, o fundo de investimento imobiliário um instrumento neutro do ponto de vista tributário (tal como inicialmente desejado pelo legislador, quando da instituição das isenções previstas no art. 16 da Lei n. 8.668/93)²¹⁹. Diz-se neutro uma vez que se sujeitarão à incidência de imposto de renda apenas os rendimentos e ganhos de capital auferidos pelos cotistas, o que, na visão de Pedro Gaivão *et al.*²²⁰, inviabiliza a utilização dos fundo de investimento imobiliário para planejamentos tributários de empresas do setor imobiliário.

Com efeito, a imposição de distribuição periódica de rendimentos aos cotistas acaba por permitir à autoridade fiscal a arrecadação do Imposto de Renda sobre o resultado auferido pelo fundo de investimento imobiliário. Lado outro, assegura a não incidência das contribuições de caráter tributário de exigibilidade própria das pessoas jurídicas, a exemplo da CSLL, do PIS/PASEP e da COFINS.

Cumprе salientar ainda que, de acordo com a recente entrada em vigor da Lei n. 12.024/2009²²¹, houve o acréscimo dos §§ 1º a 4º no art. 16-A da Lei n. 8.668/93, outrora

²¹⁸ Nos termos do parágrafo único do art. 2º da Lei n. 9.779/99, considera-se pessoa ligada ao cotista (i) pessoa física, os seus parentes até o segundo grau e a empresa sob seu controle ou de qualquer de seus parentes até o segundo grau e (ii) pessoa jurídica, a pessoa que seja controladora, controlada ou coligada, conforme definido nos §§ 1º e 2º do art. 243 da Lei n. 6.404/76.

²¹⁹ GAIVÃO, P. *et al.* *Fundos de investimento imobiliário: Brasil e Portugal*. São Paulo: Vida Imobiliária Brasil, 2009. p. 70.

²²⁰ GAIVÃO, P. *et al.* *Fundos de investimento imobiliário: Brasil e Portugal*. São Paulo: Vida Imobiliária Brasil, 2009. p. 70.

²²¹ A Lei n. 8.668/93 faz equivocada menção à inclusão dos §§ 1º a 4º do art. 16-A pela Lei n. 12.020, de 27 de agosto de 2009. Isso porque a Lei responsável por tal inclusão fora a Lei n. 12.024, de 27 de agosto de 2009. A Lei n. 12.020, de 27 de agosto de 2009, equivocadamente constante, diz respeito às diretrizes e bases da educação nacional, modificando o rol de instituições de ensino comunitárias. (Cf. BRASIL. Lei n. 12.024, de 27 de agosto de 2009. Dá nova redação aos arts. 4º, 5º e 8º da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004, que tratam de patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias; dispõe sobre o tratamento tributário a ser dado às receitas mensais auferidas pelas empresas construtoras nos contratos de construção de moradias firmados dentro do Programa Minha Casa, Minha Vida – PMCMV, atribui à Agência Nacional de Telecomunicações – ANATEL as atribuições de apurar, constituir, fiscalizar e arrecadar a Contribuição para o Fomento da Radiodifusão Pública; altera as Leis nºs 11.196, de 21 de novembro de 2005, 11.652, de 7 de abril de 2008, 10.833, de 29 de dezembro de 2003, 9.826, de 23 de agosto de 1999, 6.099, de 12 de setembro de 1974, 11.079, de 30 de dezembro de 2004, 8.668, de 25 de junho de 1993, 8.745, de 9 de dezembro de 1993,

acrescido pela Lei n. 9.779/1999. Desta feita, com relação aos rendimentos auferidos pelo fundo de investimento imobiliário com aplicações em letras hipotecárias, certificados de recebíveis imobiliários e letras de crédito imobiliário e em cotas de fundo de investimento exclusivamente negociadas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, outorgou-se a isenção quanto à incidência do Imposto de Renda retido na fonte. Manteve-se, entretanto, tal tributação no que concerne às demais aplicações do fundo de investimento imobiliário na bolsa de valores ou entidades de mercado de balcão organizado²²².

A Lei n. 12.024/2009 ainda antevê a regra de compensação prevista na redação original do art. 16-A da Lei n. 8.668/1993, que determina que o Imposto de Renda retido na fonte pelo fundo de investimento imobiliário pode ser compensado com aquele incidente na fonte por ocasião da distribuição de rendimentos ou ganho de capital aos cotistas por parte do fundo²²³. Para tanto, deve-se observar as regras prescritas nos §§ 3º e 4º do art. 16-A da Lei n. 8.668/93:

a) A compensação será efetuada proporcionalmente à participação do cotista pessoa jurídica ou pessoa física não sujeita à isenção do Imposto de Renda previsto na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, quanto aos rendimentos distribuídos pelos fundos de investimento imobiliário cujas cotas sejam admitidas a negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado.

b) A parcela do imposto não compensada relativa à pessoa física sujeita à isenção de Imposto de Renda na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, quanto aos rendimentos distribuídos pelos fundos de investimento imobiliários cujas cotas sejam admitidas a negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado, será considerada exclusiva na fonte.

10.865, de 30 de abril de 2004, 8.989, de 24 de fevereiro de 1995, e 11.941, de 27 de maio de 2009; e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 27 ago. 2009. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2009/Lei/L12024.htm>. Acesso em: 27 nov. 2011; BRASIL. Lei n. 12.020, de 27 de agosto de 2009. Dá nova redação ao inciso II do *caput* do art. 20 da Lei nº 9.394, de 20 de dezembro de 1996, que estabelece as diretrizes e bases da educação nacional, para modificar o rol de instituições de ensino comunitárias. Dá nova redação ao inciso II do *caput* do art. 20 da Lei nº 9.394, de 20 de dezembro de 1996, que estabelece as diretrizes e bases da educação nacional, para modificar o rol de instituições de ensino comunitárias. *Diário Oficial da União*, 28 ago. 2009. Disponível em: Acesso em: www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/.../L12020.htm>. Acesso em: 27 nov. 2011.

²²² Conforme § 1º do art. 16-A da Lei n. 8.668/93.

²²³ Conforme § 2º do art. 16-A da Lei n. 8.668/93.

Esclareça-se, por fim, que as demais operações do fundo de investimento imobiliário, não tratadas especificamente acima, ou seja, não abordadas na Lei n. 8.668/93, sujeitam-se à regular incidência tributária na forma da legislação brasileira.

No que concerne à responsabilidade tributária, impende ressaltar que o sujeito ativo é a União²²⁴, ao passo que o sujeito passivo é qualquer beneficiário do rendimento ou ganho, inclusive pessoa jurídica isenta ou imune²²⁵. Lado outro, a responsabilidade tributária recai sobre o administrador do fundo de investimento imobiliário²²⁶.

3.9 Análise quanto aos investidores especiais destinatários do fundo de investimento imobiliário

Após a criação do fundo de investimento imobiliário, como visto acima, passa-se à distribuição de suas cotas no mercado, destinando-as a uma generalidade de investidores, por meio de oferta pública. Quaisquer outros instrumentos de apelo à poupança popular, desde que não individualizados os destinatários da oferta, podem, também, ser considerados caracterizadores da distribuição pública, a exigir, portanto, o registro perante a CVM, além de respeitar as formalidades prescritas na Lei n. 8.667/93 e na Instrução CVM n. 472/2008, acima analisadas.

Todavia, a oferta de cotas pode ser destinada a investidores que detêm determinada qualificação para atuação no mercado, ou seja, que possuam larga experiência em questões financeiras e empresariais, sendo capazes de avaliar os riscos e o mérito do investimento. Diante de seu grau de sofisticação, esses investidores são denominados de “investidores qualificados”, sendo que os fundos de investimento imobiliário a eles exclusivamente destinados²²⁷ gozam de algumas regras próprias, as quais dispensam a observância de algumas exigências previstas na norma para os fundos, cujos investidores não são qualificados.

²²⁴ Conforme art. 119 da Lei 5.172/66, a qual Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios.

²²⁵ Conforme art. 121 da Lei 5.172/66, a qual Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios.

²²⁶ Conforme art. 135 da Lei 5.172/66, a qual Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios.

²²⁷ Segundo dispõe o art. 53 da Instrução CVM n. 472/2008, pode ser constituído um Fundo de Investimento Imobiliário destinado exclusivamente a investidores qualificados.

A Instrução CVM n. 472/2008, em seu art. 54, adota a definição de investidor qualificado prevista no art. 109 da Instrução CVM n. 409/2004, a saber:

Art. 109. Para efeito do disposto no artigo anterior, são considerados investidores qualificados:

- I. instituições financeiras;
- II. companhias seguradoras e sociedades de capitalização;
- III. entidades abertas e fechadas de previdência complementar;
- IV. pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo I;
- V. fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; e
- VI. administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios.

O art. 54, § 3º, da Instrução CVM n. 472/2008, no entanto, amplia o disposto no citado art. 109 da Instrução CVM n. 409/2004, incluindo no rol de investidores qualificados, também, às sociedades de propósito específico cujos sócios sejam investidores qualificados.

A característica de investidor qualificado, com efeito, será verificada no ato da subscrição pelo administrador e na negociação em mercado secundário, pelo intermediário, sendo certo que a perda posterior da condição de investidor qualificado não implica a exclusão do cotista do fundo.

O registro de distribuição de cotas do fundo de investimento imobiliário destinado exclusivamente a investidores qualificados dependerá, a teor do disposto no art. 23 da Instrução CVM n. 409/2004, do envio dos documentos previstos no art. 24 desse mesmo instrumento normativo, por meio do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM, na rede mundial de computadores, e será considerado automaticamente concedido na data constante do respectivo protocolo de envio.

O fundo de investimento imobiliário destinado exclusivamente a investidores qualificados pode admitir, desde que previsto em seu regulamento, a utilização de títulos e valores mobiliários na integralização de cotas, com o estabelecimento de critérios detalhados e precisos para a adoção de tais procedimentos, assim como prever a existência de cotas com direitos ou características especiais quanto à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos periódicos, no reembolso de seu valor ou no pagamento do saldo de liquidação do fundo. Lado outro, podem ser dispensadas algumas formalidades, a saber:

- a) elaboração de prospecto;

- b) a publicação de anúncio de início e de encerramento de distribuição; e
- c) a elaboração de laudo de avaliação para integralização de cotas em bens e direitos, sem prejuízo da manifestação da assembleia de cotistas quanto ao valor atribuído ao bem ou direito.

Prevê, ainda, o § 1º do art. 109 da Instrução CVM n. 409/2004 que poderão ser admitidos como cotistas de fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados os empregados ou sócios das instituições administradoras ou gestoras desse fundo, desde que expressamente autorizados pelo diretor responsável da instituição perante a CVM.

Quanto aos investidores estrangeiros, por fim, sejam estes institucionais ou pessoa física, embora omissas a Lei n. 8.668/93 e a Instrução CVM n. 472/2008, infere-se que as Resoluções do CMN n. 2.248/1996²²⁸ e n. 2.689/2000²²⁹, assim como a Instrução CVM n. 325/2000²³⁰, permitem-lhes investir em cotas de fundo de investimento imobiliário, desde que observadas as regras das citadas normas regulamentares.

A primeira dessas regras refere-se à exigência quanto ao registro que os investidores estrangeiros devem proceder. Devem estar registrados na CVM e no BCB, além de se obrigar ao envio mensal, à primeira, de informações sobre a composição de sua carteira de investimentos²³¹.

Em segundo lugar, deve o investidor estrangeiro nomear um representante legal e um representante fiscal nacionais, podendo ser pessoa física ou jurídica, além de contratar uma instituição financeira para atuar como custodiante de seus ativos. Além disso, não sendo o representante legal ou fiscal uma instituição financeira, terá o investidor estrangeiro que

²²⁸ CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução nº. 2.248, de 08 de fevereiro de 1996. Dispõe sobre aplicação de recursos de capital estrangeiro em quotas de Fundos de Investimento Imobiliário, constituídos de acordo com a Instrução CVM nº. 205, de 14.01.94, e regulamentação subsequente. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 08 fev. 1996. Disponível em: < http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1996/pdf/res_2248.pdf>. Acesso em 21 mar. 2011.

²²⁹ CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução nº. 2.689, de 26 de janeiro de 2000. Dispõe sobre aplicações de investidor não residente nos mercados financeiro e de capitais.. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 26 jan. 2000. Disponível em: < http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2000/pdf/res_2689.pdf>. Acesso em 21 mar. 2011.

²³⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 325, de 27 de jan. de 2000. Dispõe sobre o registro, na Comissão de Valores Mobiliários, de investidor não residente no País, de que trata a Resolução CMN no 2.689/00, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 27 jan. 2000. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

²³¹ Conforme arts. 3º, III, 4º e 6º, da Resolução n. 2.689 do CMN; arts. 3º e 6º da Instrução CVM n. 325/2000.

contratar, também, uma instituição financeira para atuar como corresponsável, perante as autoridades, pelos atos praticados pelos citados representantes²³².

Por fim, importa mensurar que todos os recursos investidos por estrangeiro no Brasil estão sujeitos ao registro eletrônico, mediante o sistema denominado Registro Declaratório Eletrônico (RDE), perante o Banco Central do Brasil. Competirá, pois, ao representante legal a realização do referido registro²³³.

Desta feita, uma vez realizada a análise jurídica dos principais aspectos concernentes aos fundos de investimento imobiliário no Direito brasileiro, passa-se, a seguir, ao desenvolvimento de uma análise econômica dos fundos, relegado a fatores específicos a este ligados, a exemplo do sistema de publicidade, dos direitos e deveres dos cotistas, das restrições operacionais e os fatores de risco.

²³² Conforme os arts. 3º, I e §1º, 5º e 6º, I e II, da Resolução n. 2.689 do CMN; arts. 3º, 4º e 5º, III e §1º, da Instrução CVM n. 325/2000.

²³³ Conforme art. 4º e 6º da Resolução n. 2.689 do CMN; art. 3º e 7º da Instrução CVM n. 325/2000.

4 ANÁLISE JURÍDICA E ECONÔMICA DOS FATORES DE RISCO E RESTRIÇÕES OPERACIONAIS DO FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

Após uma abordagem a respeito dos principais aspectos concernentes aos fundos de investimento no Direito brasileiro, bem como da análise jurídica do conceito, funcionamento, principais características e regras inerentes aos fundos de investimento imobiliário, passa-se ao cerne da questão principal proposta neste trabalho, a saber, uma análise jurídica sob a perspectiva da eficiência econômica dos fatores de risco e das restrições operacionais dos fundos de investimento imobiliário.

Convém ressaltar que ao se adentrar na análise geral do fundo de investimento imobiliário, em especial, no que concerne ao resgate das cotas, viu-se que há vedação expressa na Lei n. 8.668/93, bem como na Instrução CVM n. 472/2008. Assim, referida impossibilidade de resgate das cotas, que se afigura como uma restrição operacional, implica risco aos investidores do fundo de investimento imobiliário, ou seja, o risco de liquidez, conforme se verá oportunamente.

Antes, porém, de adentrar na análise específica desta restrição e do risco que dela decorre, cuidar-se-á inicialmente, de apresentar breves considerações sobre a Análise Econômica do Direito para, então, proceder-se a uma abordagem jurídica sob o aspecto da eficiência econômica dos fatores específicos atinentes ao fundo de investimento imobiliário.

4.1 Noções gerais sobre a Análise Econômica do Direito

Trata-se a Análise Econômica do Direito (também conhecida por Direito e Economia, oriunda do movimento norte-americano denominado *Law and Economics*) de uma abordagem da teoria jurídica, a qual estende a aplicação e os conceitos dos métodos econômicos ao Direito, visando explicar os efeitos das leis, no escopo de permitir uma avaliação sobre quais normas jurídicas são economicamente eficientes.

Na definição de Bruno Meyerhof Salama, a Análise Econômica do Direito é uma disciplina dotada de “corpo teórico fundado na aplicação da Economia às normas e

instituições jurídico-políticas”²³⁴. Trata-se, portanto, ainda segundo o autor, da aplicação da teoria econômica para exame da formação, estrutura, processos e impacto econômico da legislação e dos institutos do Direito.

Discorrendo com maior precisão, Ivo T. Gico Júnior esclarece que a aplicação da Economia às normas e instituições jurídico-políticas, referendada por Bruno Salama, se dá por meio de ferramentas teóricas e empíricas econômicas, no intuito de

expandir a compreensão e o alcance do direito e aperfeiçoar o desenvolvimento, a aplicação e a avaliação de normas jurídicas, principalmente com relação às suas consequências.

A Análise Econômica do Direito nada mais é do que a aplicação do instrumental analítico e empírico da economia, em especial da microeconomia e da economia do bem-estar social, para se tentar compreender, explicar e prever as implicações fáticas do ordenamento jurídico, bem como da lógica (racionalidade) do próprio ordenamento jurídico. [...] é a utilização da abordagem econômica para tentar compreender o direito no mundo e o mundo no direito²³⁵.

Convém ressaltar que a Análise Econômica do Direito, embora se trate da aplicação de ferramentas econômicas, não é um exercício adstrito aos economistas. Pelo contrário, trata-se de uma metodologia também aplicada por muitos cientistas e pesquisadores do Direito (ou profissionais de formação jurídica e econômica).

Embora seja uma disciplina comum e bastante desenvolvida nos Estados Unidos da América, no Brasil, o tema ainda está em processo de consolidação, pois a academia já vem discutindo sobre a importância da disciplina tanto para o Direito quanto para a Economia. Nesse sentido, esclarece Ivo T. Gico Júnior que a discussão e a consideração, no Brasil, da Análise Econômica do Direito, têm o propósito de introduzir uma metodologia passível de contribuir, de maneira significativa, tanto para a compreensão dos fenômenos sociais quanto para imprimir auxílio na tomada racional de decisões jurídicas²³⁶.

A Análise Econômica do Direito se divide em duas vertentes, a saber, positiva e normativa. O estudo entrelaçada entre o Direito e a Economia com viés normativo possui

²³⁴ SALAMA, B. M. O que é pesquisa em direito e economia? *Cadernos Direito GV: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas*, v.5, n.2, p. 5, jun. 2008.

²³⁵ GICO JÚNIOR, I. T. Metodologia e epistemologia da análise econômica do direito. *Economic Analysis of Law Review*, v.1, n. 1, p. 8, jan./jun. 2010.

²³⁶ GICO JÚNIOR, I. T. Metodologia e epistemologia da análise econômica do direito. *Economic Analysis of Law Review*, v.1, n. 1, p. 15, jan./jun. 2010.

caráter funcional, finalístico, utilizado para alcançar resultados concretos, para argumentar “o que deve ser”.

Para Eduardo F. Jordão e Mateus P. Adami, a “análise econômica normativa visa a um exame crítico das normas em relação ao atingimento de determinado fim. A conclusão destes estudos é sempre em forma de ‘tal deve ser feito para alcançar-se tal fim’”²³⁷. Trata-se, pois, de um estudo da hipótese e maneira como as noções de justiça se comunicam com os conceitos de eficiência econômica, maximização de riqueza e de bem-estar.

Ivo T. Gico Júnior acrescenta que a análise econômica normativa está relacionada a um critério de valor, o qual, por não ser passível de investigação empírica ou de prova ou de falsificação, não é científico²³⁸. Tem cabimento, segundo o referido autor, para o auxílio na escolha mais eficiente entre alternativas possíveis, ou seja, para “escolher o melhor arranjo institucional dado um vetor (vetor normativo) previamente definido”²³⁹.

Já para a vertente Direito e Economia positivo, a qual aqui interessa, visa à análise do Direito baseando-se no mundo real dos fatos. Possui caráter mais neutro do que a Análise do Direito e da Economia cujo caráter é normativo. A análise positiva visa “*demonstrar como as coisas efetivamente são, valendo-se de métodos econômicos para entendê-las, não para modificá-las*”²⁴⁰. Nesse sentido, para Alexandre Ditzel Faraco e Fernando Muniz Santos,

no âmbito do direito, a análise econômica positiva seria a avaliação de dados empíricos, relativos à aplicação de determinada norma jurídica, com o intuito de verificar sua eficácia social, ou efetividade, a partir da metodologia própria da economia. Em suma, a idéia seria explicar normas jurídicas e seus efeitos como eles são, sem a intenção de mudá-los ao gosto de determinada teoria. Com efeito, o aplicador do direito ver-se-ia, aqui, envolto em discussões econométricas acerca do grau de contenção social ou de incentivo à prática de condutas alternativas à sancionada por determinada lei²⁴¹.

²³⁷ ADAMI, M. P.; JORDÃO, E. F. Steven Shavell e o preço do processo: notas para uma análise econômica do direito processual. In: DIDIER JR., F.; JORDÃO, E. F. (Org.). *Teoria do processo: panorama doutrinário mundial*. Salvador: JusPodvim, 2008. p. 197.

²³⁸ GICO JÚNIOR, I. T. Metodologia e epistemologia da análise econômica do direito. *Economic Analysis of Law Review*, v.1, n. 1, p. 7-32, jan./jun. 2010. p. 18.

²³⁹ GICO JÚNIOR, I. T. Metodologia e epistemologia da análise econômica do direito. *Economic Analysis of Law Review*, v. 1, n. 1, p. 7-32, jan./jun. 2010. p. 21.

²⁴⁰ ADAMI, M. P.; JORDÃO, E. F. Steven Shavell e o preço do processo: notas para uma análise econômica do direito processual. In: DIDIER JR., F.; JORDÃO, E. F. (Org.). *Teoria do processo: panorama doutrinário mundial*. Salvador: JusPodvim, 2008. Cap. XI, p. 197.

²⁴¹ FARACO, A. D.; SANTOS, F. M. Análise econômica do direito e possibilidades aplicativas no Brasil. *Revista de Direito Público da Economia (RDPE)*, Belo Horizonte, n. 1, p. 32, jan./mar. 2003.

Na concepção de Richard Posner²⁴², a primeira geração da Análise Econômica do Direito seria composta pela publicação de trabalho acadêmico de autores como Gary Becker (artigo sobre discriminação racial), Guido Calabresi (artigo sobre responsabilidade civil) e Ronald Harry Coase (artigo sobre custo social), datados do final da década de 1950 e início da década de 1960. Esses trabalhos podem ser vistos como o ponto de partida para a moderna escola de Direito e Economia.

A segunda geração, nesse contexto, seria composta pelo próprio Richard Posner, liderando Steven Shavell²⁴³ a terceira geração.

Com relação a Ronald Harry Coase, em especial, ele ficou conhecido pela publicação de dois artigos, em que introduz o conceito dos custos de transação para explicar a natureza e os limites das empresas²⁴⁴ e sugere que os direitos à propriedade bem definidos poderiam superar os problemas de externalidades²⁴⁵.

Reportando-se à obra de Steven Shavell, Eduardo Ferreira Jordão e Mateus Piva Adami esclarecem que a Análise Econômica do Direito possui três características principais e peculiares, a saber:

(i) o uso enfático de estatísticas, de testes empíricos e de modelos simplificados da realidade; (ii) o peso que é posto na idéia de racionalidade tendente à maximização da utilidade pessoal para o exame dos comportamentos humanos; (iii) a explicitação das medidas de bem-estar social levadas em consideração, que restam obscuras em outros enfoques²⁴⁶.

A Análise Econômica do Direito, pois, parte da premissa básica de que os indivíduos se interagem visando à obtenção da máxima eficiência de seus próprios interesses (indivíduos racionalmente maximizam seu bem-estar, fazendo escolhas que atendam a seus interesses pessoais) e, como consequência, orientam sua conduta sob a perspectiva da eficiência.

²⁴² POSNER, R. A review of Steven Shavell's *Foundations of Economic Analysis of Law*. *Journal of Economic Literature*, v. XLIV, p. 405-414. jun. 2006.

²⁴³ Uma das obras mais importantes de Steven Shavell foi a *Foundations of economic analysis of law* (Cambridge: Harvard University Press, 2004), onde ele apresentou sua visão sobre os fundamentos do instituto da Análise Econômica do Direito.

²⁴⁴ Cf. COASE, R. H. The nature of the firm. In: _____. *The firm, the market and the law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1960.

²⁴⁵ Cf. COASE, R. H. The problem of social cost. *Journal of Law and Economics*. Chicago, 1960. v. 3, p. 1-44, out. 1960

²⁴⁶ ADAMI, M. P.; JORDÃO, E. F. Steven Shavell e o preço do processo: notas para uma análise econômica do direito processual. In: DIDIER JR., F.; JORDÃO, E. F. (Org.). *Teoria do processo: panorama doutrinário mundial*. Salvador: JusPodvim, 2008. p. 197.

Corroborando com o referido entendimento, Bruno Meyerhof Salama esclarece:

[...] a adoção do conceito de maximização racional indica que, na formulação de teorias, se partirá da premissa de que os indivíduos calculam para alcançarem os maiores benefícios aos menores preços. Assim, a suposição será a de que o comportamento observado de cada indivíduo refletirá a busca de seus objetivos através dos meios disponíveis.

[...].

Por isso, é preciso ressaltar – na verdade reiterar – que a premissa racionalidade é instrumental. A ideia é julgar os modelos econômicos aplicáveis às condutas analisadas não pela veracidade da premissa de racionalidade, mas pela precisão empírica de suas previsões²⁴⁷.

Com relação à premissa eficiência, destaca ainda o referido autor, reportando-se à definição de Vilfredo Pareto, que “uma situação será eficiente se, e somente se, nenhum indivíduo puder melhorar a sua situação sem fazer com que pelo menos um outro indivíduo piore a sua”²⁴⁸. Entretanto, complementa o conceito pautando-se pelo critério de Kaldor-Hicks, assim estabelecendo:

O critério de Kaldor-Hicks busca superar a restrição imposta pelo ótimo de Pareto de que mudanças somente são eficientes se nenhum indivíduo fica em posição pior. Pelo critério de Kaldor-Hicks, o importante é que os ganhadores possam compensar os perdedores, mesmo que efetivamente não o façam. Isto quer dizer que o critério de Kaldor-Hicks permite que mudanças sejam feitas ainda que haja perdedores²⁴⁹.

Segundo preceitua Ivo T. Gico Júnior, os agentes agem de maneira racional maximizadora, já que ponderam as alternativas de cada escolha, no sentido de almejar maior bem-estar. Para ele,

[...] como escolhas devem ser realizadas, os agentes econômicos ponderam os custos e os benefícios de cada alternativa, adotando a conduta que, dadas as suas condições e circunstâncias, lhes traz mais bem-estar. Dizemos, então, que a conduta dos agentes econômicos é racional maximizadora²⁵⁰.

²⁴⁷ SALAMA, B. M. O que é pesquisa em direito e economia? *Cadernos Direito GV*: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, v. 5, n. 2, p. 17-20, jun. 2008.

²⁴⁸ SALAMA, B. M. O que é pesquisa em direito e economia? *Cadernos Direito GV*: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, v. 5, n. 2, p. 17-20, jun. 2008.

²⁴⁹ SALAMA, B. M. O que é pesquisa em direito e economia? *Cadernos Direito GV*: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, v. 5, n. 2, p. 24, jun. 2008.

²⁵⁰ GICO JÚNIOR, I. T. Metodologia e epistemologia da análise econômica do direito. *Economic Analysis of Law Review*, v. 1, n. 1, p. 21, jan./jun. 2010.

Portanto, consoante exposto, a Análise Econômica do Direito pode ser entendida como a aplicação do instrumental analítico e empírico da Economia, em especial da microeconomia e da economia do bem-estar social, para se tentar compreender, explicar e prever as implicações fáticas, bem como a lógica (racionalidade) do próprio ordenamento jurídico, sob a ótica da eficiência e bem-estar. Tratando de fundo de investimento imobiliário, cujas cotas são ofertadas (oferta de investimento) no âmbito Mercado de Valores Mobiliários (captação de poupança pública ou alienação em mercado secundário), o estudo dos conceitos de racionalidade e eficiência se torna ainda mais importante, consoante se verá a seguir.

4.1.1 A empresa, os direitos de propriedade e os custos de transação

Com efeito, a empresa é economicamente definida com base na organização de fatores de produção (terra, trabalho, capital e tecnologia) para o fim de exercer uma atividade destinada à produção ou distribuição de bens ou de serviços (função social), organização esta promovida por uma pessoa física ou jurídica denominada “empresário”.

Visto a empresa sob sua forma estática (como conjunto organizado dos fatores de produção), impende ressaltar que para o empresário alcançar o agrupamento harmônico desses insumos é necessária uma série de transações, também compreendidas como relações jurídicas, que se materializam em contratos (visão dinâmica).

Dessa forma, a noção de empresa deve ser concebida não somente em razão de sua função estática, um conjunto organizado dos fatores de produção, mas também de sua função dinâmica, como um conjunto de transações ou relações jurídicas.

Consoante visto no tópico acima e reportando-se às palavras de Steven Shavell, a Análise Econômica do Direito parte do pressuposto de que o comportamento dos indivíduos e das empresas é descrito assumindo que eles agem de maneira prospectiva e racional, tendentes à maximização dos seus próprios interesses e, no quadro do bem-estar econômico, é adotada para avaliar a desejabilidade social dos resultados, sob a perspectiva de sua eficiência:

a Análise Econômica do Direito procura identificar os efeitos das normas legais sobre o comportamento dos agentes relevantes e se estes efeitos são socialmente desejáveis. A abordagem empregada na análise econômica é: o

comportamento dos indivíduos e das empresas é descrita assumindo que eles são prospectivos e racionais e, no âmbito da economia do bem estar, é adotado para avaliar a desejabilidade social dos resultados.²⁵¹

Consectário lógico, preleciona Eduardo Goulart Pimenta que quanto maior e mais complexas as relações contratuais, maior o dispêndio de tempo para a sua constituição e, conseqüentemente, maior o custo da transação:

As transações econômicas (relações contratuais) são instrumentos pelos quais os agentes econômicos procuram interagir no sentido de obter a máxima eficiência na produção ou alocação dos bens e serviços disponíveis e, deste modo, maximizar seus próprios interesses.

Entretanto, a constituição destas relações contratuais destinadas à maior eficiência de produção ou distribuição acarretam um dispêndio de tempo e/ou dinheiro para sua constituição, custos estes denominados custos de transação²⁵².

Os custos de transação, pois, estão relacionados com a implementação das transações jurídicas. Podem ser definidos como os custos incorporados por terceiros em uma transação econômica, expresso pelos fatores tempo e dinheiro.

Nesse sentido, consoante salientado acima, a publicação dos artigos citados de Ronald Harry Coase inspiraram uma série de correntes teóricas preocupadas com a importância, com os impactos e com os efeitos dos custos de transação sobre o funcionamento das empresas e dos mercados.

Ronald Harry Coase notou que há uma série de custos de transação demandados quando se utiliza o mercado, sendo que o custo de obtenção de um produto ou serviço por intermédio do mercado é efetivamente maior do que apenas o preço do bem²⁵³.

Além do preço do bem, segundo Ronald Harry Coase, outros custos incluindo a pesquisa e informação, negociação (barganha), segredos comerciais, custos de policiamento e de execução podem ser potencialmente adicionados ao custo de aquisição de algo. Isso sugere

²⁵¹ SHAVELL, S. Economic analysis of law. *John M. Olin Center for Law, Economics and Business*. Discussion paper n. 536. p. 2, nov. 2005. Tradução nossa de: *Economic analysis of a law seeks to identify the effects of legal rules on the behavior of relevant actors and whether these effects are socially desirable. The approach employed is that economic analysis are generally: the behavior of individuals and firms is described assuming that they are forward looking and rational, and the framework of welfare economics is adopted to assess the social desirability of outcomes.*

²⁵² PIMENTA, E. G. Teoria da empresa em direito e economia. *Revista de Direito Público da Economia (RDPE)*, Belo Horizonte, ano 4, n. 14, p. 70, abr./jun. 2006.

²⁵³ COASE, R. H. The nature of the firm. In: _____. *The firm, the market and the law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1960. p. 33-35.

que as empresas irão surgir quando puderem ser organizadas para produzir o que precisam internamente, de modo a evitar esses custos de transação, quando se utiliza o mercado.

Ronald Harry Coase argumentou que se vivêssemos em um mundo sem custos de transação as pessoas negociariam umas com as outras para produzir a mais eficiente distribuição dos recursos, independentemente da alocação inicial. Para o autor, sem os custos de transação é economicamente irrelevante a quem é atribuído inicialmente a propriedade²⁵⁴.

Assim, pelo referido artigo, o autor sugere que os direitos à propriedade bem definidos poderiam superar os problemas de externalidades (custos de transação). Ao concluir, esclarece que seria claramente desejável se as únicas ações realizadas fossem aquelas nas quais o ganho gerado valesse mais do que a perda sofrida.

Isso porque, ainda segundo Ronald Harry Coase, ao se escolher entre arranjos sociais em um contexto no qual decisões individuais são tomadas, há que se ter em mente que uma mudança no sistema existente pode melhorar em algumas decisões e piorar em outras.

Além disso, Ronald Harry Coase defende, deve-se levar em conta os custos envolvidos para operar os vários arranjos sociais (seja o trabalho de um mercado ou de um departamento de governo), bem como na mudança para um novo sistema. Ao se projetar e escolher entre arranjos sociais, deve-se atentar para o efeito total.

Ora, se pela Análise Econômica do Direito os indivíduos tendem a transacionar visando maximizar seus interesses e, com isso, alcançar maior eficiência, tem-se que, utilizando-se tal raciocínio em relação aos direitos de propriedade (visão estática da empresa), as relações jurídicas contratuais também visam alcançar uma situação em que a propriedade dos bens seja distribuída de forma mais eficiente.

Ocorre que, para que a propriedade dos bens possa ser atribuída ao indivíduo que mais valoriza o seu direito como instrumento de maximização de seu interesse, é necessário que haja diminuição das relações jurídicas contratuais necessárias à alocação eficiente dos direitos de propriedade e, com isso, diminuição, também, dos custos de transação.

Assim, com relação à empresa, vista sob sua perspectiva estática (sob a ótica dos direitos de propriedade), a eficiência está na redução das transações jurídicas a fim de que a propriedade do bem se concentre nas mãos de quem mais a valorize, reduzindo, assim, os custos de transação.

²⁵⁴ COASE, R. H. The problem of social cost. *Journal of Law and Economics*. Chicago, 1960. v. 3, p. 1-44, out. 1960.

Sob a perspectiva dinâmica da empresa (sob a ótica dos direitos dos contratos), a eficiência está justamente no incentivo às transações jurídicas, as quais, todavia, deverão ocorrer com o menor custo possível. Assim, quanto menores os custos para transacionar, maiores e mais eficientes serão as transações contratuais realizadas no âmbito do exercício da empresa.

Dessa forma, os titulares das empresas tendem a atuar de forma a reduzir os custos de transação, de forma a buscar melhor eficiência nos negócios. Essa eficiência se traduz, claramente, em maiores lucros e resultados para os investidores, refletindo, no caso dos fundos de investimento imobiliário, no valor de emissão das cotas quando emitidas no mercado, atrelados aos empreendimentos imobiliários e investimentos realizados.

4.1.2 O Mercado de Valores Mobiliários e as cotas de fundo de investimento imobiliário sob a perspectiva da eficiência econômica

O fundo de investimento imobiliário é resultante, como visto, da comunhão de recursos captados por meio de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, constituído sob a forma de condomínio fechado, sem personalidade jurídica própria, que, como forma alternativa de aplicação financeira. Destina-se ao investimento em empreendimentos imobiliários cujas cotas, não passíveis de resgate, são remuneradas em razão do desempenho do ativo a que estão vinculadas.

Desta feita, tratando-se as cotas de fundo de investimento imobiliário de um valor mobiliário, sua distribuição se dará mediante oferta pública, submetida à autorização da CVM. O próprio ofertante é o responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição.

Nesse contexto, se uma das principais razões da criação dos fundos de investimento imobiliário é proporcionar a realização de determinado empreendimento imobiliário e/ou obtenção de lucro em sua atividade social, também para o investidor este é o objetivo do investimento, proporcionalmente à sua forma de participação (aquisição de cotas).

O Mercado de Valores Mobiliários pode ser entendido como a estrutura econômica de negócios que mais se aproxima da concorrência e informação perfeitas, uma

vez que, regra geral, as informações pertinentes devem ser publicamente ofertadas, possuindo, assim, os investidores igual disponibilidade informacional para racionalmente executar a opção de investimento, assumindo, portanto, conscientemente os riscos. Desse modo, ao se analisar a disponibilidade de informações no mercado, estar-se-ia verificando a oscilação de preços no mercado.

Contudo, essa perspectiva de concorrência e informação perfeitas nem sempre é verificada no Mercado de Valores Mobiliários. O que se percebe, de fato, é a presença de agentes com menor qualificação e habilidade de interpretar as informações relevantes disponíveis e também aqueles sem informação suficiente para a tomada da respectiva decisão. E tais fatores podem estar ligados desde o desconhecimento jurídico da forma de aplicação do investimento, desconhecimento sobre os fatores de risco e restrições operacionais relativas ao investimento escolhido, ou mesmo pela escassez de informações claras e precisas sobre esses fatores de risco ou restrições operacionais.

Frise-se, nesse sentido, que nem todos os investidores que atuam no mercado o fazem de maneira racional. Há, pois, a existência de uma limitação de racionalidade impedindo esses investidores de efetivamente atuar nesse sentido, visando à maximização dos seus interesses. Além disso, muitas vezes se verifica uma assimetria²⁵⁵ de informações, as quais não se mostram dispostas de forma homogênea, ou mesmo instantaneamente dispostas a todos os investidores.

De igual modo, medidas políticas e econômicas adotadas pelo governo²⁵⁶ possuem reflexo direto no Mercado de Valores Mobiliários, acentuando a limitação de racionalidade dos agentes que nele atuam.

Visto sob a ótica da Análise Econômica do Direito, tem-se que, no Mercado de Valores Mobiliários, a eficiência deve ser alinhada diretamente à disponibilidade informacional. Assim, os mercados de capitais eficientes são aqueles nos quais os preços correntes refletem as informações disponíveis. Essas informações, disponíveis aos investidores, são refletidas e se incorporam, imediatamente, ao preço dos ativos. A essa ideia se associam duas implicações, segundo Jeffrey Jaffe *et al.*:

²⁵⁵ Por assimetria, subentende-se o desequilíbrio de uma distribuição que, no caso específico deste trabalho, se traduz em um mercado com a configuração em que alguns agentes possuem mais informações do que outros, quer em razão de características legais, quer de características específicas do investimento ofertado no mercado.

²⁵⁶ Cite-se, por exemplo, a redução ou aumento da taxa de juros, a redução de impostos como o IOF, a mudança política de governo “direitista” para “esquerdista” etc.

Em primeiro lugar, em qualquer período considerado, o retorno anormal de uma ação pode depender de informações ou notícias recebidas pelo mercado nesse período. Em segundo lugar, um investidor que utilizar a mesma informação possuída pelo mercado não deverá esperar obter retornos anormais. Em outras palavras, os sistemas que dizem como ganhar dinheiro no mercado estão condenados ao fracasso²⁵⁷.

Em suma, o preço das cotas deve refletir integralmente todas as informações disponíveis. Corroborando o exposto, Eugene F. Fama e James D. Macbeth confirmam que a eficiência do mercado de capitais se dá desta forma:

O modelo e, especialmente, a suposição subjacente de um mercado perfeito implica um mercado de capitais que seja eficiente no sentido de que os preços reflitam plenamente a informação disponível. O uso da palavra eficiente, naturalmente, não deve ser confundido com a eficiência da carteira. A terminologia, se um pouco infeliz, é, pelo menos, padrão²⁵⁸.

Desta feita, na concepção de um mercado eficiente, é necessário que os investidores tenham incentivo à negociação, até que os preços reflitam integralmente todas as informações. Para tanto, é necessário que o custo de aquisição dessas informações e o custo de negociação sejam iguais a zero, o que implicaria a possibilidade de amplo acesso às informações existentes sobre as cotas em negociação de fundo de investimento imobiliário, em mercados primário ou secundário. Além disso, são necessárias, também, as informações a respeito dos contornos jurídicos relativos aos fundos, das restrições operacionais, dos fatores de risco, da política de investimento adotada e de outras questões relevantes capazes de propiciar uma escolha racional por parte de qualquer investidor.

Cumprido ressaltar, por oportuno, que o Mercado de Valores Mobiliários eficiente não se traduz na equiparação perfeita e permanente dos preços dos valores mobiliários transacionados ao mais próximo de seus valores reais. Pelo contrário, o que se pressupõe é que os preços dos valores mobiliários negociados não sejam tendenciosos, ou melhor, não reflitam apenas a intenção e os interesses individuais de quem os transaciona.

Defende-se, desse modo, que a disparidade entre o preço do ativo negociado e o mais próximo de seu real valor ocorra de maneira aleatória, refletida na igual possibilidade de

²⁵⁷ JAFFE, J. F.; ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W. *Administração financeira*. São Paulo: Atlas, 2002. p. 298.

²⁵⁸ FAMA, E. F.; MACBETH, J. D. Risk, return and equilibrium empirical tests. *Journal of Political Economy*, v. 71, p. 612, maio/jun. 1973. Tradução nossa de *The model and specially the underlying assumption of a perfect market, implies a capital market that is efficient in the sense that prices fully reflect available information. This use of the word efficient is, of course, not to be confused with portfolio efficiency. The terminology, if a bit unfortunate, is at least standard.*

um valor mobiliário estar valorizado ou não naquele momento. Discorrendo com perfeição nesse sentido, Jaffe, Ross e Westerfield prelecionam sobre os principais pressupostos de eficiência de um mercado. Segundo ele, essas pressuposições são:

Pressuposição 1: nenhum participante do mercado tem a capacidade de sozinho influenciar os preços de negociações, alterando-os segundo exclusivamente as suas expectativas.

Pressuposição 2: o mercado, de uma maneira geral, é constituído de investidores racionais, decidindo sobre alternativas que promovam o maior retorno possível para um determinado nível de risco, ou o menor risco possível para um certo patamar de retorno.

Pressuposição 3: todas as informações estão disponíveis aos participantes do mercado, de maneira instantânea e gratuita. Nessa hipótese, nenhum investidor apresenta qualquer acesso privilegiado às informações, sendo identicamente disponíveis a todos os agentes.

Pressuposição 4: em princípio, o mercado eficiente trabalha com a hipótese de inexistência de racionamento de capital, permitindo que todos os agentes tenham acesso equivalente às fontes de crédito.

Pressuposição 5: os ativos objeto do mercado são perfeitamente divisíveis e negociados sem restrições.

Pressuposição 6: as expectativas dos investidores são homogêneas, isto é, apresentam o mesmo nível de apreciação com relação ao desempenho futuro do mercado.²⁵⁹

No contexto do mercado financeiro, inserem-se, como visto, as cotas do fundo de investimento imobiliário, objeto de negociação tanto em mercado primário (colocação pública) quanto em mercado secundário (transações privadas).

Da mesma maneira, para possibilitar o amplo acesso às informações existentes sobre as cotas em negociação, assegurando alocação eficiente dos direitos de propriedade e, com isso, maior eficiência de mercado, é necessário a redução da assimetria de informação entre os agentes que nele atuam; ou seja, ampla divulgação de informações sobre os contornos jurídicos do fundo de investimento imobiliário, sua estrutura, política de investimento, ativos que o compõem, objeto, dentre outros.

Isso porque se há informações perfeitas e simétricas, não há risco de alocações ineficientes, dado que os mecanismos dos preços funcionariam como um consistente

²⁵⁹ JAFFE, Jeffrey F; ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W. *Administração financeira*. São Paulo: Editora Atlas, 2002. p. 299.

senalizador para os agentes econômicos que, com a simples verificação dos preços, poderiam alocar os recursos da maneira mais eficiente.

De outra ótica, o acesso a contento às informações relevantes permitiria aos agentes ponderar os custos e os benefícios desse investimento, atuando de forma racional e tendente a maximizar os seus resultados, assegurando o seu bem-estar.

Os fundos de investimento imobiliário, conforme visto, constituem modalidade de investimento recentemente introduzida no mercado financeiro brasileiro, sendo certo que, por se encontrar em fase de crescimento e amadurecimento²⁶⁰, sua utilização ainda não restou amplamente difundida.

A ausência de informação precisa e detalhada sobre os fundos de investimento imobiliário, especialmente no que concerne às questões jurídicas de constituição, estrutura e funcionamento, às restrições operacionais e aos seus fatores de risco, a bem da verdade, culmina na atribuição de uma baixa à confiança e credibilidade das operações realizadas no mercado imobiliário. Isso faz com que os investidores se afastem, ou mesmo arquem com os riscos não compreendidos no momento do investimento, desaparecendo, pois, os pressupostos fundamentais almejados pelo investidor quando da aplicação do seu dinheiro, a saber: segurança, rentabilidade e liquidez. Ademais, considerando a impossibilidade de resgate das cotas, a perda de liquidez é um importante risco que deva ser amplamente conhecido pelo investidor.

Não se pretende, aqui, trazer uma visão pessimista a respeito dessa modalidade de investimento financeiro. Pelo contrário, trata-se de uma forma de investimento inovadora e que pode apresentar ótima perspectiva de rentabilidade²⁶¹. Contudo, é necessário conhecer bem as questões jurídicas e econômicas relativas às restrições operacionais e fatores de risco de modo a apresentar a devida racionalidade quando da opção de aquisição das cotas de fundo de investimento imobiliário, permitindo uma alocação eficiente, consciente e maximizadora do investimento, para se assegurar a satisfação do agente.

²⁶⁰ BELLOTTO, A. Fundos imobiliários, nova era. *Jornal Valor Econômico*, 10 fev. 2010. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/?impresso/investimentos/91/6099129/fundos-imobiliarios,-nova-era>> Acesso em: 12 mar. 2011.

²⁶¹ Cf. BELLOTTO, A. Fundos imobiliários, nova era. *Jornal Valor Econômico*, 10 fev. 2010. Disponível em: <http://www.valoronline.com.br/?impresso/investimentos/91/6099129/fundos-imobiliarios,-nova-era>. Acesso em: 12 mar. 2011; DELGADO, José Augusto. Reflexões sobre o mercado de valores mobiliários e fundos de investimentos: atuação do Banco Central e da Comissão de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 1, n.3, p. 24-40. set./dez. 1998; ARNAUD, A.-J. As transformações do direito dos mercados financeiros. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXXIX, n.117, p. 32-52, jan./mar. 2000.

Nesse sentido, quanto menor a assimetria e maior o acesso às informações, mais apto se tornará o fundo de investimento imobiliário, assim como os demais agentes que operam no âmbito do Mercado de Valores Mobiliários, a refletir os preços de seus ativos negociados de forma consistente e eficiente. A ausência de assimetrias e ineficiências alocativas implicaria a otimização natural das cotas de fundo de investimento imobiliário, garantindo o equilíbrio de informações e, como tal, sua eficiência, atraindo recursos e assegurando a racionalidade dos investidores.

4.2 O sistema de publicidade de informações aos cotistas do fundo de investimento imobiliário

Diante da assimetria de informações no mercado, o preço das cotas dos fundos de investimento imobiliário em oferta no mercado primário ou negociação no mercado secundário “pode refletir, muito mais, expectativas particulares dos mercados perante fatos econômicos adversos, do que a realidade da saúde financeira da companhia emissora dos papéis negociados”²⁶².

Destarte, visto sob a ótica da Análise Econômica do Direito, a eficiência econômica do Mercado de Valores Mobiliários está diretamente alinhada com a disponibilidade informacional. Como visto, se há informações perfeitas e simétricas, não há risco de alocações ineficientes, dado que o mecanismo dos preços funcionaria como um consistente sinalizador para os agentes econômicos que, com a simples verificação dos preços, poderiam alocar os recursos da maneira mais eficiente.

Diante disso, as regras e normas que disciplinarão a gestão e atividade a ser desenvolvida pelo fundo de investimento imobiliário devem, obrigatoriamente, encontrar-se prescritas no regulamento e na política de investimento do fundo, antes do registro na CVM. Por tal motivo, referidos documentos, elaborados pelo próprio administrador, devem ser postos à disposição para consulta por parte dos possíveis investidores, bem como entregues a eles, juntamente com o prospecto, quando da subscrição das cotas do fundo.

²⁶² FRANCO, V. H. M.; SZTAJN, R. *Direito Empresarial II: sociedade anônima, mercado de valores mobiliários*. 2. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009. v. 2, p. 47.

Ademais, a transparência e publicidade das operações, atividades e questões inerentes ao fundo de investimento imobiliário são asseguradas não somente em decorrência da necessidade de registro para emissão de cotas, oportunidade em que se exige a apresentação do regulamento, prospecto e de outras informações pertinentes. Isso porque se exige, ainda, periodicamente e eventualmente, a divulgação de outras informações.

Nesse sentido, determina o art. 39 da Instrução CVM n. 472/2008 a obrigação de o administrador prestar determinadas informações periódicas sobre o fundo, além de informações eventuais, a exemplo daquelas que possam influir na decisão dos investidores de adquirir ou alienar, em mercado secundário, as cotas de sua propriedade.

Destarte, a exigibilidade de prestação de informações periódicas pelo administrador do fundo em favor dos cotistas segue a seguinte regra:

(i) Mensalmente, até 15 dias após o encerramento do mês, deve o administrador prestar informações sobre o valor do patrimônio do fundo, valor patrimonial das cotas e a rentabilidade do período, assim como o valor dos investimentos do fundo, incluindo a discriminação dos bens e direitos integrantes de seu patrimônio.

(ii) Trimestralmente, até 30 dias após o encerramento de cada trimestre, incumbe ao administrador a divulgação de informações sobre o andamento das obras e sobre o valor total dos investimentos já realizados, no caso de fundo constituído com o objetivo de desenvolver empreendimento imobiliário, até a conclusão e entrega da construção.

(iii) Semestralmente, até 60 dias após o encerramento de cada semestre, compete ao administrador divulgar a relação das demandas judiciais ou extrajudiciais propostas na defesa dos direitos de cotistas ou desses contra a administração do fundo, indicando a data de início e a da solução final, se houver.

(iv) Ainda semestralmente, até 60 dias após o encerramento do primeiro semestre, deve o administrador apresentar o balancete semestral, bem como o relatório do administrador, contendo os seguintes elementos obrigatórios:

a) descrever os negócios realizados no semestre, especificando, em relação a cada um, os objetivos, os montantes dos investimentos feitos, as receitas auferidas, e a origem dos recursos investidos, bem como a rentabilidade apurada no período;

b) apresentar programa de investimentos para o semestre seguinte;

c) fornecer informações, acompanhadas das premissas e fundamentos utilizados em sua elaboração, sobre a conjuntura econômica do segmento do mercado imobiliário em que se concentrarem as operações do fundo, relativas ao semestre findo; as perspectivas da

administração para o semestre seguinte; e o valor de mercado dos ativos integrantes do patrimônio do fundo, incluindo o percentual médio de valorização ou desvalorização apurado no período, com base na última análise técnica disponível, especialmente realizada para esse fim, em observância de critérios que devem estar devidamente indicados no relatório;

d) relacionar das obrigações contraídas no período;

e) apresentar a rentabilidade nos últimos quatro semestres;

f) apresentar o valor patrimonial da cota, por ocasião dos balanços, nos últimos quatro semestres calendário;

g) apresentar a relação dos encargos debitados ao fundo em cada um dos dois últimos exercícios, especificando valor e percentual em relação ao patrimônio líquido médio semestral em cada exercício.

(v) Anualmente, até 90 dias após o encerramento do exercício, deve o administrador do fundo divulgar informações sobre as demonstrações financeiras, apresentar o parecer do auditor independente contratado, assim como apresentar o relatório do administrador contendo os mesmos elementos obrigatórios descritos nas alíneas do inciso (iv) acima.

(vi) Até oito dias após sua ocorrência, a ata da assembleia geral ordinária.

No que concerne à prestação de informações eventuais, determina o art. 41 da Instrução CVM n. 472/2008 a necessidade de o administrador disponibilizar aos cotistas os seguintes documentos:

(i) edital de convocação e outros documentos relativos a assembleias gerais extraordinárias, no mesmo dia de sua convocação;

(ii) ata da assembleia geral extraordinária, no prazo de até oito dias após sua ocorrência;

(iii) prospecto, material publicitário e anúncios de início e de encerramento de oferta pública de distribuição de cotas, nos prazos estabelecidos na Instrução CVM n. 400, de 2003; e

(iv) divulgação de fatos relevantes²⁶³, de forma ampla e imediata, de modo a garantir aos cotistas e demais investidores acesso às informações que possam, direta ou indiretamente, influir em suas decisões de adquirir ou alienar cotas do fundo, sendo vedado ao

²⁶³ Considera-se exemplo de fato relevante, conforme o § 2º do art. 41 da Instrução CVM n. 472/2008, sem exclusão de quaisquer outras hipóteses, a alteração no tratamento tributário conferido ao fundo ou ao cotista

administrador valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda das cotas do fundo.

Por fim, assevera o art. 43 da Instrução CVM n. 472/2008 a obrigação de o administrador, no intuito de conferir publicidade às informações acima referendadas, cuja publicação se dará de maneira periódica ou eventual, em favor dos cotistas, enviar a cada um destes:

(i) resumo das decisões tomadas pela assembleia geral, no prazo de até oito dias;

(ii) semestralmente, no prazo de até 30 dias a partir do encerramento do semestre, o extrato da conta de depósito das cotas nominativas de propriedade dos cotistas do fundo, acompanhado do valor do patrimônio do fundo no início e no fim do período, o valor patrimonial da cota, e a rentabilidade apurada no período, bem como de saldo e valor das cotas no início e no final do período e a movimentação ocorrida no mesmo intervalo, se for o caso;

(iii) anualmente, até 30 de março de cada ano, informações sobre a quantidade de cotas de sua titularidade e respectivo valor patrimonial, bem como o comprovante para efeitos de declaração de imposto de renda.

As informações referidas acima, cuja publicação deve ser periódica, e aquela cuja publicação eventual, conforme a necessidade, deve ocorrer mediante divulgação na página do administrador na rede mundial de computadores, correspondendo, dessa maneira, como disponível em sua sede para os cotistas e o público em geral.

Concomitantemente à prestação das informações acima listadas, deve o administrador, ainda, manter regularmente disponível, em sua página na rede mundial de computadores, o regulamento do fundo, em sua versão vigente e atualizada, a fim de possibilitar a consulta ampla e irrestrita por parte dos cotistas, possíveis investidores, interessados na aquisição de cotas, bem como do público em geral.

O administrador deve, também, enviar as aludidas informações à entidade administradora do mercado de balcão organizado em que as cotas do fundo de investimento imobiliário sejam admitidas à negociação, bem como à CVM, mediante o Sistema de Envio de Documentos disponível na página do referido agente regulador, constante na rede mundial de computadores.

Além da divulgação de informações acima referendadas, bem como do envio de documentos aos cotistas, consoante acima disposto, determina o art. 44 da Instrução CVM n. 472/2008 que o exercício do fundo de investimento imobiliário deve ser encerrado a cada 12 meses, em 30 de junho ou 31 de dezembro de cada ano. Nessa oportunidade, serão levantadas as demonstrações financeiras relativas ao período findo a serem elaboradas, observando-se a natureza dos empreendimentos imobiliários e das demais aplicações em que serão investidos os recursos do fundo.

A escrituração contábil do fundo de investimento imobiliário deve ser feita de forma separada da de seu administrador, devendo as demonstrações financeiras daquela obedecer às normas contábeis específicas expedidas pela CVM, as quais serão auditadas anualmente, por profissional independente registrado nesse agente regulador.

A rigor, consoante demonstrado, a existência de operações nos mercados de ativos financeiros (mercados secundários de tais ativos) deve prover as necessárias informações para os agentes econômicos, além de liquidez para os detentores daqueles ativos, caso necessário. Somente assim poderão ser reduzidos, pela existência e pelo funcionamento das estruturas de mercado pautadas pelo compromisso de amplitude informacional, os custos de aquisição de informações e de realização de operações, típicos custos de transação.

Verifica-se, dessa maneira, atenta à necessidade de garantir maior disponibilidade de informações, propiciando, assim, a redução de assimetria, redução dos custos de transação e imprimir maior racionalidade aos cotistas e investidores, a Instrução CVM n. 472/2008 cuidou de imprimir normas de divulgação de informações periódicas e eventuais por parte dos fundos de investimento imobiliário.

Tal se coaduna com a necessidade de transparência das operações realizadas no âmbito do Mercado de Valores Mobiliários e se encontra em conformidade com os padrões regulatórios instituídos pela CVM.

4.3 Direitos e obrigações dos cotistas

Mormente o sistema de publicidade de informações adotado pela Instrução CVM n. 472/2008, no intuito, como visto, de trazer maior disponibilidade informacional, racionalidade aos investidores (alocações eficientes) e propiciar maior segurança e liquidez ao

mercado e ao próprio fundo de investimento imobiliário, o agente normativo ainda cuidou de estabelecer, expressamente, os direitos e obrigações inerentes aos cotistas.

Destarte, além da necessidade de divulgação de informações ao mercado para outorgar-lhe eficiência, é de extrema importância aos investidores o conhecimento sobre quais são os direitos e obrigações dos cotistas de fundo de investimento imobiliário, no mesmo sentido primordial de ampliar a racionalidade quando da opção do investimento.

Consoante exposto, os cotistas não podem exercer qualquer direito real sobre os ativos (imóveis, bens e direitos) do fundo de investimento imobiliário, nem sequer podem fazer com que suas cotas eventualmente correspondam a um bem considerado singularmente. Isso porque são apenas proprietários de valores mobiliários (cotas), admitidos à negociação no mercado secundário e lastreados, direta ou indiretamente, em imóveis ou empreendimentos imobiliários.

Com efeito, as cotas do fundo de investimento imobiliário asseguram a participação do titular quanto ao ativo do fundo considerado em seu caráter universal, não ensejando, pois, o direito de propriedade sobre qualquer bem considerado isoladamente ou o exercício de qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo.

Dessa maneira, a aquisição de cotas de fundo de investimento imobiliário outorga ao cotista o direito de participar dos rendimentos e ganhos auferidos pela administração do ativo por parte do fundo. Lado outro, como visto, embora possam ser livremente alienadas, há vedação expressa no que concerne à possibilidade de resgate das cotas.

Consectário lógico, sendo apenas proprietários de valores mobiliários lastreados no ativo do fundo, os cotistas não poderão ser pessoalmente responsabilizados em face de qualquer obrigação legal ou contratual, relativa aos imóveis e empreendimentos integrantes do fundo ou do administrador, salvo quanto à obrigação de pagamento das cotas que subscrever. Dessa maneira, infere-se que a principal obrigação do cotista é integralizar as cotas que subscreverem.

Além do direito de receber a remuneração proporcionada pelo fundo, nos termos do respectivo regulamento, aos cotistas é assegurado, ainda, sem qualquer restrição, o direito de participar e votar nas assembleias gerais do fundo, relativo às matérias da ordem do dia.

Ao cotista titular de no mínimo 5% das cotas emitidas pelo fundo de investimento imobiliário, assegura-se, ainda, o direito de convocar diretamente a assembleia geral, observado, para tanto, o disposto na Seção II, Capítulo V, da Instrução CVM n. 409/2004,

além de convocar a assembleia quando o administrador não o faz, no prazo de dez dias contados da renúncia deste.

É facultado ao cotista – detentor de 0,5% ou mais do total das cotas emitidas –, encaminhar aos demais cotistas um pedido de procuração para representação em assembleia geral. Questiona-se, nesse sentido, como o cotista interessado poderia fazê-lo, se não tem conhecimento – não é divulgado – acerca de sua proporção e não conhece a dos outros?

Pode o cotista, ainda, qualquer que seja o montante da titularidade que exerce sobre o total das cotas de emissão do fundo de investimento imobiliário, exercer a função de representante dos cotistas, conforme abordado, no sentido de acompanhar e fiscalizar a gestão do fundo por parte do administrador, em defesa dos direitos e interesses dos cotistas. Para tanto, deve ser nomeado pela assembleia geral e não pode se encontrar prescrito nas vedações constantes do art. 26 da Instrução CVM n. 472/2008.

Por fim, quanto ao direito do cotista de participar dos rendimentos e ganhos auferidos pela administração do ativo por parte do fundo, far-se-á proporcionalmente às respectivas participações que cada titular possui no total das cotas emitidas, respeitando-se, pois, a igualdade de condições entre eles. Compete lembrar, outrossim, que o fundo deverá distribuir a seus cotistas, no mínimo, 95% dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa, com base em balanço ou balancete semestral encerrado em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano.

4.4 Vantagem do fundo de investimento imobiliário

Para que não se entenda ser esta apenas um tipo de aplicação de demasiada restrição e elevado risco, impende trazer à análise, ainda, os aspectos vantajosos atinentes aos fundos de investimento imobiliário.

O fundo de investimento imobiliário, pois, pode ser compreendido como uma modalidade de aplicação em lastro imobiliário que busca oferecer rentabilidade mensal a partir de um investimento de longo prazo, mediante valor acessível e parcelamento do investimento, por administração terceirizada.

Desta feita, diante do elevado valor de aplicação envolvido para investimento em bens imóveis, o que afasta os investidores que não possuem recursos suficientes para

aplicação direta em empreendimentos dessa natureza, justifica-se o surgimento dos fundos de investimento imobiliários para viabilizar o acesso de pequenos e médios investidores aos empreendimentos imobiliários, além de captação de recursos para tais empreendimentos. Trata-se de verdadeira inovação financeira advinda da Lei n. 8.668/1993, propiciando a ampliação de acesso ao mercado e inovando na possibilidade de aplicação de recursos em empreendimentos imobiliários.

Mormente permitir a formação de carteira composta de empreendimentos imobiliários, que envolve um considerável volume de recursos, o fundo de investimento imobiliário permite aos investidores individuais, especialmente os de menor capacidade financeira, diversificar seu investimento, ampliando-lhes o acesso ao mercado imobiliário. Isso, sem tanger ao fato de que o fundo de investimento imobiliário agrega todas as vantagens atinentes ao Mercado de Valores Mobiliários, relativas aos imóveis que compõem o ativo daquele.

Além de permitir o acesso ao mercado imobiliário, bem como diante da possibilidade de diversificação de aplicações para o investidor, o fundo de investimento imobiliário ainda permite, como vantagem, a obtenção de ganhos em escala aos seus investidores, especialmente os pequenos. Ora, se ao pequeno investidor é possibilitado o acesso ao investimento em empreendimentos imobiliários, ele poderia aplicar seus recursos em condições semelhantes às aquelas oferecidas aos grandes investidores, tendo em vista que o objetivo do fundo é, justamente, almejar a maior soma de recursos possíveis, sem distinção quanto às vantagens ou direitos de pequenos, médios ou grandes investidores. Pelo contrário, todos possuem igualdade de condições e direitos, proporcionalmente ao volume de cotas adquiridas.

Nesse sentido, embora em volume menor de participação nos investimentos, o pequeno investidor, cotista, concorre nas mesmas condições e vantagens que o grande investidor, também proprietário de cotas do fundo, possui. O custo de administração dos investimentos do fundo de investimento imobiliário é diluído entre todos os cotistas, na proporção de suas respectivas participações, possibilitando, assim, baixo custo.

A simplificação quanto ao investimento imobiliário também se torna um atrativo vantajoso do fundo de investimento imobiliário. Ora, se a participação do investidor prescinde apenas da subscrição das cotas adquiridas, vislumbra-se que este não precisa se preocupar com procedimentos burocráticos e onerosos relativos à emissão e conferência de certidões,

escrituras públicas, recolhimento de Imposto de Transmissão da Propriedade Imóvel (ITBI), dentre outros²⁶⁴.

Tendo em vista que esse tipo de preocupação é de competência e responsabilidade do próprio administrador – o cotista do fundo não se torna proprietário do bem, apenas possui o direito de participação nos resultados da administração dos ativos. Há, com isso, considerável simplificação do investimento, que acarreta, ainda, a redução do custo de transação, facilitando a alocação dos recursos. Ressalte-se que serão utilizados os recursos do próprio fundo pelo administrador para fazer frente a quaisquer despesas relacionadas ao cumprimento das obrigações acima descritas, a exemplo de emissão de documentos e recolhimento do ITBI.

Por fim, sobreleva-se o fracionamento do investimento como fator vantajoso inerente ao fundo de investimento imobiliário. Com efeito, os fundos de investimento imobiliário surgiram como forma de permitir a securitização da propriedade imobiliária de modo a se chegar a um fracionamento desta, ensejando, desse modo, a aplicação de recursos no desenvolvimento de empreendimentos imobiliários.

Assim, mediante tal securitização, realiza-se o fracionamento da propriedade imobiliária e a representação dessas frações por valores mobiliários. A emissão de valores mobiliários, pois, não garante aos condôminos o direito de propriedade de nenhum bem específico, ou considerado isoladamente, mas, sim, a participação, na proporção de sua fração, quanto à totalidade do ativo do fundo.

Nesse sentido, caso o investidor deseje utilizar parte dos seus recursos, outrora aplicados em empreendimentos imobiliários no fundo de investimento imobiliário, não precisará liquidar todo seu investimento, como ocorreria caso se tratasse de um investimento direto em bens imóveis. Bastaria, para tanto, a alienação de parte de suas cotas no mercado secundário, proporcional ao atendimento de suas necessidades, mantendo as demais em sua propriedade, ou seja, mantendo a titularidade de outras cotas atreladas ao investimento em empreendimentos imobiliários.

Verifica-se, assim, em suma, que a diversificação de investimento, a facilitação do acesso ao mercado imobiliário, a possibilidade de ganho em escala, a simplificação do investimento e a possibilidade de seu fracionamento constituem importantes fatores de vantagem do fundo de investimento imobiliário.

²⁶⁴ Os dados e documentos precisos e inerentes aos ativos que compõem o fundo são expressamente discriminados no Prospecto do Fundo.

Todavia, mostra-se imprescindível abordar as suas restrições operacionais e fatores de risco, a fim de desvendá-las e trazer à tona, aos operadores do direito e aos constituintes dos fundos de investimento imobiliário, a importância de se propiciar ao investidor amplo acesso a informações, para que possa aumentar sua racionalidade quando da opção do investimento, a fim de reduzir os custos de transação, permitir uma alocação eficiente dos recursos e, por conseguinte, trazer o maior segurança, liquidez e credibilidade às operações realizadas no âmbito do mercado de capitais.

4.5 Atividades e operações vedadas à entidade administradora e ao fundo

A Lei n. 8.668/93, assim como a Instrução CVM n. 472/2008, visam a proteção ao investidor-cotista, vedando ao administrador prática de uma série de atos e negócios, embora tenha estes amplos poderes de gestão, na forma constante no Regulamento e Prospecto do fundo de investimento imobiliário. Nesse sentido, ao administrador foram impostas as seguintes restrições²⁶⁵:

- (i) receber depósito em sua conta corrente;
- (ii) contrair e efetuar ou conceder empréstimos, adiantar rendas futuras ou abrir créditos aos cotistas sob qualquer modalidade;
- (iii) prestar fiança, aval, bem como aceitar ou co-obrigar-se sob qualquer forma nas operações praticadas pelo fundo;
- (iv) aplicar no exterior recursos captados no País;
- (v) aplicar recursos na aquisição de cotas do próprio fundo;
- (vi) vender à prestação as cotas do fundo, admitida a divisão da emissão em séries e integralização via chamada de capital;
- (vii) prometer rendimentos predeterminados aos cotistas;
- (viii) realizar operações do fundo quando caracterizada situação de conflito de interesses entre o fundo e o administrador, ou entre o fundo e o empreendedor;
- (ix) constituir ônus reais sobre os imóveis integrantes do patrimônio do fundo;

²⁶⁵ Consoante prescrito no art. 35 da Instrução CVM n. 472/2008, que ampliou o disposto no art. 12 da Lei 8.668/93.

(x) realizar operações com ativos financeiros ou modalidades operacionais não previstas na Instrução CVM n. 472/2008;

(xi) realizar operações com ações e outros valores mobiliários fora de mercados organizados autorizados pela CVM, ressalvadas as hipóteses de distribuições públicas, de exercício de direito de preferência e de conversão de debêntures em ações, de exercício de bônus de subscrição e nos casos em que a CVM tenha concedido prévia e expressa autorização;

(xii) realizar operações com derivativos, exceto quando tais operações forem realizadas exclusivamente para fins de proteção patrimonial e desde que a exposição seja sempre, no máximo, o valor do patrimônio líquido do fundo; e

(xiii) praticar qualquer ato de liberalidade.

Além das vedações operacionais acima, o administrador do fundo de investimento imobiliário também fica sujeito à restrição quando praticar atos que caracterizem conflito de interesses entre este e o fundo. Embora não haja na Lei nem na norma regulamentar a definição de “conflito de interesses”, a instrução CVM n. 472/2008, em seu art. 34, § 1º, preleciona algumas disposições que dão uma segura interpretação do que poderia ser entendido como tal. Constituem, assim, exemplos de conflito de interesses:

(i) a aquisição, locação, arrendamento ou exploração do direito de superfície, pelo fundo, de imóvel de propriedade do administrador ou de pessoas a ele ligadas;

(ii) a alienação, locação ou arrendamento ou exploração do direito de superfície de imóvel integrante do patrimônio do fundo tendo como contraparte o administrador ou pessoas a ele ligadas;

(iii) a aquisição, pelo fundo, de imóvel de propriedade de devedores do administrador, uma vez caracterizada a inadimplência do devedor; e

(iv) a contratação, pelo fundo, de pessoas ligadas ao administrador para prestação dos serviços de distribuição de cotas; de consultoria especializada para análise, seleção e avaliação de empreendimentos imobiliários e demais ativos que integrem a carteira do fundo; ou de empresa especializada para administrar as locações ou arrendamentos de empréstimos integrantes dos seu patrimônio, exploração do direito de superfície e a comercialização dos respectivos imóveis.

Por “pessoa ligada”, a que se refere a alínea *iv* acima, o § 2º do art. 34 da Instrução CVM n. 472/2008 considera (i) a sociedade controladora ou sob controle do

administrador, de seus administradores e acionistas; (ii) a sociedade cujos administradores, no todo ou em parte, sejam os mesmos do administrador, com exceção dos cargos exercidos em órgãos colegiados previstos no estatuto ou regimento interno do administrador, desde que seus titulares não exerçam funções executivas, ouvida previamente a CVM; e (iii) parentes até segundo grau das pessoas naturais referidas nos incisos acima.

Impende ressaltar, aqui, que se mostraria de extrema dificuldade a definição precisa, bem como a exaustão de todas as hipóteses cabíveis de configuração de conflito de interesses pela Lei ou pela norma regulamentadora. Atenta a isso, a CVM, por meio da Instrução CVM n. 472/2008, cuidou apenas de elencar exemplificativamente algumas modalidades sujeitas à restrição operacional, ficando outros atos adstritos ao entendimento do referido órgão regulamentador, podendo ser, assim, a critério deste, no caso concreto, enquadrado como atividade que implica em conflito de interesse ou não.

Embora não haja norma expressa a respeito, Pedro Gaivão *et al* acrescenta que

a disciplina regulamentar relativa a conflito de interesse se estende às pessoas contratadas pela administração para gerir o patrimônio do FII (gestor operacional substituto de departamento técnico da administradora para gerir investimentos imobiliários)²⁶⁶.

Tal colocação, por parte dos referidos autores, decorre justamente do fato de as hipóteses de configuração de conflito de interesses prescritas na norma se tratar de disposição meramente exemplificativa, podendo outras também vir a ser caracterizadas, conforme a análise específica do caso.

Exemplo disso é a possibilidade de o fundo de investimento imobiliário adquirir um imóvel de propriedade do próprio empreendedor²⁶⁷. Ora, se este não possuir qualquer poder de gestão do patrimônio do fundo, não há qualquer prejuízo ou possibilidade de consequência lesiva aos cotistas. Mas, se o empreendedor for pessoa ligada à administração, os negócios de venda de imóveis ao fundo não estariam sujeitos apenas às leis do mercado, o que poderia configurar conflito de interesse. Convém lembrar, ainda, de posse do referido exemplo, caso o empreendedor seja sócio cotista, que o fundo de investimento imobiliário que aplicar recursos em empreendimento imobiliário, que tenha como incorporador construtor ou

²⁶⁶ GAIVÃO, P. *et al*. *Fundos de investimento imobiliário*: Brasil e Portugal. São Paulo: Vida Imobiliária Brasil, 2009. p. 64.

²⁶⁷ Segundo o § 3º do art. 34 da Instrução CVM n. 472/2008: “Não configura situação de conflito a aquisição, pelo fundo, de imóvel de propriedade do empreendedor, desde que não seja pessoa ligada ao administrador”.

sócio, cotista que possua, isoladamente ou em conjunto com pessoa a ele ligada²⁶⁸, mais de 25% das cotas, não contará com o regime diferenciado, estando sujeito à tributação aplicável às pessoas jurídicas (art. 2º da Lei n. 9.779/99).

Quanto às demais operações entre o fundo e o empreendedor, estas se sujeitam à avaliação e responsabilidade do administrador sempre que for possível a contratação em condições equitativas ou idênticas àquelas que prevaleçam no mercado, ou que o fundo contrataria com terceiros²⁶⁹.

Importa salientar, noutro giro, que ainda que a situação possa vir a caracterizar um conflito de interesse, sua ocorrência pode ser autorizada mediante aprovação em assembleia, com deliberação específica e informada sobre o ato. Não obstante isso, embora o art. 34 da Instrução CVM n. 472/2008 limite à necessidade de aprovação prévia, não se verifica impedimento para que o ato que caracterize conflito de interesse já tenha sido praticado e, posteriormente, sua validade possa ser ratificada em assembleia geral de cotistas.

Ora, se as consequências do ato atingem tão somente os cotistas, a aquiescência posterior destes, de forma expressa, quanto à aprovação do referido ato teria o condão de atingir os mesmos objetivos de uma exigência de aprovação prévia, não gerando, portanto, efeitos distintos, ou melhor, qualquer prejuízo.

Além disso, consoante visto, o fundo de investimento imobiliário é constituído para aplicação de recursos em empreendimentos imobiliários, relativos a bens e direitos. Todavia, para que se possa autorizar o investimento, ou seja, para que o bem ou direito possa integrar a contento a carteira de ativos do fundo, deve ocorrer previamente a avaliação destes, por empresa especializada, cujo laudo se sujeita à apreciação e aprovação pela assembleia de cotistas.

Destarte, sem que haja prévia deliberação e aprovação pelos cotistas sobre o laudo de avaliação, em assembleia geral, não pode o administrador adquirir imóveis, bens e direitos.

No que concerne aos cotistas, duas são as restrições de maior importância: a inexistência de direito de propriedade e a impossibilidade de resgate de cotas. Embora tais questões já tenham sido objeto de análise anterior, cuidaremos aqui de, sumariamente, sintetizar o conteúdo.

²⁶⁸ Nos termos do parágrafo único do art. 2º da Lei n. 9.779/99, considera-se pessoa ligada ao cotista (i) pessoa física, os seus parentes até o segundo grau e a empresa sob seu controle ou de qualquer de seus parentes até o segundo grau; (ii) pessoa jurídica, a pessoa que seja controladora, controlada ou coligada, conforme definido nos §§ 1º e 2º do art. 243 da Lei n. 6.404/76.

²⁶⁹ Conforme art. 34, § 4º, da Instrução CVM n.472/2008.

Com efeito, da dicção do art. 13 da Lei n. 8.668/93, cuja redação foi repetida na Instrução CVM n. 472/2008, em seu art. 8º, o titular das cotas do fundo de investimento imobiliário não poderá exercer qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo. Ora, a criação do fundo de investimento imobiliário, fruto da possibilidade de securitização da propriedade imobiliária, enseja a aplicação de recursos em ativos imobiliários e, conseqüentemente, o “fracionamento” desses imóveis representados (frações) por valores mobiliários.

Assim, uma vez que cada fração do ativo do fundo representa um valor mobiliário, denominado de cotas, os cotistas possuem apenas o direito de participar dos rendimentos e ganhos auferidos pela administração do ativo por parte do fundo, proporcional à sua participação (número de cotas) e na forma estabelecida no regulamento do fundo.

Desta feita, vislumbra-se que as cotas do fundo de investimento imobiliário asseguram a participação do titular quanto ao ativo do fundo considerado em seu caráter universal, não ensejando, pois, o direito de propriedade sobre qualquer bem singularmente, ou o exercício de qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos que compõem o ativo do fundo.

Lado outro, embora a aludida restrição quanto ao exercício do direito real, decorre logicamente a consequência de o titular das cotas do fundo de investimento imobiliário não responder pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual, relativa aos imóveis e empreendimentos integrantes do fundo ou do administrador, salvo quanto à obrigação de pagamento das cotas que subscrever²⁷⁰.

Por fim, embora os cotistas adquiram a titularidade das cotas, mediante subscrição pública, prelecionam o art. 2º da Lei n. 8.668/93 e o art. 9º da Instrução CVM n. 472/2008 não ser permitido o resgate das cotas, total ou parcial, mas somente quando do término do prazo de duração do fundo de investimento imobiliário respectivo.

Desta feita, o cotista que pretende se desfazer do investimento não pode devolver os valores mobiliários adquiridos e almejar o pagamento proporcional sobre o valor econômico dessas cotas, por expressa disposição legal e normativa. Nesse sentido, deve o cotista ceder ou alienar suas cotas a terceiros, mediante termo de cessão e transferência

²⁷⁰ Conforme art. 13, II, da Lei n. 8.668/93, e art. 8º, II, da Instrução CVM n. 472/2008. Nos termos do parágrafo único do art. 13 da Lei n. 8.668/93, o quotista que não integralizar as quotas subscritas, nas condições estabelecidas no regulamento do fundo ou no boletim de subscrição, ficará de pleno direito constituído em mora, podendo o administrador, à sua escolha: (i) promover contra o quotista processo de execução para cobrar as importâncias devidas, servindo o boletim de subscrição como título extrajudicial, nos termos do Código de Processo Civil; (ii) ou vender as quotas a terceiros, mesmo após iniciada a cobrança judicial.

(cessão a título particular) ou por meio de bolsa de valores ou entidades de mercado de balcão em que as cotas do fundo estejam admitidas a negociação, nos termos e na forma previamente prescrita no regulamento aprovado pelo respectivo fundo de investimento.

Tal restrição operacional, pois, enseja a necessidade de o cotista deter prévia ciência do histórico de liquidez das cotas do fundo e/ou o conhecimento sobre fatores atinentes ao mercado antes da aquisição de cotas de fundo de investimento imobiliário, para que haja racionalidade ampla quando da opção de investimento e se evite a perda de liquidez quando da opção de alienação dos valores mobiliários adquiridos, os quais estão sujeitos à subscrição, por terceiros, por valor inferior ao da aquisição outrora havida pelo cotista alienador.

Destarte, feita uma abordagem precisa sobre os fundos de investimento imobiliário, seus aspectos jurídicos e econômicos, suas características, regras, vantagens e restrições operacionais, importa, a seguir, detida análise dos fatores de risco inerentes a esse tipo de investimento, seguindo-se, pois, o propósito da ampla divulgação de informação (que não se limita àquela relativa ao empreendimento em si, mas ainda, principalmente, às questões estruturais e regras inerentes aos fundos) com o fito de reduzir custo de informação, aumento da racionalidade dos investidores e, assim, possibilitar uma alocação mais eficiente de recursos.

4.6 Os fatores de risco do fundo de investimento imobiliário

A rigor, qualquer estrutura de mercado tem uma finalidade instrumental, uma vez que incidem restrições diversas sobre as atividades econômicas em geral, a exemplo de restrições operacionais, orçamentárias, informações limitadas ou limitações temporais, impeditivas da resolução daqueles outros problemas²⁷¹. E essas limitações implicam a obstrução, senão verdadeiro impedimento, do processo de troca do mercado, ou seja, dificultam a alienação de valores mobiliários e transferência de recursos.

²⁷¹ YAZBEK, O. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Campus, 2009. p. 129.

Como visto acima, a busca por amplitude de informações, segundo Eduardo Goulart Pimenta²⁷², acarreta um dispêndio de tempo e/ou dinheiro, custos estes denominados custos de transação. E, nesse sentido, Ronald Harry Coase^{273 274} já havia notado que há uma série de custos de transação demandados quando se utiliza o mercado, podendo ensejar um montante maior do que o próprio preço do bem.

Referidas limitações informacionais, por si sós, segundo mesmo esclarecido por Jeffrey Jaffe *et al*²⁷⁵, representam um risco aos investidores, já que lhes deve ser assegurado o conhecimento amplo de informações sobre: (i) o fundo de investimento imobiliário em que desejam investir (seus contornos jurídicos, estrutura e regras); e (ii) ativos que compõem a carteira de investimentos do fundo, no fito de ampliar a racionalidade quando da opção de investimento, assim como reduzir os custos de transação. Mas isso nem sempre ocorre.

Com efeito, é da essência da atividade econômica do mercado financeiro lidar com riscos, não havendo como negar os efeitos da incerteza na conformação desse sistema de mercado. A incerteza, nesse sentido, pode ocorrer não somente diante da impossibilidade de antever fatos futuros, mas ainda, principalmente, em razão da indisponibilidade, em favor do agente investidor ou cotista, de todas as informações – ou das mais relevantes – necessárias para a tomada de decisão.

Diante disso, impera a importância da necessidade de publicação do prospecto, do regulamento do fundo, além de prestação de informações periódicas, com o objetivo de ampliar a divulgação – e o acesso – às informações relevantes sobre a estrutura do fundo e a sua política de investimento. Soma-se a isso, também, a pretensão exposta neste trabalho, de contribuir para a compreensão dos fundos de investimento imobiliário no que concerne à sua base legal e campos gerais.

O fundo de investimento imobiliário está sujeito aos mesmos riscos que abrangem o mercado financeiro e os agentes que nele operam, especialmente aquele inerente aos ativos que compõem a carteira. Nesse sentido, há a possibilidade de não se atingir o retorno esperado do investimento.

²⁷² PIMENTA, Eduardo Goulart. Teoria da Empresa em Direito e Economia. *Revista de Direito Público da Economia – RDPE*, Belo Horizonte, ano 4, n. 14, p. 70, abr./jun. 2006.

²⁷³ COASE, Ronald Harry. The Nature of The Firm. *The firm, the market and the law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1960. P. 33/35.

²⁷⁴ COASE, Ronald Harry. The Problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics*. Chicago: The University of Chicago Press, 1960. v. III, p. 1/44, oct. 1960 .

²⁷⁵ Como visto, cf. JAFFE, Jeffrey F; ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W. *Administração Financeira*. São Paulo: Editora Atlas, 2002. p. 298, em qualquer período considerado, o retorno anormal de uma ação pode depender de informações ou notícias recebidas pelo mercado nesse período. Além disso, um investidor que utilizar a mesma informação possuída pelo mercado não deverá esperar obter retornos anormais.

Dessa forma, o fundo de investimento está sujeito a diversos fatores que comumente afetam o mercado, a exemplo da mudança na política, na economia, nas regras de tributação, efeitos decorrentes da globalização, etc.

Esse risco de mercado, portanto, a que se encontra sujeito o investidor do fundo de investimento imobiliário decorre das oscilações nos preços que compõem a carteira do fundo, em virtude de fatores macroeconômicos, consoante demonstrado acima. Corroborando com o referido entendimento, Otávio Yazbek enfatiza se tratar do “risco de oscilações nos níveis de preços e nas taxas praticados ou nas volatilidades de tais preços ou taxas, seja em valores absolutos, seja em relação a algum índice”²⁷⁶.

Tendo em vista, pois, que os ativos que compõem o patrimônio do fundo são contabilizados por seu valor de mercado²⁷⁷, infere-se que a oscilação dos preços ou dos índices influencia diretamente no valor das cotas, podendo ensejar a perda de liquidez quando da venda destas²⁷⁸.

Como risco de mercado, ou seja, inerente à atividade no mercado financeiro, podem se encontrar, também, o risco operacional e o sistêmico²⁷⁹. Aquele se refere às eventuais falhas humanas e tecnológicas passíveis de ocorrer, implicando, pois, eventual atraso ou mesmo impedimento no cumprimento de determinadas obrigações ou na realização de determinadas operações. O segundo se refere às falhas do mercado havidas por ineficiência de atuação dos agentes reguladores, dizendo respeito à “integridade do sistema financeiro em caso de qualquer falha”²⁸⁰.

Há, ainda, o denominado risco de crédito. Com efeito, quando o fundo de investimento imobiliário adquire um título, está, na verdade, emprestando valores a *outrem* ou aplicando seus recursos em determinado empreendimento. Todavia, nesse contexto, implicaria o risco de o tomador dos recursos não honrar com a sua obrigação ou, ainda, não adimplir os juros contratados, ou mesmo, o empreendimento investido não gerar o rendimento esperado. Trata-se, portanto, o risco de crédito, do “risco do descumprimento de uma obrigação pela contraparte devedora”²⁸¹.

²⁷⁶ YAZBEK, O. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Campus, 2009. p. 23.

²⁷⁷ Conforme determina o art. 45, § 4º c/c Anexo I, item II, da Instrução CVM n. 472/2008.

²⁷⁸ Urge lembrar que é vedado o resgate das cotas do Fundo de Investimento Imobiliário, a teor do art. 2º da Lei n. 8.668/93 e art. 9º da Instrução CVM n. 472/2008.

²⁷⁹ Otávio Yazbek trata os riscos operacional e sistêmico como autônomos, não necessariamente englobados no risco de mercado. (Cf. YAZBEK O. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Campus, 2009. p. 24)

²⁸⁰ YAZBEK, O. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Campus, 2009. p. 24.

²⁸¹ YAZBEK, O. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Campus, 2009. p. 23.

Acrescenta, nesse sentido, Philippe Jorion²⁸² que o cálculo do risco de crédito é feito com base no chamado “custo de reposição” dos fluxos de caixa, na hipótese de ocorrer o inadimplemento de uma obrigação, fazendo, assim, com que tal risco envolva a exposição propriamente dita da contraparte, além de uma “taxa de recuperação”. Verifica-se, assim, que o risco de crédito acarreta prejuízos para a rentabilidade dos fundos, influenciando, pois, também no valor das cotas.

Dessa forma, o risco de crédito relaciona-se com os ativos que compõem o fundo, especificamente com a certeza sobre o cumprimento das obrigações (tanto do principal quanto dos juros) assumidas pelos tomadores dos recursos ou sobre a liquidação do título na data do seu respectivo vencimento.

Assim, na hipótese de um empreendimento não gerar o rendimento esperado ou o tomador de recursos não honrar com a sua obrigação contratualmente assumida, ter-se-ia, conseqüência lógica, uma baixa na rentabilidade do fundo de investimento, influenciando, ainda, na possibilidade de perda de liquidez do valor das cotas.

O fundo de investimento imobiliário se encontra sujeito, também, a outros dois riscos específicos, inerentes à sua atividade, que abrangem a taxa de ocupação imobiliária e o risco de liquidez.

O objeto do fundo de investimento imobiliário constitui a participação em empreendimentos imobiliários, por meio da aquisição de diversos ativos, a exemplo de quaisquer direitos reais sobre bens móveis. Assim, infere-se que eventual redução na taxa de ocupação dos imóveis que compõem o ativo do fundo, oriundo, por exemplo, de uma retração do crescimento econômico, implica, necessariamente, a redução na receita do fundo, possibilitando, ainda, redução no valor dos aluguéis.

Desta feita, não alcançando o empreendimento investido o sucesso pretendido, em razão da redução da taxa de ocupação imobiliária, o plano de rentabilidade estimado para o fundo também restaria prejudicado, o que implicaria, por conseguinte, perda de liquidez no valor das cotas.

Quanto ao risco de liquidez, como característica principal dos fundos de investimento imobiliário, viu-se que eles são constituídos sob a modalidade de condomínio fechado, pelo que não se admite o resgate das cotas. Assim, o cotista que deseja se retirar do fundo deve fazê-lo por meio de alienação das cotas em mercado secundário.

²⁸² JORION, Ph. *Value at risk: a nova fonte de referência para o controle do risco de mercado*. 2. ed. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F, 2001. p. 15.

Todavia, pelos fatores acima analisados, a alienação das cotas pode ocorrer, comumente, por um valor inferior ao desejado pelo cotista, resultando, assim, em baixa na liquidez.

O risco de liquidez, presente no mercado financeiro, decorre da dificuldade de negociação de um ativo no mercado, seja por necessidade (não há comprador interessado), seja pela baixa do seu valor (em razão, por exemplo, do risco do mercado), ou mesmo, como visto, como consequência do atraso ou descumprimento de uma obrigação por uma contraparte, ensejando problemas de fluxo de caixa (oriundo do chamado risco de crédito).

Há, ainda, a possibilidade de perda de liquidez em razão da desvalorização dos imóveis que compõem o ativo do fundo, ou mesmo em razão de os riscos relativos à aquisição desses ativos, oriundos de processo de transferência de propriedade. Pode ocorrer, ainda, o dispêndio de valores para que sejam sanados eventuais vícios redibitórios, turbação, esbulho, ou, ainda, para a manutenção e conservação do bem, implicando, assim, em perda de faturamento.

Além disso, aos fundos de investimento imobiliário associa-se um diferente tipo de risco de liquidez. Considerando que os fundos de investimento imobiliário constituem modalidade de investimento introduzida recentemente no mercado brasileiro (por meio da citada Lei n. 8.668/93), infere-se que sua utilização ainda não restou amplamente difundida, nem sequer sua estrutura, seus contornos e seu regramento jurídico são notoriamente difundidos e conhecidos.

Tal contexto, pois, pode ensejar maior dificuldade de difusão desse tipo de investimento se comparado com as demais modalidades disponíveis no mercado financeiro, ou mesmo em relação a outros ativos disponíveis para investimento. Ora, assim, se não é admitido o resgate das cotas, mas tão somente a alienação destas no mercado secundário, ter-se-ia maior dificuldade em realizar a venda destas, podendo o cotista-alienante ser forçado a vender suas cotas por um valor inferior ao desejado, caso sua necessidade de recursos seja imediata.

Nesse sentido, associa-se outra modalidade de risco, que é o risco legal, decorrente da “inadequação do arcabouço legal ou regulamentar ou de falhas na formalização dos negócios, de modo a permitir o questionamento de obrigações, seu descumprimento ou mesmo a sua revogação”²⁸³. Soma-se a esse risco legal, ainda, o desconhecimento das regras

²⁸³ YAZBEK, O. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Campus, 2009. p. 24.

jurídicas e regulamentares próprias a que se sujeita o tomador dos recursos, no caso, o fundo de investimento imobiliário investido.

Ora, desse modo, a compreensão jurídica e econômica dos fundos de investimento imobiliário – não somente no que concerne à sua base legal e campos gerais, mas, principalmente, com relação aos aspectos específicos que podem culminar no temor, afastamento ou redução de racionalidade por parte dos investidores – evita a ocorrência principalmente do risco legal e de liquidez, evitando, pois, que haja alocação ineficiente de recursos, assunção inesperada de riscos, perda de liquidez ou abstenção de investimento.

Decorre daí a importância de o investidor se manter informado sobre os aspectos jurídicos relativos ao fundo de investimento imobiliário, as informações relevantes a respeito dos ativos que compõem a carteira do fundo, o prospecto, a política de investimento e o regulamento do fundo, as restrições ao resgate e o mercado para a negociação de cotas de fundos fechados, tanto na hora de investir quanto periodicamente, para decidir, racionalmente, se permanecerá ou não com o investimento e não se surpreender quanto à assunção de risco não conhecido ou não previsto quando da opção tomada.

Nesse sentido, os riscos envolvidos na aquisição de cotas de fundo de investimento, acima abordados, devem vir explicitados detalhadamente no prospecto da oferta pública a ser realizada por ocasião da emissão e distribuição de cotas, além de fazer parte integrante no regulamento do fundo, a fim de serem conhecidos pelos interessados em aquisição das cotas no mercado secundário. Em suma, os seguintes aspectos devem ser abordados:

a) Riscos de Mercado, relacionados a (i) fatores macroeconômicos – políticas governamentais, políticas econômicas, globalização, regras de tributação etc. – que podem influenciar na oscilação dos preços ou dos índices, o que influencia diretamente no valor das cotas; (ii) fatores operacionais, referentes a possíveis falhas humanas ou mecânicas que podem ensejar o atraso ou impedimento na realização de determinadas operações ou cumprimento de obrigações; (iii) fatores sistêmicos, oriundo de falhas na regulação pelos agentes competentes, fazendo com que sejam externados os riscos resultantes da atividade financeira;

b) Riscos de Crédito, relativo às receitas dos ativos que compõem o patrimônio do fundo, decorrente de eventual inadimplemento de uma obrigação pela contraparte devedora;

c) Risco de Baixa Ocupação Imobiliária, relativo à eventual redução na taxa de ocupação dos imóveis que compõem o ativo do fundo, implicando a redução da receita do fundo, redução no valor dos aluguéis e consequente perda de liquidez das cotas.

d) Riscos de Liquidez, relativos à (i) dificuldade de negociação de um ativo no mercado, por desinteresse dos compradores; (ii) dificuldade de negociação de um ativo aos preços do mercado em caso de necessidade; (iii) perda de liquidez em razão dos riscos de mercado e de crédito; (iv) perda de liquidez em razão da inclusão recente e ainda não difundida a contento dos fundos de investimento imobiliário no mercado brasileiro; (v) perda de liquidez em razão da desvalorização dos imóveis que compõem o ativo do fundo, ou mesmo os riscos relativos à aquisição desses ativos, oriundos de processo de transferência de propriedade, existência de vícios redibitórios, turbação, esbulho, manutenção e conservação do bem etc., que acarretam na consequente perda de faturamento e, por óbvio, desvalorização das cotas.

e) Risco Legal, relativo ao desconhecimento das regras jurídicas e regulamentares próprias a que se sujeita o tomador dos recursos, no caso, o fundo de investimento imobiliário investido, ou mesmo a inadequação do arcabouço legal ou regulamentar ou de falhas na formalização dos negócios, de modo a permitir o questionamento de obrigações, seu descumprimento ou mesmo sua revogação.

Compete ressaltar, por fim, que o retorno de um investimento comumente se associa ao grau de risco que este envolve. Quanto maior o risco, maior o retorno relativo ao investimento.

Todavia, o que se pretende não é evitar a ocorrência de riscos, ou mesmo minimizá-los. Pelo contrário, como dito, as operações realizadas no mercado financeiro são caracterizadas pela imprevisibilidade e pelo risco, não podendo ser este mensurado, ou seja, antecipado e prevenido.

Ocorre que não se pode admitir que o investidor seja surpreendido com a existência de riscos não conhecidos, não divulgados pelo fundo de investimento imobiliário investido, retirando a alocação eficiente dos recursos pelo investidor, prejudicando sua racionalidade quando da escolha do investimento e culminando em perda de rentabilidade e de liquidez em razão do investimento escolhido.

Conforme dito anteriormente, foram analisados os 17 (dezessete) últimos prospectos de ofertas públicas em andamento por fundos de investimento imobiliário junto à

BM&F BOVESPA²⁸⁴. Em todos eles, os fatores de risco foram tratados de maneira genérica e superficial, seguindo-se uma espécie de “descrição padrão de riscos”, comum a todos os documentos analisados.

Ocorre, todavia, que nenhum dos prospectos analisados fizeram menção, quando da descrição dos riscos de mercado, acerca dos (i) fatores operacionais, referente a possíveis falhas humanas ou mecânicas que podem ensejar ao atraso ou impedimento na realização de determinadas operações ou cumprimento de obrigações; ou mesmo a (ii) fatores sistêmicos, oriundo de falhas na regulação pelos agentes competentes, fazendo com que sejam externados os riscos resultantes da atividade financeira.

De igual modo, não houve menção aos riscos legais, no sentido de incentivar ou difundir o conhecimento das regras jurídicas e regulamentares próprias a que se sujeita o tomador dos recursos, no caso, o fundo de investimento imobiliário investido, ou mesmo a inadequação do arcabouço legal ou regulamentar ou de falhas na formalização dos negócios, de modo a permitir o questionamento de obrigações, seu descumprimento ou mesmo sua revogação.

Embora façam uma descrição genérica e superficial acerca dos riscos envolvidos na operação, deixam de explorar, a contento um dos principais, a saber, o risco de baixa ocupação imobiliária, o qual diz respeito à eventual redução na taxa de ocupação dos imóveis que compõem o ativo do fundo, fato este que pode implicar na redução da receita do fundo, redução no valor dos aluguéis e consequente perda de liquidez das cotas. Ademais, quanto ao risco de liquidez, não levam em conta a (i) dificuldade de negociação de um ativo no mercado, por desinteresse dos compradores; (ii) dificuldade de negociação de um ativo aos preços do mercado em caso de necessidade; (iii) perda de liquidez em razão da inclusão recente e ainda não difundida a contento dos fundos de investimento imobiliário no Mercado brasileiro; e a (iv) perda de liquidez em razão da desvalorização dos imóveis que compõem o ativo do fundo, ou mesmo, os riscos relativos à aquisição desses ativos, oriundos de processo de transferência de propriedade, existência de vícios redibitórios, turbacão, esbulho, manutenção e conservação do bem etc., que acarretam na consequente perda de faturamento e, por óbvio, desvalorização das cotas.

Sendo assim, embora seja de praxe a administradora dos fundos fazer constar, de forma padronizada, em seus prospectos, informações genéricas acerca de riscos inerentes ao

²⁸⁴ BM&F BOVESPA. *Ofertas Públicas de Fundos de Investimento*. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/NoticiasHome/Prospectos.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em 12 mar. 2011.

fundo de investimento imobiliário, há que se fazê-lo da maneira mais ampla possível, tratando-se específica e detalhadamente acerca de todos os possíveis riscos, especialmente, no que concerne ao risco de baixa ocupação imobiliária e ao risco legal, os quais são específicos e inerentes ao fundo de investimento imobiliário.

Frise-se que, não havendo disponibilidade informacional a contento, não teria o investidor, ou o próprio cotista, como ponderar, de forma racional e maximizadora, sobre os benefícios e custos da alternativa de investimento ou alienação, o que enseja a possibilidade de assunção de risco não conhecido ou mesmo, perda de liquidez ou rentabilidade das cotas em razão do retorno esperado, prejudicando sua racionalidade maximizadora quando da escolha do investimento, culminando na redução de bem-estar e, especialmente, na perda de credibilidade do mercado, afastando-se investidores.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como visto, qualquer estrutura de mercado tem uma finalidade instrumental, uma vez que incidem restrições diversas sobre as atividades econômicas em geral, a exemplo de restrições operacionais, orçamentárias, informações limitadas ou limitações temporais, impeditivas da resolução daqueles outros problemas²⁸⁵. E essas limitações implicam uma obstrução, senão verdadeiro impedimento, do processo de troca do mercado, ou seja, dificultam a alienação de valores mobiliários e transferência de recursos.

A existência de operações nos mercados de ativos financeiros (mercado primário ou secundário) provê as necessárias informações para os agentes econômicos, além de liquidez para os detentores daqueles ativos, caso necessário. São reduzidos, assim, pela existência e pelo funcionamento daquelas estruturas de mercado, os custos de aquisição de informações e de realização de operações, típicos custos de transação.

Com efeito, é da essência da atividade econômica do mercado financeiro lidar com riscos, não havendo como negar os efeitos da incerteza na conformação desse sistema de mercado. A incerteza, nesse sentido, pode ocorrer não somente diante da impossibilidade de antever os fatos futuros, mas ainda, principalmente, em razão da indisponibilidade, em favor do agente investidor, de todas as informações – ou das mais relevantes – necessárias para a tomada de uma decisão.

No que concerne aos fundos de investimento imobiliário, viu-se que as informações pertinentes relativas aos fatores de risco e restrições operacionais, assim como concernentes aos contornos gerais e normas jurídicas dos fundos de investimento imobiliário, a exemplo de sua natureza jurídica, direitos e vantagens daqueles que possuem as cotas deste tipo de fundo, regulamento e prospecto, patrimônio do fundo, função do administrador, direitos e vantagens dos cotistas, tributação e liquidação não estão sendo divulgadas a contento, de maneira clara e precisa²⁸⁶.

²⁸⁵ YAZBEK, O. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Campus, 2009. p. 129.

²⁸⁶ Cumpre salientar, novamente, que quando da pesquisa atinente a este trabalho, foram analisados os 17 últimos prospectos de ofertas públicas em andamento por fundos de investimento imobiliário à BM&F BOVESPA, disponíveis em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/NoticiasHome/Prospectos.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 12 mar. 2011. Em ambos os prospectos as informações referentes aos aspectos jurídicos e campos gerais, quando tratadas, o foram de maneira superficial. Com relação às restrições operacionais, fatores de risco, vantagens do fundo, direitos e deveres dos cotistas, essas informações também, quando tratadas, o foram de maneira superficial, não abrangendo tais questões a contento.

Considerando a ausência de informação precisa e detalhada sobre os fundos de investimento imobiliário, especialmente no que concerne às questões jurídicas, às restrições operacionais e aos seus fatores de risco, tem-se não apenas uma baixa à confiança e credibilidade das operações realizadas no mercado imobiliário, mas ainda um afastamento dos investidores ou a possibilidade de estes virem a arcar com os riscos não compreendidos no momento do investimento, desaparecendo, pois, os pressupostos fundamentais almejados quando da aplicação do seu dinheiro, a saber: segurança, rentabilidade e liquidez.

Ora, se as informações precisas sobre a base legal e campos gerais dos fundos de investimento imobiliário não são conhecidas, assim como as informações relevantes sobre os ativos que compõem a carteira do fundo, a estrutura, o prospecto, a política de investimento e o regulamento do fundo, bem como sobre as restrições operacionais e fatores de risco, as restrições ao resgate e o mercado para a negociação de cotas de fundos fechados, tanto na hora de investir quanto periodicamente, retira-se do agente investidor ou cotista a capacidade de avaliar racionalmente as alternativas para decidir se investirá ou não no fundo, ou mesmo se permanecerá ou não com o investimento.

Além disso, não teria o agente o condão de ponderar a contento os custos e benefícios de cada alternativa, adotando a conduta que melhor lhe traria eficiência e bem-estar; ou seja, impediria o agente agir de forma racional maximizadora e, assim, implicaria a possibilidade de este se surpreender quanto à assunção de riscos não conhecidos ou não previstos quando da opção tomada, conforme discorrido.

Com efeito, inexistente qualquer dever legal ou regulamentar de o constituinte do fundo de investimento prestar as informações jurídicas a respeito da estrutura legal e campos gerais dos fundos.

Todavia, sob a ótica da Análise Econômica do Direito, a eficácia dos fundos de investimento imobiliário em atrair investidores e oportunizar rentabilidade e liquidez a estes está atrelada à ampla divulgação de informações, as quais não só se limitam ao empreendimento imobiliário componente do ativo do fundo, mas, principalmente, aos aspectos jurídicos inerentes aos fundos de investimento, possibilitando, assim, imprimir maior segurança e racionalidade aos investidores, reduzindo a assimetria informacional e os custos de transação.

A ampla divulgação dessas informações tem por finalidade proporcionar, ainda, um arcabouço jurídico aos operadores do Direito que necessitam de respaldo teórico na orientação de investidores, auxiliar os próprios constituintes dos fundos de investimento

imobiliário, no sentido de trazer maior segurança e credibilidade aos investidores interessados, além de reduzir o custo de transação de obtenção dessas informações por parte dos investidores e, conseqüentemente, aumentar a disponibilidade de recursos possíveis de serem empregados por estes no investimento desejado.

Nesse mesmo sentido, a ampla divulgação das informações pertinentes, relativas aos fatores jurídicos e ao contexto econômico dos fundos de investimento imobiliário, são de extrema importância a fim de viabilizar ao aplicador de recursos melhor compreensão quanto ao investimento escolhido e sobre os fatores de risco existentes. Dessa maneira, ao se assegurar melhor simetria de informação e propiciar racionalidade adequada, estar-se-ia, a bem da verdade, imprimindo maior credibilidade às operações realizadas no mercado, possibilitando, assim, o constante ingresso de investidores.

Isso sem tanger ao fato de que se evitariam prováveis e futuras demandas judiciais propostas pelos investidores tidos por prejudicados, em razão de assunção de riscos não conhecidos ou por não repasse, pelo constituinte do fundo, de informações essenciais pertinentes para possibilitar uma escolha racional do investimento.

Destarte, a análise precisa e segura sobre as restrições operacionais e fatores de risco, além da definição dos principais aspectos dos fundos de investimento imobiliário, contribuirá para maior racionalidade e acesso à informação, propiciando ampla conscientização a respeito da importância do negócio jurídico em questão. Isso, como forma de assegurar seja a solução mais eficiente e econômica para o atendimento de suas necessidades, tendo em vista a pretensão desses fundos de captar recursos principalmente em relação aos pequenos e médios investidores.

Frise-se que a Lei n. 8.668/93 e, principalmente, a Instrução CVM n. 472/2008, nesse sentido, deram importante contribuição para a amplitude de divulgação informacional, consoante analisado acima. Com efeito, as regras e normas que disciplinarão a gestão e a atividade a ser desenvolvida pelo fundo de investimento imobiliário devem obrigatoriamente encontrar prescritas no regulamento e na política de investimento do fundo, antes do registro na CVM.

Referidos documentos, elaborados pelo próprio administrador, devem ser postos à disposição para consulta por parte dos possíveis investidores, bem como entregues a eles, juntamente com o prospecto, quando da subscrição das cotas do fundo.

Além disso, o já analisado art. 39 da Instrução CVM n. 472/2008 determina a obrigação de o administrador prestar determinadas informações periódicas sobre o fundo,

além de informações eventuais, a exemplo daquelas que possam influir na decisão dos investidores de adquirir ou alienar, em mercado secundário, as cotas de sua propriedade.

A publicação de informações referidas acima deve ocorrer mediante divulgação na página do administrador na rede mundial de computadores, a fim de se manterem disponíveis aos cotistas em sua sede e ao público em geral.

Concomitantemente à prestação de informações, cuja publicação se dará periodicamente, e aquelas de exigibilidade eventual, já oportunamente salientadas, deve o administrador, ainda, manter regularmente disponível, em sua página na rede mundial de computadores, o regulamento do fundo, em sua versão vigente e atualizada, a fim de possibilitar a consulta ampla e irrestrita por parte dos cotistas, possíveis investidores, interessados na aquisição de cotas, bem como do público em geral.

Deve, também, o administrador enviar as aludidas informações à entidade administradora do mercado de balcão organizado em que as cotas do fundo de investimento imobiliário sejam admitidas à negociação, bem como à CVM, mediante o Sistema de Envio de Documentos disponível na página do referido agente regulador, constante na rede mundial de computadores.

Além da divulgação de informações referidas acima, bem como do envio de documentos aos cotistas, consoante disposto, determina o art. 44 da Instrução CVM n. 472/2008 que o exercício do fundo de investimento imobiliário deve ser encerrado a cada 12 meses, em 30 de junho ou 31 de dezembro de cada ano, oportunidade em que se levantarão as demonstrações financeiras relativas ao período findo, que devem ser elaboradas observando-se a natureza dos empreendimentos imobiliários e das demais aplicações em que serão investidos os recursos do fundo.

Dessa maneira, concomitantemente às informações acima referendadas, cuja obrigação de prestá-las incumbe à administradora do fundo de investimento imobiliário, deve também se exigir desta a divulgação das informações relevantes para a compreensão do fundo de investimento imobiliário, a saber, daquelas referentes à sua base legal e campos gerais, e, principalmente, com relação aos aspectos específicos que podem culminar no temor, afastamento ou redução de racionalidade por parte dos investidores, a saber, as restrições operacionais e os fatores de risco.

Frise-se que, não havendo disponibilidade informacional a contento, não teria o investidor, ou o próprio cotista, como ponderar, de forma racional e maximizadora, sobre os benefícios e custos da alternativa de investimento ou alienação, o que enseja a possibilidade

de assunção de risco não conhecido ou mesmo, perda de liquidez ou rentabilidade das cotas em razão do retorno esperado.

Nesse sentido, com exceção do risco legal²⁸⁷, os demais riscos envolvidos na aquisição de cotas de fundo de investimento devem vir explicitados detalhadamente no prospecto da oferta pública a ser realizada por ocasião da emissão e distribuição de cotas, além de fazer parte integrante no regulamento do fundo, a fim de ser conhecida pelos interessados em aquisição das cotas no mercado secundário. Em suma, trata-se dos riscos de mercado (que abrange também os riscos operacionais e sistêmico), de crédito, de baixa ocupação imobiliária e de liquidez.

Soma-se a isso a necessidade, também, de divulgação, no Prospecto e Regulamento do fundo, sobre as restrições operacionais do fundo de investimento imobiliário, a exemplo da impossibilidade de resgate das cotas.

Compete repisar que com a ideia ora defendida não se propõe evitar a ocorrência de riscos, ou mesmo minimizá-los. Até porque as operações realizadas no mercado financeiro são caracterizadas pela imprevisibilidade e pelo risco, não podendo este ser mensurado, ou seja, antecipado e prevenido.

O que não se pode admitir, pois, é que o investidor seja surpreendido com a existência de riscos e restrições operacionais não conhecidos, eis que não divulgados pelo fundo de investimento imobiliário investido, retirando, assim, a possibilidade de alocação eficiente dos recursos pelo investidor. Isso prejudicaria sua racionalidade maximizadora quando da escolha do investimento, culminando na redução de bem-estar e, especialmente, na perda de rentabilidade e de liquidez em razão do investimento escolhido.

Contudo, tal situação não retira o dever de diligência do investidor ou cotista, ou mesmo do operador do direito incumbido de orientá-lo, que deve ter conhecimento adequado e detalhado do prospecto e regulamento, da política de investimentos adotada, do administrador do fundo e sobre o gestor (caso seja terceirizado); deve acompanhar os relatórios que o administrador está obrigado a emitir e conferir as informações neles contidas. Deve, ainda, no caso de pretensão investidor, verificar se o agente vendedor pode realizar a oferta de cotas do fundo no mercado secundário.

²⁸⁷ Convém repisar que os aspectos legais e regulamentares devem ser conhecidos pelo investidor por meio de consulta jurídica antes da realização da opção do investimento, por meio da Lei n. 8.668/93 e Instrução CVM n. 472/2008. Todavia, em razão do custo para aquisição dessas informações, uma das propostas nesta dissertação é a divulgação das bases gerais e campos jurídicos inerentes aos fundos, a fim de ampliar a divulgação e acesso destas informações, considerando a escassez de trabalhos acadêmicos nesse sentido.

Assim, em razão da abordagem que ora se propõe, com a difusão ampla e a análise pormenorizada das restrições operacionais e dos fatores de risco inerentes aos fundos de investimento imobiliário, assim como dos fatores jurídicos e campos gerais pertinentes, dar-se-á melhor acesso às informações e compreensão aos operadores do Direito, investidores e cotistas sobre o referido investimento. Isso garantirá credibilidade e confiança nas operações realizadas no mercado imobiliário, além de assegurar a alocação eficiente dos recursos e racionalidade maximizadora dos investidores e cotistas, contribuindo para a atribuição de segurança, liquidez e rentabilidade.

REFERÊNCIAS

ADAMI, M. P.; JORDÃO, E. F. Steven Shavell e o preço do processo: notas para uma análise econômica do direito processual. In: DIDIER JR., F.; JORDÃO, E. F. (Org.). *Teoria do processo: panorama doutrinário mundial*. Salvador: JusPodvim, 2008.

ALONSO, F. R. Os fundos de investimento. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano X, n. 1, p. inicial e final, 1971.

ANDREZO, A. F.; LIMA, I. S. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Atlas, 2007.

ARNAUD, A.-J. As transformações do direito dos mercados financeiros. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXXIX, n.117, p. 32-52. jan./mar. 2000.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS (ANBIMA). Disponível em: <http://www.anbima.com.br/_regulacao>. Acesso em: 20 mar. 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Circular nº. 2.616, de 18 de setembro de 1995. Altera e consolida as disposições relativas à constituição e ao funcionamento de fundos de investimento financeiro e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 18 set. 1995. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/1995/pdf/circ_2616.pdf>. Acesso em: 12 mar. 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Circular nº. 3.304, de 28 de dezembro de 2005. Estabelece sobre referências normativas a fundos de investimento e revoga normas e disposições regulamentares editadas pelo Banco Central do Brasil, relativas a esses fundos, em decorrência da Lei 10.303, de 2001, ou sem função. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 28 dez. 2005. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/2005/pdf/circ_3304.pdf>. Acesso em: 12 mar. 2011.

BASTOS, C. R.; MARTINS, I. G. *Comentários à Constituição do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 1990. v. 7.

BELLOTTO, A. Fundos imobiliários: nova era. *Valor Econômico*, 10 fev. 2010. Disponível em: <http://www.valoronline.com.br/?impresso/investimentos/91/60_99129/fundos-imobiliarios,-nova-era> Acesso em: 12 mar. 2011.

BERTOLDI, M. M.; RIBEIRO, M. C. P. *Curso avançado de direito comercial*. 6. ed. rev. e atual. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

BM&F BOVESPA. *Ofertas públicas de fundos de investimento*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/NoticiasHome/Prospectos.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

BRASIL. Constituição (1988). *Constituição da República Federativa do Brasil*, 1988. Disponível em: www.almg.gov.br/opencms/export/.../pdfs/ConstituicaoFederal.pdf. Acesso em: 12 mar. 2001.

BRASIL. Lei 5.172, de 25 de outubro de 1966. Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L5172.htm>. Acesso em 22 mar. 2011.

BRASIL. Lei n. 10.198/2001. Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, 16 de fev. 2002. Disponível em: <www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10198.htm>. Acesso em: 12 mar. 2011.

BRASIL. Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, 1º nov. 2001. Disponível em: <www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 12 mar. 2011.

BRASIL. Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. *Diário Oficial da União*, Brasília-DF, 10 jan. 2002. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/2002/L10406.htm>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

BRASIL. Lei n. 10.411/2002. Altera e acresce dispositivos à Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores imobiliários e cria a Comissão de Valores Imobiliários. *Diário Oficial da União*, 27 fev. 2002. Disponível em: <www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10411.htm>. Acesso em: 12 mar. 2011.

BRASIL. Lei n. 12.020 de 27 de agosto de 2009. Dá nova redação ao inciso II do *caput* do art. 20 da Lei nº 9.394, de 20 de dezembro de 1996, que estabelece as diretrizes e bases da educação nacional, para modificar o rol de instituições de ensino comunitárias. Dá nova redação ao inciso II do *caput* do art. 20 da Lei nº 9.394, de 20 de dezembro de 1996, que estabelece as diretrizes e bases da educação nacional, para modificar o rol de instituições de ensino comunitárias. *Diário Oficial da União*, 28 ago. 2009. Disponível em: <www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/.../L12020.htm>. Acesso em: 27 nov. 2011.

BRASIL. Lei n. 12.024, de 27 de agosto de 2009. Dá nova redação aos arts. 4º, 5º e 8º da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004, que tratam de patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias; dispõe sobre o tratamento tributário a ser dado às receitas mensais auferidas pelas empresas construtoras nos contratos de construção de moradias firmados dentro do Programa Minha Casa, Minha Vida – PMCMV, atribui à Agência Nacional de Telecomunicações – ANATEL as atribuições de apurar, constituir, fiscalizar e arrecadar a

Contribuição para o Fomento da Radiodifusão Pública; altera as Leis n^{os} 11.196, de 21 de novembro de 2005, 11.652, de 7 de abril de 2008, 10.833, de 29 de dezembro de 2003, 9.826, de 23 de agosto de 1999, 6.099, de 12 de setembro de 1974, 11.079, de 30 de dezembro de 2004, 8.668, de 25 de junho de 1993, 8.745, de 9 de dezembro de 1993, 10.865, de 30 de abril de 2004, 8.989, de 24 de fevereiro de 1995, e 11.941, de 27 de maio de 2009; e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 27 ago. 2009. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2009/Lei/L12024.htm>. Acesso em: 27 nov. 2011.

BRASIL. Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, 31 jan. 1965. Disponível em: Acesso em: 27 nov. 2011.

BRASIL. Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*, 7 dez. 1976. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/CCIVIL/LEIS/L6385.htm>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial da União*, Brasília-DF, 15 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 12 mar. 2011.

BRASIL. Lei n. 8.668, de 25 de junho de 1993. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília-DF, 25 jun. 1993. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8668.htm>. Acesso em: 12 mar. 2011.

BRASIL. Lei n. 8.894, de 21 de junho de 1994. Dispõe sobre o Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a Títulos e Valores Mobiliários, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília-DF, 21 jun. 1994. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8894.htm>. Acesso em: 27 nov. 2011.

BRASIL. Lei n. 9.779 de 19 de janeiro de 1999. Altera a legislação do Imposto sobre a Renda, relativamente à tributação dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos rendimentos auferidos em aplicação ou operação financeira de renda fixa ou variável, ao Sistema Integrado de Pagamento de Impostos e Contribuições das Microempresas e das Empresas de Pequeno Porte - SIMPLES, à incidência sobre rendimentos de beneficiários no exterior, bem assim a legislação do Imposto sobre Produtos Industrializados – IPI, relativamente ao aproveitamento de créditos e à equiparação de atacadista a estabelecimento industrial, do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros ou relativas a Títulos e Valores Mobiliários – IOF, relativamente às operações de mútuo, e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, relativamente às despesas financeiras, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, 20 jan. 1999. Disponível em: <www.receita.fazenda.gov.br/legislacao/leis/ant2001/lei977999.htm>. Acesso em: 27 nov. 2011.

BRASIL. Lei n. 9.779, de 19 de janeiro de 1999. Altera a legislação do Imposto sobre a Renda, relativamente à tributação dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos rendimentos auferidos em aplicação ou operação financeira de renda fixa ou variável, ao Sistema Integrado de Pagamento de Impostos e Contribuições das Microempresas e das Empresas de Pequeno Porte – SIMPLES, à incidência sobre rendimentos de beneficiários no exterior, bem assim a legislação do Imposto sobre Produtos Industrializados – IPI, relativamente ao aproveitamento de créditos e à equiparação de atacadista a estabelecimento industrial, do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros ou Relativas a Títulos e Valores Mobiliários – IOF, relativamente às operações de mútuo, e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, relativamente às despesas financeiras, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 21 jun. 1994. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9779.htm>. Acesso em: 27 nov. 2011.

CAMINHA, U. *Securitização*. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007.

CARVALHO, F. J. C. C.. O papel do Banco Central no processo de regulação financeira. In: CAMPILONGO, C. F.; ROCHA, J. C. V.; MATTOS, P. T. L. *Concorrência e regulação no sistema financeiro*. São Paulo: Max Limonad, 2002.

CARVALHO, T. L. A possibilidade de locação de ações e quotas como inovação estratégica. In: ENCONTRO NACIONAL DO CONPEDI – Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito, 20, 2011, Vitória-ES. *Anais...*, Florianópolis/SC: Fundação Boiteux, 2011.

CARVALHO, T. L. A regulação do mercado financeiro e a necessária intervenção estatal na autonomia privada. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 14, p. 45-76, 2011.

CARVALHO, T. L. O Estado Democrático de Direito, as Estruturas para a Regulação do Mercado Financeiro e os Agentes Reguladores do Brasil. In: *XX Encontro Nacional do CONPEDI - Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito*, 2011, Belo Horizonte/MG. CONPEDI - Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito. Florianópolis/SC : Fundação Boiteux, 2011.

CARVALHOSA, M. *Comentários à lei de sociedades anônimas: artigos 1º. a 74*. 5. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 1.

CHAVES, N. C. *Direito empresarial: securitização de crédito*. Belo Horizonte: Del Rey, 2006.

COASE, R. H. The nature of the firm. *The firm, the market and the law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1960. p. 33-35.

COASE, Ronald Harry. The problem of social cost. *Journal of Law and Economics*. Chicago, v. 3, p. 1-44, out. 1960.

COELHO, F. U. *Curso de direito comercial*. 6. ed. rev. e atual. de acordo com o novo Código Civil e alterações da LSA. São Paulo: Saraiva, 2003. v.2.

COELHO, F. U. *Curso de direito comercial*. 9. ed. rev. e atual. de acordo com o projeto de Lei de Falências aprovado pelo Poder Legislativo. São Paulo: Saraiva, 2005. v.1.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Deliberação n. 461, de 22 de julho de 2003. Dispõe sobre o novo conceito de valor mobiliário e a sua aplicação aos fundos de investimento. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 22 jul. 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=/deli/deli461.htm>>. Acesso em: 30 abr. 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 205, de 14 de janeiro de 1994. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento imobiliário. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 14 jan. 2004. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 12 mar. 2011. www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=/deli/deli461.htm

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 304, de 5 de maio de 1999. Dispõe sobre fundos de investimento em quotas de fundo de investimento e títulos e valores mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 05 mai. 1999. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=/inst/inst304consolid.htm>>. Acesso em: 17 abr. 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 325, de 27 de jan. de 2000. Dispõe sobre o registro, na Comissão de Valores Mobiliários, de investidor não residente no País, de que trata a Resolução CMN no 2.689/00, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 27 jan. 2000. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 389, de 03 de junho de 2003. Altera a Instrução CVM no 205, de 14 de janeiro de 1994. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 03 jun. 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 400, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM n. 88, de 3 de novembro de 1988. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 18 ago. 2004. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst400.htm>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 409, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 18 ago. 2004. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst409consolid.htm>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 418, de 19 de abril de 2005. Altera a Instrução CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 19 abr. 2005. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 450, de 30 de março de 2007. Altera as Instruções CVM n.ºs. 409, de 18 de agosto de 2004, 306, de 5 de maio de 1999, 387, de 28 de abril de 2003 e 391, de 16 de julho de 2003 e revoga as Instruções CVM n.ºs 316, de 15 de outubro de 1999, 322, de 14 de janeiro de 2000, 326, de 11 de fevereiro de 2000, 327, de 18 de fevereiro de 2000, 329, de 17 de março de 2000, 336, de 15 de maio de 2000, e 338, de 21 de junho de 2000.. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 30 mar. 2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=I&File=/inst/inst450.doc>. Acesso em: 12 mar. 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 455, de 13 de jun. de 2007. Inclui as companhias hipotecárias entre as entidades autorizadas a administrar fundos de investimento imobiliário e altera a Instrução CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 13 jun. 2007. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 472, de 31 de outubro de 2008, com as modificações introduzidas pela Instrução CVM n. 478/09. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento imobiliário – FII. Revoga as Instruções CVM n. 205, de 14 de janeiro de 1994, n. 389, de 3 de junho de 2003, n. 418, de 19 de abril de 2005 e n. 455, de 13 de junho de 2007. Acrescenta o Anexo III-B à Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 31 out. 2008. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/inst472consolid.pdf>>. Acesso em: 29 out. 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa 478, de 11 de set. de 2009. Altera a Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 11 set. 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 12 mar. 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução Normativa n. 303, de 5 de maio de 1999. Dispõe sobre a composição e diversificação de carteira de fundos de investimento em títulos e valores mobiliários. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 5 maio 1999. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=/inst/inst303consolid.htm>>. Acesso em: 17 abr. 2011.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução nº. 2.248, de 08 de fevereiro de 1996. Dispõe sobre aplicação de recursos de capital estrangeiro em quotas de Fundos de Investimento Imobiliário, constituídos de acordo com a Instrução CVM nº. 205, de 14.01.94, e regulamentação subsequente. *Diário Oficial da*

União, Brasília/DF, 08 fev. 1996. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1996/pdf/res_2248.pdf>. Acesso em 21 mar. 2011.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução nº. 2.689, de 26 de janeiro de 2000. Dispõe sobre aplicações de investidor não residente nos mercados financeiro e de capitais.. *Diário Oficial da União*, Brasília/DF, 26 jan. 2000. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2000/pdf/res_2689.pdf>. Acesso em 21 mar. 2011. COSTA, W. D. *Títulos de crédito*. 4. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2008.

DELGADO, J. Reflexões sobre o mercado de valores mobiliários e fundos de investimentos: atuação do Banco Central e da Comissão de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 1, n. 3, p.24-40. set./dez. 1998.

DUBEUX, Júlio Ramalho. *A comissão de valores mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Porto Alegre: Fabris, 2006.

EIZIRIK, N. *et al. Mercado de capitais e regime jurídico*. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

EIZIRIK, N.; WALD, A. O regime jurídico das bolsas de valores e sua autonomia frente ao Estado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n. 61, p. 5-21, jan./mar. 1986.

FAMA, E. F.; MACBETH, J. D. Risk, return and equilibrium empirical tests. *Journal of Political Economy*, 71, p. 607-636, May/June 1973.

FARACO, A. D.; SANTOS, F. M. Análise econômica do direito e possibilidades aplicativas no Brasil. *Revista de Direito Público da Economia (RDPE)*, n. 1, jan./mar. 2003.

FRANCO, V. H. M.; SZTAJN, R. *Direito empresarial II: sociedade anônima, mercado de valores mobiliários*. 2. ed. rev. atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009. v. 2.

FREITAS, R. S. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

FREITAS, R. S. Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento. In: MOSQUEIRA, R. Q. (Coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 2003, v. 2.

FUNDO de investimento imobiliário: cartilha do investidor. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/port/protinvcaderno6.asp>>. Acesso em: 26 mar. 2010.

GAGGINI, F. S. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2001.

GAIVÃO, P. *et al. Fundos de investimento imobiliário: Brasil e Portugal*. São Paulo: Vida Imobiliária Brasil, 2009.

GICO JÚNIOR, I. T. Metodologia e epistemologia da análise econômica do direito. *Economic Analysis of Law Review*, v. 1, n. 1, p. 7-32, jan./jun. 2010.

GONÇALVES NETO, A. A. *Lições de direito societário*. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2004.

GOODHART, C. A. E. *et al apud YAZBEK, Otávio. Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

JAFFE, J. F; ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W. *Administração financeira*. São Paulo: Atlas, 2002.

JORION, Ph. *Value at Risk: a nova fonte de referência para o controle do risco de mercado*. 2. ed. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F), 2001.

LOBO, C. A. S. Os valores mobiliários. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 10, n. 36, p. 27-42. abr./jun. 2007.

MILAGRES, M. O. Banco Central e regulação: a mão invisível do estado. In: OLIVEIRA, A. F. *Direito econômico: evolução e institutos: obra em homenagem ao prof. João Bosco Leopoldino da Fonseca*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

MOREIRA, E. B. Reflexões a propósito dos princípios da livre iniciativa e da função social. *Revista de Direito Público da Economia*. São Paulo, ano 4, n.16, out/dez, 2006.

MOSQUEIRA, R. Q. Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais. In: _____ (Coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 2003. v. 2.

NEVES, R. C. Uma comparação entre os novos títulos de crédito do agronegócio e as cédulas de crédito. In: FERNANDES, J. C. (Coord.). *Títulos de crédito: homenagem ao professor Wille Duarte Costa*. Belo Horizonte: Del Rey, 2011. p. 203-229.

OFERTAS públicas de fundos de investimento Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/NoticiasHome/Prospectos.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 12. mar. 2011.

PAPINI, Roberto. *Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Forense, 1987.

PERRICONE, S. Fundos de investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, ano 4, n.11, p.80-101. jan./mar. 2001.

PIMENTA, E. G. Teoria da empresa em direito e economia. *Revista de Direito Público da Economia – RDPE*, Belo Horizonte, ano 4, n. 14, p. 55-74, abr./jun. 2006.

PINHEIRO, A. C.; SADDI, J. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

POSNER, R. A review of Steven Shavell's foundations of economic analysis of law. *Journal of Economic Literature*, v. XLIV (June 2006), p. 405-414.

QUEIROZ, J. E. C. O conceito de valor mobiliário e a competência da comissão de valores mobiliários e do Banco Central do Brasil. In: MOSQUEIRA, R. Q. (Org.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 2003. v. 2.

RAMOS, A. L. S. C. *Curso de direito empresarial: o novo regime jurídico-empresarial brasileiro*. 4. ed. rev, amp. e atual. Salvador: Juz Podivm, 2010.

REIS, E. F. O estado democrático de direito: tipicidade tributária: conceitos indeterminados e segurança jurídica. *Revista Tributária e de Finanças Públicas*, v. 34, p. 157-168, 2000.

ROCHA, T. N. *Fundos de investimento e o papel do administrador: a indústria dos fundos no mercado brasileiro e a liberdade para agir, os poderes e obrigações dos seus administradores*. São Paulo: Textonovo, 2005.

SALAMA, B. M. O que é pesquisa em direito e economia? *Cadernos Direito GV: Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas*, v.5, n.2, p. 1-25, jun. 2008.

SHAVELL, S. Economic analysis of law. *John M. Olin Center for Law, Economics and Business*. Discussion paper n. 536, p. 1-16, nov. 2005.

SHAVELL, S. *Foundations of economic analysis of law*. Cambridge: Harvard University Press, 2004.

SZTAJN, R. Quotas de fundos imobiliários: novo valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXXIII, n. 93, p.104-108. jan./mar. 1994.

VENOSA, S. S. *Direito civil: parte geral*. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2006. v. 1.

VIVANTE, C. *Trattado di diritto commerciale*. 3. ed. Milano: Francesco Vallardi, [s.d.]. v. 3.

YAZBEK, O. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

ANEXOS

A – Lei n. 8.668, de 25 de junho de 1993

Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências

O PRESIDENTE DA REPÚBLICA,

Faço saber que o Congresso Nacional decreta e eu sanciono a seguinte lei:

Art. 1º Ficam instituídos Fundos de Investimento Imobiliário, sem personalidade jurídica, caracterizados pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, na forma da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários.

Art. 2º O Fundo será constituído sob a forma de condomínio fechado, proibido o resgate de quotas, com prazo de duração determinado ou indeterminado.

Art. 3º As quotas dos Fundos de Investimento Imobiliário constituem valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, admitida a emissão sob a forma escritural.

Art. 4º Compete à Comissão de Valores Mobiliários autorizar, disciplinar e fiscalizar a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento Imobiliário, observadas as disposições desta lei e as normas aplicáveis aos Fundos de Investimento.

Art. 5º Os Fundos de Investimento Imobiliário serão geridos por instituição administradora autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários, que deverá ser, exclusivamente, banco múltiplo com carteira de investimento ou com carteira de crédito imobiliário, banco de investimento, sociedade de crédito imobiliário, sociedade corretora ou sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários, ou outras entidades legalmente equiparadas.

Art. 6º O patrimônio do Fundo será constituído pelos bens e direitos adquiridos pela instituição administradora, em caráter fiduciário.

Art. 7º Os bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário, em especial os bens imóveis mantidos sob a propriedade fiduciária da instituição administradora, bem como seus frutos e rendimentos, não se comunicam com o patrimônio desta, observadas, quanto a tais bens e direitos, as seguintes restrições:

I – não integrem o ativo da administradora;

II – não respondam direta ou indiretamente por qualquer obrigação da instituição administradora;

III – não componham a lista de bens e direitos da administradora, para efeito de liquidação judicial ou extrajudicial;

IV – não possam ser dados em garantia de débito de operação da instituição administradora;

V – não sejam passíveis de execução por quaisquer credores da administradora, por mais privilegiados que possam ser;

VI – não possam ser constituídos quaisquer ônus reais sobre os imóveis.

§1º No título aquisitivo, a instituição administradora fará constar as restrições enumeradas nos incisos I a VI e destacará que o bem adquirido constitui patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário.

§2º No registro de imóveis serão averbadas as restrições e o destaque referido no parágrafo anterior.

§3º A instituição administradora fica dispensada da apresentação de certidão negativa de débitos, expedida pelo Instituto Nacional da Seguridade Social, e da Certidão Negativa de Tributos e Contribuições, administrada pela Secretaria da Receita Federal, quando alienar imóveis integrantes do patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário.

Art. 8º O fiduciário administrará os bens adquiridos em fidúcia e deles disporá na forma e para os fins estabelecidos no regulamento do fundo ou em assembléia de quotistas, respondendo em caso de má gestão, gestão temerária, conflito de interesses, descumprimento do regulamento do fundo ou de determinação da assembléia de quotistas.

Art. 9º A alienação dos imóveis pertencentes ao patrimônio do fundo será efetivada diretamente pela instituição administradora, constituindo o instrumento de alienação documento hábil para cancelamento, perante o Cartório de Registro de Imóveis, das averbações pertinentes às restrições e destaque de que tratam os § 1º e 2º do art. 7º.

Parágrafo único. Os recursos resultantes da alienação constituirão patrimônio do fundo.

Art. 10. Cada Fundo de Investimento Imobiliário será estruturado através de regulamento elaborado pela instituição administradora, contendo:

I – qualificação da instituição administradora;

II – política de investimento que estabeleça, com precisão e clareza, as definições quanto aos ativos que comporão o patrimônio do fundo para atender seus objetivos;

III – taxa de ingresso ou critério para sua fixação;

IV – remuneração da administradora;

V – divulgação de informações aos quotistas, nos prazos fixados pela Comissão de Valores Mobiliários;

VI – despesas e encargos do Fundo;

VII – competência e quorum de deliberação da Assembléia Geral de Quotistas;

VIII – critérios para subscrição de quotas por um mesmo investidor;

IX – prazo de duração do fundo e as condições de resgate para efeito de liquidação do mesmo;

X – outras especificações, visando à fiscalização do mercado e à clareza de informações, na forma de regulamentação baixada pela Comissão de Valores Mobiliários.

XI – critérios relativos à distribuição de rendimentos e ganhos de capital.

Parágrafo único. O fundo deverá distribuir a seus quotistas, no mínimo, noventa e cinco por cento dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa, com base em balanço ou balancete semestral encerrado em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano.

Art. 11. Nas hipóteses de renúncia da instituição administradora, seu descredenciamento pela Comissão de Valores Mobiliários, destituição pela assembléia de quotistas ou sua sujeição ao regime de liquidação judicial ou extrajudicial, a ata da assembléia de quotistas que eleger nova instituição administradora para substituí-la, devidamente aprovada e registrada na Comissão de Valores Mobiliários, constitui documento hábil para averbação, no Registro de Imóveis, da sucessão da propriedade fiduciária dos bens imóveis integrantes do patrimônio do fundo.

§1º No caso de liquidação extrajudicial da instituição administradora, o liquidante designado pelo Banco Central do Brasil convocará assembléia de quotistas, no prazo de cinco dias úteis, contado da publicação no Diário Oficial do ato que decretar a liquidação, para deliberar sobre a eleição de nova administradora e a liquidação ou não do fundo.

§2º Caberá ao liquidante praticar todos os atos necessários à gestão regular do fundo até ser procedida a averbação referida no caput deste artigo.

§3º Se a assembléia de quotistas não eleger nova instituição administradora no prazo de trinta dias úteis contados da publicação no Diário Oficial do ato que decretar a liquidação extrajudicial, o Banco Central do Brasil nomeará uma instituição para processar a liquidação do fundo.

§ 4º A sucessão da propriedade fiduciária de bem imóvel integrante de patrimônio de Fundo de Investimento Imobiliário não constitui transferência de propriedade.

Art. 12. É vedado à instituição administradora, no exercício específico de suas funções e utilizando-se dos recursos do Fundo de Investimento Imobiliário:

I – conceder empréstimos, adiantar rendas futuras aos quotistas ou abrir créditos sob qualquer modalidade;

II – prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer forma;

III – aplicar no exterior recursos captados no País;

IV – aplicar recursos na aquisição de quotas do próprio fundo;

V – vender a prestação as quotas do fundo, admitida a divisão da emissão em séries;

VI – prometer rendimento predeterminado aos quotistas;

VII – realizar operações do fundo quando caracterizada situação de conflito de interesse entre o fundo e a instituição administradora, ou entre o fundo e o empreendedor.

Art. 13. O titular das quotas do Fundo de Investimento Imobiliário:

I – não poderá exercer qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo;

II – não responde pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual, relativamente aos imóveis e empreendimentos integrantes do fundo ou da administradora, salvo quanto à obrigação de pagamento do valor integral das quotas subscritas.

Parágrafo único. O quotista que não integralizar as quotas subscritas, nas condições estabelecidas no regulamento do fundo ou no boletim de subscrição, ficará de pleno direito constituído em mora, podendo a administradora, a sua escolha, promover contra o quotista processo de execução para cobrar as importâncias devidas, servindo o boletim de subscrição como título extrajudicial, nos termos do Código de Processo Civil, ou vender as quotas a terceiros, mesmo após iniciada a cobrança judicial.

Art. 14. À instituição administradora do Fundo de Investimento Imobiliário compete:

- I – representá-lo ativa e passivamente, judicial e extrajudicialmente;
- II – responder pessoalmente pela evicção de direito, no caso de alienação de imóveis pelo fundo.

Art. 15. As demonstrações financeiras dos Fundos de Investimento Imobiliário serão publicadas pelas administradoras, na forma que vier a ser regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários.

Art. 16. Os rendimentos e ganhos de capital auferidos pelos Fundos de Investimento Imobiliário ficam isentos do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, assim como do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza.

Art. 16-A. Os rendimentos e ganhos líquidos auferidos pelos Fundos de Investimento Imobiliário, em aplicações financeiras de renda fixa ou de renda variável, sujeitam-se à incidência do imposto de renda na fonte, observadas as mesmas normas aplicáveis às pessoas jurídicas submetidas a esta forma de tributação.

§ 1º Não estão sujeitas à incidência do imposto de renda na fonte prevista no caput as aplicações efetuadas pelos Fundos de Investimento Imobiliário nos ativos de que tratam os incisos II e III do art. 3º da Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004.

§ 2º O imposto de que trata o caput poderá ser compensado com o retido na fonte pelo Fundo de Investimento Imobiliário, por ocasião da distribuição de rendimentos e ganhos de capital.

§ 3º A compensação de que trata o § 2º será efetuada proporcionalmente à participação do cotista pessoa jurídica ou pessoa física não sujeita à isenção prevista no inciso III do art. 3º da Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004.

§ 4º A parcela do imposto não compensada relativa à pessoa física sujeita à isenção nos termos do inciso III do art. 3º da Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004, será considerada exclusiva de fonte.

Art. 17. Os rendimentos e ganhos de capital auferidos, apurados segundo o regime de caixa, quando distribuídos pelos Fundos de Investimento Imobiliário a qualquer beneficiário, inclusive pessoa jurídica isenta, sujeitam-se à incidência do imposto de renda na fonte, à alíquota de vinte por cento.

Art. 18. Os ganhos de capital e rendimentos auferidos na alienação ou no resgate de quotas dos fundos de investimento imobiliário, por qualquer beneficiário, inclusive por pessoa jurídica isenta, sujeitam-se à incidência do imposto de renda à alíquota de vinte por cento:

- I – na fonte, no caso de resgate;
- II – às mesmas normas aplicáveis aos ganhos de capital ou ganhos líquidos auferidos em operações de renda variável, nos demais casos.

Art. 19. O imposto de que tratam os arts. 17 e 18 será considerado:

- I – antecipação do devido na declaração, no caso de beneficiário pessoa jurídica tributada com base no lucro real, presumido ou arbitrado;
- II – tributação exclusiva, nos demais casos.

Art. 20. Aplica-se à instituição administradora, aos seus administradores e gerentes diretamente responsáveis pela administração do fundo, bem como aos demais infratores das normas desta lei, o disposto no art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, independentemente de outras sanções legais eventualmente cabíveis.

Art. 21. Esta lei entra em vigor na data de sua publicação.

Art. 22. Revogam-se as disposições em contrário.

Brasília, 25 de junho de 1993, 172º da Independência e 105º da República.

B – Instrução CVM n. 472, de 31 de outubro de 2008, com as modificações introduzidas pela Instrução CVM n. 478/2009

TEXTO INTEGRAL DA INSTRUÇÃO CVM Nº 472, DE 31 DE OUTUBRO DE 2008, COM AS MODIFICAÇÕES INTRODUZIDAS PELA INSTRUÇÃO CVM Nº 478/09

Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII. Revoga as Instruções CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994, nº 389, de 3 de junho de 2003, nº 418, de 19 de abril de 2005 e nº 455, de 13 de junho de 2007. Acrescenta o Anexo III-B à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.

A **PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**, torna público que o Colegiado, em reunião realizada em 2 de setembro de 2008, com fundamento nos arts 8º, inciso I, e 19, § 5º, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e no art. 4º da Lei no 8.668, de 25 de junho de 1993, APROVOU a seguinte Instrução:

**CAPÍTULO I
ÂMBITO E FINALIDADE**

Art. 1º A presente Instrução dispõe sobre as normas gerais que regem a constituição, a administração, a oferta pública de distribuição de cotas, o funcionamento e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário (“FII”).

**CAPÍTULO II
CARACTERÍSTICAS E CONSTITUIÇÃO**

**Seção I
Características**

Art. 2º O FII é uma comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários.

§ 1º O fundo será constituído sob a forma de condomínio fechado e poderá ter prazo de duração indeterminado.

§ 2º A denominação do fundo deve incluir a designação “fundo de investimento imobiliário – FII”.

Seção II

Constituição e Funcionamento do FII

Art. 3º O fundo será constituído por deliberação de um administrador que preencha os requisitos estabelecidos nesta Instrução, a quem incumbe aprovar, no mesmo ato, o regulamento.

Art. 4º O administrador deverá solicitar à CVM autorização para constituição do fundo, a qual será concedida, automaticamente, no prazo de até 5 (cinco) dias úteis após a data de protocolo na CVM dos seguintes documentos e informações:

I – pedido de registro na CVM de oferta pública de distribuição de cotas, nos termos do § 1º do art. 10, ou comunicação da dispensa automática deste registro;

II – ato de constituição e regulamento do fundo, elaborado de acordo com as disposições desta Instrução;

III – dados relativos ao registro do regulamento em cartório de títulos e documentos;

IV – indicação do nome do auditor independente e dos demais prestadores de serviço contratados pelo administrador do fundo; e

V – indicação do diretor do administrador responsável pela administração do fundo.

Art. 5º O funcionamento do fundo depende de prévio registro, que será automaticamente concedido mediante comprovação, perante a CVM:

I – da subscrição da totalidade das cotas objeto do registro de distribuição ou da subscrição parcial de cotas, na hipótese prevista no art. 13, desde que alcançado o valor mínimo previsto em seu § 1º;

II – da publicação do anúncio de encerramento; e

III – de sua inscrição no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica – CNPJ.

Parágrafo único. Caso o documento de que trata o inciso II esteja dispensado, o administrador do FII deve apresentar um resumo dos dados finais de colocação, elaborado nos termos do Anexo VII da Instrução CVM nº 400, de 2003.

Seção III

Cotas

Art. 6º As cotas do fundo correspondem a frações ideais de seu patrimônio e devem ser escriturais e nominativas.

Art. 7º A propriedade das cotas nominativas presumir-se-á pelo registro do nome do cotista no livro de "Registro dos Cotistas" ou da conta de depósito das cotas.

Art. 8º O titular de cotas do FII:

I – não poderá exercer qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo; e

II – não responde pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual, relativa aos imóveis e empreendimentos integrantes do fundo ou do administrador, salvo quanto à obrigação de pagamento das cotas que subscrever.

Art. 9º Não é permitido o resgate de cotas.

CAPÍTULO III SUBSCRIÇÃO E DISTRIBUIÇÃO DE COTAS

Seção I

Registro da Oferta Pública de Distribuição de Cotas

Art. 10. A oferta pública de distribuição de cotas de FII depende de prévio registro na CVM e será realizada por instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, em conformidade com o disposto na Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, respeitadas, ainda, as disposições desta Seção.

§ 1º O pedido de registro da primeira oferta pública de distribuição deve ser instruído com os documentos e informações exigidos nos anexos II e III-B da Instrução CVM nº 400, de 2003.

§ 2º O registro das ofertas públicas de distribuição de cotas subseqüentes será automaticamente concedido no prazo de 5 (cinco) dias úteis após a data de protocolo na CVM dos documentos e informações exigidos nos anexos II e III-B da Instrução CVM nº 400, de 2003.

§ 3º Não poderá ser iniciada nova distribuição de cotas antes de totalmente subscrita ou cancelada a distribuição anterior.

Seção II

Integralização e Subscrição de Cotas

Art. 11. A integralização das cotas será efetuada em moeda corrente nacional admitindo-se, desde que prevista no regulamento do fundo, a integralização em imóveis, bem como em direitos relativos a imóveis.

§ 1º A emissão de cotas poderá ser dividida em séries, com o fim específico de estabelecer, para cada série, datas diversas de integralização, sem prejuízo da igualdade dos demais direitos conferidos aos cotistas.

§ 2º As importâncias recebidas na integralização de cotas, durante o processo de distribuição, deverão ser depositadas em instituição bancária autorizada a receber depósitos, em nome do fundo.

§ 3º As importâncias recebidas nos termos do § 2º devem ser aplicadas em cotas de fundos de investimento ou títulos de renda fixa, públicos ou privados, com liquidez compatível com as necessidades do fundo.

§ 4º A integralização da cotas pode ser à vista ou em prazo determinado no compromisso de investimento.

§ 5º O compromisso de investimento é documento por meio do qual o investidor se obriga a integralizar as cotas subscritas na medida em que o administrador do fundo fizer chamadas de capital, de acordo com prazos, processos decisórios e demais procedimentos estabelecidos no respectivo compromisso de investimento e no regulamento.

Art. 12. A integralização em bens e direitos deve ser feita com base em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada, de acordo com o Anexo I, e aprovado pela assembleia de cotistas, caso o FII já esteja em funcionamento.

§ 1º O administrador deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência para assegurar que as informações constantes do laudo de avaliação sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, respondendo pela omissão nesse seu dever.

§ 2º A integralização de cotas em bens e direitos deverá ocorrer no prazo estabelecido pelo regulamento ou compromisso de investimento, aplicando-se, no que couber, os arts. 8º a 10, arts. 89, 98, §2º, e 115, §§ 1º e 2º da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

§ 3º O avaliador deverá apresentar declaração de que não possui conflito de interesses que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções.

Art. 13. O regulamento poderá prever a subscrição parcial das cotas representativas do patrimônio do fundo, bem como o cancelamento do saldo não colocado, observadas as disposições da Instrução CVM nº 400, de 2003.

§ 1º Na hipótese do caput, o ato que aprovar a emissão deverá estipular um valor mínimo a ser subscrito, sob pena de cancelamento da oferta pública de distribuição de cotas, de forma a não comprometer a execução de empreendimento imobiliário que seja objeto do fundo.

§ 2º Caso o valor mínimo referido no § 1º não seja alcançado, o administrador deverá, imediatamente:

I – fazer o rateio entre os subscritores dos recursos financeiros recebidos, nas proporções das cotas integralizadas e acrescidos dos rendimentos líquidos auferidos pelas aplicações do fundo; e

II – em se tratando de primeira distribuição de cotas do fundo, proceder à liquidação do fundo, anexando a seu requerimento o comprovante de rateio a que se refere o inciso I deste § 2º.

§ 3º A CVM poderá determinar a liquidação do fundo caso o administrador descumpra o disposto no § 2º.

Seção III Prospecto

Art. 14. O prospecto deverá ser elaborado em conformidade com o disposto no Anexo III-B da Instrução CVM nº 400, de 2003.

CAPÍTULO IV REGULAMENTO DO FUNDO

Seção I Disposições Obrigatórias do Regulamento

Art. 15. O regulamento do FII deve dispor sobre:

I – o objeto do fundo, definindo, com clareza, os segmentos em que atuará e a natureza dos investimentos ou empreendimentos imobiliários que poderão ser realizados;

II – a política de investimento a ser adotada pelo administrador contendo no mínimo:

a) a descrição do objetivo fundamental dos investimentos imobiliários a serem realizados, identificando os aspectos que somente poderão ser alterados com prévia anuência dos cotistas;

b) a especificação do grau de liberdade que o administrador se reserva no cumprimento da política de investimento, indicando a natureza das operações que fica autorizado a realizar independentemente de prévia autorização dos cotistas;

c) os ativos que podem compor o patrimônio do fundo, os requisitos de diversificação de investimentos e os riscos envolvidos; e

d) a possibilidade de o fundo contratar operações com derivativos para fins de proteção patrimonial, cuja exposição seja sempre, no máximo, o valor do patrimônio líquido do fundo, caso autorizada no regulamento.

III – o prazo de duração do fundo;

IV – taxas de administração e desempenho, se for o caso;

V – taxas de ingresso, ou critérios para sua fixação, se for o caso;

VI – número de cotas a serem emitidas e sua divisão em séries, se for o caso;

VII – possibilidade de realização de subscrição parcial e cancelamento de saldo não colocado findo o prazo de distribuição;

VIII – possibilidade ou não de futuras emissões de cotas, e o direito de preferência dos cotistas à subscrição de novas emissões;

IX – critérios para a subscrição de cotas por um mesmo investidor;

X – data de encerramento do exercício social;

XI – política de distribuição de rendimentos e resultados;

XII – qualificação do administrador;

XIII – obrigações e responsabilidades do administrador, em especial quanto àquelas previstas no art. 32 e seguintes, bem como seus deveres na qualidade de proprietário fiduciário dos imóveis e direitos integrantes do patrimônio do fundo;

XIV – remuneração do administrador e de terceiros que tenham sido contratados nos termos dos arts. 29 e 31;

XV – descrição pormenorizada das demais despesas e encargos do fundo;

XVI – conteúdo e periodicidade das informações a serem prestadas aos cotistas;

XVII – modo de convocação, competência, quorum de instalação e de deliberação da assembléia geral, assim como as formas de representação dos cotistas;

XVIII – modo e as condições de dissolução e liquidação do fundo, inclusive no tocante à forma de partilha do patrimônio entre os cotistas e à amortização programada das cotas, se for o caso;

XIX – percentual máximo de cotas que o incorporador, construtor e sócios de um determinado empreendimento em que o fundo tenha investido poderão, isoladamente ou em conjunto com pessoas a ele ligadas, subscrever ou adquirir no mercado, indicando inclusive as conseqüências tributárias;

XX – prazo máximo para a integralização ao patrimônio do fundo de bens e direitos oriundos de subscrição de cotas, se for o caso;

XXI – endereços, físicos e eletrônicos, em que podem ser obtidas as informações e documentos relativos ao fundo;

XXII – descrição das medidas que poderão ser adotadas pelo administrador para evitar alterações no tratamento tributário conferido ao fundo ou aos seus cotistas;

XXIII – exercício do direito de voto em participações societárias do fundo; e

XXIV – regras e prazos para chamadas de capital, observado o previsto no compromisso de investimento.

Seção II

Alteração do Regulamento

Art. 16. Às alterações do regulamento do FII aplica-se, no que couber, o disposto na Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004.

Art. 17. A alteração do regulamento somente produzirá efeitos a partir da data de protocolo na CVM da cópia da ata da assembléia geral, com o inteiro teor das deliberações, e do regulamento consolidado do fundo.

CAPÍTULO V ASSEMBLÉIA GERAL

Seção I Competência

Art. 18. Compete privativamente à assembléia geral deliberar sobre:

- I – demonstrações financeiras apresentadas pelo administrador;
- II – alteração do regulamento;
- III – destituição ou substituição do administrador e escolha de seu substituto;
- IV – emissão de novas cotas;
- V – fusão, incorporação, cisão e transformação do fundo;
- VI – dissolução e liquidação do fundo, quando não prevista e disciplinada no regulamento;
- VII – salvo quando diversamente previsto em regulamento, a alteração do mercado em que as cotas são admitidas à negociação;
- VIII – apreciação do laudo de avaliação de bens e direitos utilizados na integralização de cotas do fundo;
- IX – eleição e destituição de representante dos cotistas de que trata o art. 25;
- X – aumento das despesas e encargos de que trata o art. 47; e
- XI – prorrogação do prazo de duração do FII.

Seção II Convocação e Instalação

Art. 19. Compete ao administrador convocar a assembléia geral.

§ 1º A assembléia geral também pode ser convocada diretamente por cotistas que detenham, no mínimo, 5% (cinco por cento) das cotas emitidas ou pelo representante dos cotistas, observados os requisitos estabelecidos no regulamento do fundo.

§ 2º A convocação e instalação da assembléia geral dos FII observarão, quanto aos demais aspectos, o disposto na Seção II, Capítulo V da Instrução CVM nº 409, de 2004.

§ 3º O administrador do fundo deve colocar todas as informações e documentos necessários ao exercício informado do direito de voto, em sua página na rede mundial de computadores, na data de convocação da assembléia, e mantê-los lá até a sua realização.

Seção III Deliberação

Art. 20. As deliberações da assembléia geral serão tomadas por maioria de votos dos cotistas presentes, ressalvado o disposto no parágrafo único, cabendo a cada cota 1 (um) voto.

Parágrafo único. Dependem da aprovação de cotistas que representem metade, no mínimo, das cotas emitidas, se maior quorum não for fixado no regulamento do Fundo, as deliberações relativas às matérias previstas nos incisos II, V e VIII do art. 18 e no art. 34.

Art. 21. O regulamento poderá dispor sobre a possibilidade de as deliberações da assembleia serem adotadas mediante processo de consulta formal, sem necessidade de reunião dos cotistas.

Parágrafo único. Da consulta deverão constar todos os elementos informativos necessários ao exercício do direito de voto.

Art. 22. Somente poderão votar na assembleia geral os cotistas inscritos no registro de cotistas na data da convocação da assembleia, seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos há menos de 1 (um) ano.

Parágrafo único. Os cotistas também poderão votar por meio de comunicação escrita ou eletrônica, observado o disposto no regulamento.

Art. 23. O pedido de procuração, encaminhado pelo administrador mediante correspondência ou anúncio publicado, deverá satisfazer aos seguintes requisitos:

I – conter todos os elementos informativos necessários ao exercício do voto pedido;

II – facultar que o cotista exerça o voto contrário à proposta, por meio da mesma procuração; e

III – ser dirigido a todos os cotistas.

§ 1º É facultado a qualquer cotista que detenha 0,5% (meio por cento) ou mais do total de cotas emitidas solicitar relação de nome e endereços, físicos e eletrônicos, dos demais cotistas do FII para remeter pedido de procuração, desde que sejam obedecidos os requisitos do inciso I.

§ 2º O administrador do fundo que receber a solicitação de que trata o § 1º pode:

I – entregar a lista de nomes e endereços dos cotistas ao cotista solicitante, em até 2 (dois) dias úteis da solicitação; ou

II – mandar, em nome do cotista solicitante, o pedido de procuração, conforme conteúdo e nos termos determinados pelo cotista solicitante, em até 5 (cinco) dias úteis da solicitação.

§ 3º O cotista que utilizar a faculdade prevista no § 1º deverá informar o administrador do fundo do teor de sua proposta.

§ 4º O administrador do fundo pode cobrar do cotista que solicitar a lista de que trata o § 1º os custos de emissão de referida lista, nos termos do § 2º, inciso I, caso existam.

§ 5º Os custos incorridos com o envio do pedido de procuração pelo administrador do fundo, em nome de cotistas, nos termos do § 2º, inciso II, serão arcados pelo administrador do fundo.

Art. 24. Não podem votar nas assembleias gerais do fundo:

I – seu administrador ou seu gestor;

II – os sócios, diretores e funcionários do administrador ou do gestor;

III – empresas ligadas ao administrador ou ao gestor, seus sócios, diretores e funcionários; e

IV – os prestadores de serviços do fundo, seus sócios, diretores e funcionários.

Parágrafo único. Não se aplica a vedação prevista neste artigo quando:

I – os únicos cotistas do fundo forem as pessoas mencionadas nos incisos I a IV;
ou

II – houver aquiescência expressa da maioria dos demais cotistas, manifestada na própria assembléia, ou em instrumento de procuração que se refira especificamente à assembléia em que se dará a permissão de voto.

Seção IV Representante dos Cotistas

Art. 25. A assembléia geral dos cotistas pode nomear um ou mais representantes para exercer as funções de fiscalização dos empreendimentos ou investimentos do fundo, em defesa dos direitos e interesses dos cotistas.

Art. 26. Somente pode exercer as funções de representante dos cotistas, pessoa natural ou jurídica, que atenda aos seguintes requisitos:

I – ser cotista, ou profissional especialmente contratado para zelar pelos interesses do cotista;

II – não exercer cargo ou função no administrador ou no controlador do administrador, em sociedades por ele diretamente controladas e em coligadas ou outras sociedades sob controle comum, ou prestar-lhes assessoria de qualquer natureza; e

III – não exercer cargo ou função na sociedade empreendedora do empreendimento imobiliário que constitua objeto do fundo, ou prestar-lhe assessoria de qualquer natureza.

CAPÍTULO VI ADMINISTRAÇÃO

Seção I Disposições Gerais

Art. 27. A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo.

Art. 28. A administração do fundo compete, exclusivamente, a bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira de investimento ou carteira de crédito imobiliário, bancos de investimento, sociedades corretoras ou sociedades distribuidoras de valores mobiliários, sociedades de crédito imobiliário, caixas econômicas e companhias hipotecárias.

§ 1º Caso o fundo invista parcela superior a 5% (cinco por cento) de seu patrimônio em valores mobiliários, o administrador deverá estar previamente autorizado pela CVM à prestação do serviço de administração de carteira, sendo-lhe facultado, alternativamente, contratar terceiro autorizado pela CVM a exercer tal atividade.

§ 2º A administração do fundo deve ficar sob a supervisão e responsabilidade direta de um diretor estatutário do administrador, especialmente indicado para esse fim.

Art. 29. O administrador deverá prover o fundo com os seguintes serviços, seja prestando-os diretamente, hipótese em que deve estar habilitado para tanto, ou indiretamente:

I – manutenção de departamento técnico habilitado a prestar serviços de análise e acompanhamento de projetos imobiliários;

II – atividades de tesouraria, de controle e processamento dos títulos e valores mobiliários;

III – escrituração de cotas;

IV – custódia de ativos financeiros;

V – auditoria independente; e

VI – gestão dos valores mobiliários integrantes da carteira do fundo.

§ 1º Sem prejuízo de sua responsabilidade e da responsabilidade do diretor designado, o administrador poderá, em nome do fundo, contratar junto a terceiros devidamente habilitados a prestação dos serviços indicados neste artigo, mediante deliberação da assembléia geral ou desde que previsto no regulamento.

§ 2º Sem prejuízo da possibilidade de contratar terceiros para a administração dos imóveis, a responsabilidade pela gestão dos ativos imobiliários do fundo compete exclusivamente ao administrador, que deterá a propriedade fiduciária dos bens do fundo.

§ 3º É dispensada a contratação do serviço de custódia para os ativos financeiros que representem até 5% do patrimônio líquido do fundo, desde que tais ativos estejam admitidos à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado ou registrados em sistema de registro ou de liquidação financeira autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM.

§ 4º Os custos com a contratação de terceiros para os serviços mencionados nos incisos IV e V serão considerados despesas do fundo; os custos com a contratação de terceiros para os serviços mencionados nos incisos I, II, III e VI devem ser arcados pelo administrador do fundo.

Art. 30. Compete ao administrador, observado o disposto no regulamento:

I – realizar todas as operações e praticar todos os atos que se relacionem com o objeto do fundo;

II – exercer todos os direitos inerentes à propriedade dos bens e direitos integrantes do patrimônio do fundo, inclusive o de ações, recursos e exceções;

III – abrir e movimentar contas bancárias;

IV – adquirir e alienar livremente títulos pertencentes ao fundo;

V – transigir;

VI – representar o fundo em juízo e fora dele; e

VII – solicitar, se for o caso, a admissão à negociação em mercado organizado das cotas do fundo.

Art. 31. O administrador poderá contratar, em nome do fundo, os seguintes serviços facultativos:

I – distribuição de cotas;

II – consultoria especializada, envolvendo a análise, seleção e avaliação de empreendimentos imobiliários e demais ativos para integrarem a carteira do fundo; e

III – empresa especializada para administrar as locações ou arrendamentos de empreendimentos integrantes do seu patrimônio, a exploração do direito de superfície e a comercialização dos respectivos imóveis.

Parágrafo único. Os serviços a que se refere este artigo podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros, desde que, em qualquer dos casos, devidamente habilitados.

Seção II

Obrigações do Administrador

Art. 32. O administrador do fundo deve:

I – selecionar os bens e direitos que comporão o patrimônio do fundo, de acordo com a política de investimento prevista no respectivo regulamento;

II – providenciar a averbação, no cartório de registro de imóveis, das restrições determinadas pelo art. 7º da Lei no 8.668, de 25 de junho de 1993, fazendo constar nas matrículas dos bens imóveis e direitos integrantes do patrimônio do fundo que tais ativos imobiliários:

- a) não integram o ativo do administrador;
- b) não respondem direta ou indiretamente por qualquer obrigação do administrador;
- c) não compõem a lista de bens e direitos do administrador, para efeito de liquidação judicial ou extrajudicial;
- d) não podem ser dados em garantia de débito de operação do administrador;
- e) não são passíveis de execução por quaisquer credores do administrador, por mais privilegiados que possam ser; e
- f) não podem ser objeto de constituição de quaisquer ônus reais.

III – manter, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem:

- a) os registros de cotistas e de transferência de cotas;
- b) os livros de atas e de presença das assembleias gerais;
- c) a documentação relativa aos imóveis e às operações do fundo;
- d) os registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do fundo; e
- e) o arquivo dos pareceres e relatórios do auditor independente e, quando for o caso, dos profissionais ou empresas contratados nos termos do arts. 29 e 31.

IV – celebrar os negócios jurídicos e realizar todas as operações necessárias à execução da política de investimentos do fundo, exercendo, ou diligenciando para que sejam exercidos, todos os direitos relacionados ao patrimônio e às atividades do fundo;

V – receber rendimentos ou quaisquer valores devidos ao fundo;

VI – custear as despesas de propaganda do fundo, exceto pelas despesas de propaganda em período de distribuição de cotas que podem ser arcadas pelo fundo;

VII – manter custodiados em instituição prestadora de serviços de custódia, devidamente autorizada pela CVM, os títulos e valores mobiliários adquiridos com recursos do fundo;

VIII – no caso de ser informado sobre a instauração de procedimento administrativo pela CVM, manter a documentação referida no inciso III até o término do procedimento;

IX – dar cumprimento aos deveres de informação previstos no Capítulo VII desta Instrução e no regulamento do fundo;

X – manter atualizada junto à CVM a lista de prestadores de serviços contratados pelo fundo;

XI – observar as disposições constantes do regulamento e do prospecto, bem como as deliberações da assembléia geral; e

XII – controlar e supervisionar as atividades inerentes à gestão dos ativos do fundo, fiscalizando os serviços prestados por terceiros contratados e o andamento dos empreendimentos imobiliários sob sua responsabilidade.

Parágrafo único. Os contratos de custódia devem conter cláusula que:

I – estipule que somente as ordens emitidas pelo administrador, pelo gestor ou por seus representantes legais ou mandatários, devidamente autorizados, podem ser acatadas pela instituição custodiante;

II – vede ao custodiante a execução de ordens que não estejam diretamente vinculadas às operações do fundo; e

III – estipule com clareza o preço dos serviços.

Art. 33. O administrador deve exercer suas atividades com boa fé, transparência, diligência e lealdade em relação ao fundo e aos cotistas.

§ 1º São exemplos de violação do dever de lealdade do administrador, as seguintes hipóteses:

I – usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para o fundo, as oportunidades de negócio do fundo;

II – omitir-se no exercício ou proteção de direitos do fundo ou, visando à obtenção de vantagens, para si ou para outrem, deixou de aproveitar oportunidades de negócio de interesse do fundo;

III – adquirir bem ou direito que sabe necessário ao fundo, ou que este tencione adquirir; e

IV – tratar de forma não equitativa os cotistas do fundo, a não ser quando os direitos atribuídos a diferentes classes de cotas justificassem tratamento desigual.

§ 2º O administrador e o gestor devem transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possam alcançar em decorrência de sua condição.

Art. 34. Os atos que caracterizem conflito de interesses entre o fundo e o administrador dependem de aprovação prévia, específica e informada da assembléia geral de cotistas.

§ 1º As seguintes hipóteses são exemplos de situação de conflito de interesses:

I – a aquisição, locação, arrendamento ou exploração do direito de superfície, pelo fundo, de imóvel de propriedade do administrador ou de pessoas a ele ligadas;

II – a alienação, locação ou arrendamento ou exploração do direito de superfície de imóvel integrante do patrimônio do fundo tendo como contraparte o administrador ou pessoas a ele ligadas;

III – a aquisição, pelo fundo, de imóvel de propriedade de devedores do administrador, uma vez caracterizada a inadimplência do devedor; e

IV – a contratação, pelo fundo, de pessoas ligadas ao administrador, para prestação dos serviços referidos no art. 31.

§ 2º Consideram-se pessoas ligadas:

I – a sociedade controladora ou sob controle do administrador, de seus administradores e acionistas;

II – a sociedade cujos administradores, no todo ou em parte, sejam os mesmos do administrador, com exceção dos cargos exercidos em órgãos colegiados previstos no estatuto

ou regimento interno do administrador, desde que seus titulares não exerçam funções executivas, ouvida previamente a CVM; e

III – parentes até segundo grau das pessoas naturais referidas nos incisos acima.

§ 3º Não configura situação de conflito a aquisição, pelo fundo, de imóvel de propriedade do empreendedor, desde que não seja pessoa ligada ao administrador.

§ 4º As demais operações entre o fundo e o empreendedor estão sujeitas à avaliação e responsabilidade do administrador sempre que for possível a contratação em condições equitativas ou idênticas às que prevaleçam no mercado, ou que o fundo contrataria com terceiros.

Seção III **Vedações ao Administrador**

Art. 35. É vedado ao administrador, no exercício das funções de gestor do patrimônio do fundo e utilizando os recursos do fundo:

I – receber depósito em sua conta corrente;

II – conceder empréstimos, adiantar rendas futuras ou abrir créditos aos cotistas sob qualquer modalidade;

III – contrair ou efetuar empréstimo;

IV – prestar fiança, aval, bem como aceitar ou co-obrigar-se sob qualquer forma nas operações praticadas pelo fundo;

V – aplicar no exterior recursos captados no País;

VI – aplicar recursos na aquisição de cotas do próprio fundo;

VII – vender à prestação as cotas do fundo, admitida a divisão da emissão em séries e integralização via chamada de capital;

VIII – prometer rendimentos predeterminados aos cotistas;

IX – sem prejuízo do disposto no art. 34, realizar operações do fundo quando caracterizada situação de conflito de interesses entre o fundo e o administrador, ou entre o fundo e o empreendedor;

X – constituir ônus reais sobre os imóveis integrantes do patrimônio do fundo;

XI – realizar operações com ativos financeiros ou modalidades operacionais não previstas nesta Instrução;

XII – realizar operações com ações e outros valores mobiliários fora de mercados organizados autorizados pela CVM, ressalvadas as hipóteses de distribuições públicas, de exercício de direito de preferência e de conversão de debêntures em ações, de exercício de bônus de subscrição e nos casos em que a CVM tenha concedido prévia e expressa autorização;

XIII – realizar operações com derivativos, exceto quando tais operações forem realizadas exclusivamente para fins de proteção patrimonial e desde que a exposição seja sempre, no máximo, o valor do patrimônio líquido do fundo; e

XIV – praticar qualquer ato de liberalidade.

§ 1º A vedação prevista no inciso X não impede a aquisição, pelo administrador, de imóveis sobre os quais tenham sido constituídos ônus reais anteriormente ao seu ingresso no patrimônio do fundo.

§ 2º O fundo poderá emprestar seus títulos e valores mobiliários, desde que tais operações de empréstimo sejam cursadas exclusivamente através de serviço autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM ou usá-los para prestar garantias de operações próprias.

Seção IV

Remuneração do Administrador

Art. 36. A remuneração pelos serviços prestados pelo administrador constará expressamente do regulamento do fundo e poderá incluir uma parcela variável calculada em função do desempenho do fundo ou de indicador relevante para o mercado imobiliário, que com o fundo possa ser razoavelmente comparado.

Seção V Substituição do Administrador

Art. 37. O administrador do fundo deve ser substituído nas hipóteses de renúncia ou destituição por deliberação da assembleia geral.

§ 1º Na hipótese de renúncia, o administrador fica obrigado a:

I – convocar imediatamente a assembleia geral para eleger seu substituto ou deliberar a liquidação do fundo, a qual deverá ser efetuada pelo administrador, ainda que após sua renúncia; e

II – permanecer no exercício de suas funções até ser averbada, no cartório de registro de imóveis, nas matrículas referentes aos bens imóveis e direitos integrantes do patrimônio do fundo, a ata da assembleia geral que eleger seu substituto e sucessor na propriedade fiduciária desses bens e direitos, devidamente aprovada pela CVM e registrada em Cartório de Títulos e Documentos.

§ 2º É facultado aos cotistas que detenham ao menos 5% (cinco por cento) das cotas emitidas, a convocação da assembleia geral, caso o administrador não convoque a assembleia de que trata o § 1º, inciso I, no prazo de 10 (dez) dias contados da renúncia.

§ 3º No caso de liquidação extrajudicial do administrador, cabe ao liquidante designado pelo Banco Central do Brasil, sem prejuízo do disposto no Capítulo V, convocar a assembleia geral, no prazo de 5 (cinco) dias úteis, contados da data de publicação, no Diário Oficial da União, do ato que decretar a liquidação extrajudicial, a fim de deliberar sobre a eleição de novo administrador e a liquidação ou não do fundo.

§ 4º Cabe ao liquidante praticar todos os atos necessários à gestão regular do patrimônio do fundo, até ser procedida a averbação referida no § 1º, inciso II.

§ 5º Aplica-se o disposto no §1º, inciso II, mesmo quando a assembleia geral deliberar a liquidação do fundo em consequência da renúncia, da destituição ou da liquidação extrajudicial do administrador, cabendo à assembleia geral, nestes casos, eleger novo administrador para processar a liquidação do fundo.

§ 6º Se a assembleia de cotistas não eleger novo administrador no prazo de 30 (trinta) dias úteis contados da publicação no Diário Oficial do ato que decretar a liquidação extrajudicial, o Banco Central do Brasil nomeará uma instituição para processar a liquidação do fundo.

§ 7º Nas hipóteses referidas nos incisos do **caput**, bem como na sujeição ao regime de liquidação judicial ou extrajudicial, a ata da assembleia de cotistas que eleger novo administrador, devidamente aprovada e registrada na CVM, constitui documento hábil para averbação, no Cartório de Registro de Imóveis, da sucessão da propriedade fiduciária dos bens imóveis integrantes do patrimônio do fundo.

§ 8º A sucessão da propriedade fiduciária de bem imóvel integrante de patrimônio de FII não constitui transferência de propriedade.

Art. 38. Caso o administrador renuncie às suas funções ou entre em processo de liquidação judicial ou extrajudicial, correrão por sua conta os emolumentos e demais despesas

relativas à transferência, ao seu sucessor, da propriedade fiduciária dos bens imóveis e direitos integrantes do patrimônio do fundo.

CAPÍTULO VII DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES

Seção I Informações Periódicas

Art. 39. O administrador deve prestar as seguintes informações periódicas sobre o fundo:

I – mensalmente, até 15 (quinze) dias após o encerramento do mês:

a) valor do patrimônio do fundo, valor patrimonial das cotas e a rentabilidade do período; e

b) valor dos investimentos do fundo, incluindo discriminação dos bens e direitos integrantes de seu patrimônio;

II – trimestralmente, até 30 (trinta) dias após o encerramento de cada trimestre, informações sobre o andamento das obras e sobre o valor total dos investimentos já realizados, no caso de fundo constituído com o objetivo de desenvolver empreendimento imobiliário, até a conclusão e entrega da construção;

III – até 60 (sessenta) dias após o encerramento de cada semestre, relação das demandas judiciais ou extrajudiciais propostas na defesa dos direitos de cotistas ou desses contra a administração do fundo, indicando a data de início e a da solução final, se houver;

IV – até 60 (sessenta) dias após o encerramento do primeiro semestre:

a) o balancete semestral;

b) o relatório do administrador, observado o disposto no § 2º; e

V – anualmente, até 90 (noventa) dias após o encerramento do exercício:

a) as demonstrações financeiras

b) o relatório do administrador, observado o disposto no § 2º; e

c) o parecer do auditor independente.

VI – até 8 (oito) dias após sua ocorrência, a ata da assembléia geral ordinária.

§ 1º O administrador deverá, ainda, manter sempre disponível em sua página na rede mundial de computadores o regulamento do fundo, em sua versão vigente e atualizada.

§ 2º Os relatórios previstos na alínea “b” do inciso IV e alínea “b” do inciso V devem conter, no mínimo:

I – descrição dos negócios realizados no semestre, especificando, em relação a cada um, os objetivos, os montantes dos investimentos feitos, as receitas auferidas, e a origem dos recursos investidos, bem como a rentabilidade apurada no período;

II – programa de investimentos para o semestre seguinte;

III – informações, acompanhadas das premissas e fundamentos utilizados em sua elaboração, sobre:

a) conjuntura econômica do segmento do mercado imobiliário em que se concentrarem as operações do Fundo, relativas ao semestre findo;

b) as perspectivas da administração para o semestre seguinte; e

c) o valor de mercado dos ativos integrantes do patrimônio do fundo, incluindo o percentual médio de valorização ou desvalorização apurado no período, com base na última análise técnica disponível, especialmente realizada para esse fim, em observância de critérios que devem estar devidamente indicados no relatório;

IV – relação das obrigações contraídas no período;

V – rentabilidade nos últimos 4 (quatro) semestres;

VI – o valor patrimonial da cota, por ocasião dos balanços, nos últimos 4 (quatro) semestres calendário; e

VII – a relação dos encargos debitados ao fundo em cada um dos 2 (dois) últimos exercícios, especificando valor e percentual em relação ao patrimônio líquido médio semestral em cada exercício.

Art. 40. A publicação de informações referidas nesta Seção deve ser feita na página do administrador na rede mundial de computadores e mantida disponível aos cotistas em sua sede.

Parágrafo único. O administrador deverá, ainda, simultaneamente à publicação referida no *caput*, enviar as informações referidas nesta Seção à entidade administradora do mercado organizado em que as cotas do FII sejam admitidas à negociação, bem como à CVM, através do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores.

Seção II **Informações Eventuais**

Art. 41. O administrador deve disponibilizar aos cotistas os seguintes documentos, relativos a informações eventuais sobre o fundo:

I – edital de convocação e outros documentos relativos a assembleias gerais extraordinárias, no mesmo dia de sua convocação;

II – até 8 (oito) dias após sua ocorrência, a ata da assembleia geral extraordinária;

III – prospecto, material publicitário e anúncios de início e de encerramento de oferta pública de distribuição de cotas, nos prazos estabelecidos na Instrução CVM nº 400, de 2003; e

IV – fatos relevantes.

§ 1º A divulgação de fatos relevantes deve ser ampla e imediata, de modo a garantir aos cotistas e demais investidores acesso às informações que possam, direta ou indiretamente, influir em suas decisões de adquirir ou alienar cotas do fundo, sendo vedado ao administrador valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda das cotas do fundo.

§ 2º Considera-se exemplo de fato relevante, sem exclusão de quaisquer outras hipóteses, a alteração no tratamento tributário conferido ao fundo ou ao cotista.

Art. 42. A publicação de informações referidas nesta seção deve ser feita na página do administrador na rede mundial de computadores e mantida disponível aos cotistas em sua sede.

Parágrafo único. O administrador deverá, ainda, simultaneamente à publicação referida no *caput*, enviar as informações referidas nesta Seção ao mercado organizado em que as cotas do FII sejam admitidas à negociação, bem como à CVM, através do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores.

Seção III **Informações Periódicas ou Eventuais Enviadas aos Cotistas**

Art. 43. O administrador deverá enviar a cada cotista:

I – no prazo de até 8 (oito) dias após a data de sua realização, resumo das decisões tomadas pela assembléia geral;

II – semestralmente, no prazo de até 30 (trinta) dias a partir do encerramento do semestre, o extrato da conta de depósito a que se refere o art. 7º, acompanhado do valor do patrimônio do fundo no início e no fim do período, o valor patrimonial da cota, e a rentabilidade apurada no período, bem como de saldo e valor das cotas no início e no final do período e a movimentação ocorrida no mesmo intervalo, se for o caso; e

III – anualmente, até 30 de março de cada ano, informações sobre a quantidade de cotas de sua titularidade e respectivo valor patrimonial, bem como o comprovante para efeitos de declaração de imposto de renda.

Seção IV Demonstrações Financeiras

Art. 44. O exercício do fundo deve ser encerrado a cada 12 (doze) meses, quando serão levantadas as demonstrações financeiras relativas ao período findo.

§ 1º A data do encerramento do exercício do fundo deve ser 30 de junho ou 31 de dezembro de cada ano.

§ 2º As demonstrações financeiras do fundo obedecerão às normas contábeis específicas expedidas pela CVM e serão auditadas anualmente, por auditor independente registrado na CVM.

§ 3º As demonstrações financeiras do fundo devem ser elaboradas observando-se a natureza dos empreendimentos imobiliários e das demais aplicações em que serão investidos os recursos do fundo.

§ 4º O fundo deve ter escrituração contábil destacada da de seu administrador.

CAPÍTULO VIII PATRIMÔNIO

Seção I Patrimônio

Art. 45. A participação do fundo em empreendimentos imobiliários poderá se dar por meio da aquisição dos seguintes ativos:

I – quaisquer direitos reais sobre bens imóveis;

II – desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM, ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, desde que se trate de emissores cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII;

III – ações ou cotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII;

IV – cotas de fundos de investimento em participações (FIP) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII ou de fundos de investimento em ações que sejam setoriais e que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário;

V – certificados de potencial adicional de construção emitidos com base na Instrução CVM nº 401, de 29 de dezembro de 2003;

VI – cotas de outros FII;

VII – certificados de recebíveis imobiliários e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII e desde que sua emissão ou negociação tenha sido registrada na CVM;

VIII – letras hipotecárias; e

IX – letras de crédito imobiliário.

§ 1º Quando o investimento do FII se der em projetos de construção, caberá ao administrador, independentemente da contratação de terceiros especializados, exercer controle efetivo sobre o desenvolvimento do projeto.

§ 2º O administrador pode adiantar quantias para projetos de construção, desde que tais recursos se destinem exclusivamente à aquisição do terreno, execução da obra ou lançamento comercial do empreendimento e sejam compatíveis com o seu cronograma físico-financeiro.

§ 3º Os bens e direitos integrantes da carteira do FII, bem como seus frutos e rendimentos, deverão observar as seguintes restrições:

I – não poderão integrar o ativo do administrador, nem responderão por qualquer obrigação de sua responsabilidade;

II – não comporão a lista de bens e direitos do administrador para efeito de liquidação judicial ou extrajudicial, nem serão passíveis de execução por seus credores, por mais privilegiados que sejam; e

III – não poderão ser dados em garantia de débito de operação do administrador.

§ 4º Os imóveis, bens e direitos de uso a serem adquiridos pelo fundo devem ser objeto de prévia avaliação, observados os requisitos constantes do Anexo I.

§ 5º Os FII que invistam preponderantemente em valores mobiliários devem respeitar os limites de aplicação por emissor e por modalidade de ativos financeiros estabelecidos na Instrução CVM nº 409, de 2004 e a seus administradores serão aplicáveis as regras desenquadramento e reenquadramento lá estabelecidas.

§ 6º Os limites de aplicação por modalidade de ativos financeiros de que trata o § 5º não se aplicam aos investimentos previstos nos incisos IV, VI e VII do caput.

Art. 46. Uma vez integralizadas as cotas objeto da oferta pública, a parcela do patrimônio do FII que, temporariamente, por força do cronograma físico-financeiro das obras constante do prospecto, não estiver aplicada em empreendimentos imobiliários, deverá ser aplicada em:

I – cotas de fundos de investimento ou títulos de renda fixa, públicos ou privados, de liquidez compatível com as necessidades do fundo; e

II – derivativos, exclusivamente para fins de proteção patrimonial, cuja exposição seja sempre, no máximo, o valor do patrimônio líquido do fundo e desde que previsto na política de investimento do FII.

Parágrafo único. O FII pode manter parcela do seu patrimônio permanentemente aplicada em cotas de fundos de investimento ou títulos de renda fixa, públicos ou privados, para atender suas necessidades de liquidez.

CAPÍTULO IX ENCARGOS DO FUNDO

Art. 47. Constituem encargos do fundo:

I – taxa de administração e, se prevista em regulamento, de desempenho (*performance*);

II – taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do fundo;

III – gastos com correspondência e outros expedientes de interesse do fundo, inclusive comunicações aos cotistas previstas no regulamento ou nesta Instrução;

IV – gastos da distribuição primária de cotas, bem como com seu registro para negociação em mercado organizado de valores mobiliários;

V – honorários e despesas do auditor independente encarregado da auditoria das demonstrações financeiras do fundo;

VI – comissões e emolumentos pagos sobre as operações do fundo, incluindo despesas relativas à compra, venda, locação ou arrendamento dos imóveis que compõem seu patrimônio;

VII – honorários de advogados, custas e despesas correlatas incorridas em defesa dos interesses do fundo, judicial ou extrajudicialmente, inclusive o valor de condenação que lhe seja eventualmente imposta;

VIII – honorários e despesas relacionadas às atividades previstas nos incisos II e III do art. 31;

IX – gastos derivados da celebração de contratos de seguro sobre os ativos do fundo, bem como a parcela de prejuízos não coberta por apólices de seguro, desde que não decorra diretamente de culpa ou dolo do administrador no exercício de suas funções;

X – gastos inerentes à constituição, fusão, incorporação, cisão, transformação ou liquidação do fundo e realização de assembléia-geral;

XI – taxa de custódia de títulos ou valores mobiliários do fundo;

XII – gastos decorrentes de avaliações que sejam obrigatórias, nos termos desta Instrução;

XIII – gastos necessários à manutenção, conservação e reparos de imóveis integrantes do patrimônio do fundo, desde que expressamente previstas em regulamento ou autorizadas pela assembléia-geral; e

XIV – taxas de ingresso e saída dos fundos de que o FII seja cotista, se for o caso.

§ 1º Quaisquer despesas não expressamente previstas nesta Instrução como encargos do fundo devem correr por conta do administrador.

§ 2º O administrador pode estabelecer que parcelas da taxa de administração sejam pagas diretamente pelo fundo aos prestadores de serviços contratados.

§ 3º Caso o somatório das parcelas a que se refere o § 2º exceda o montante total da taxa de administração fixada em regulamento, correrá às expensas do administrador o pagamento das despesas que ultrapassem esse limite.

CAPÍTULO X TRANSFORMAÇÃO, INCORPORAÇÃO, FUSÃO E CISÃO

Art. 48. As demonstrações financeiras de cada um dos fundos objeto de cisão, incorporação, fusão ou transformação, levantadas na data da operação, devem ser auditadas, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias, contados da data da efetivação do evento, por auditor independente registrado na CVM, devendo constar em nota explicativa os critérios utilizados para a relação de troca das cotas.

§ 1º O parâmetro utilizado para as conversões dos valores das cotas dos fundos nos casos de incorporação, fusão ou cisão, bem como o valor das cotas dos fundos resultantes de tais operações devem constar de nota explicativa.

§ 2º Os imóveis dos fundos de investimento objeto de fusão, incorporação ou cisão deverão ser avaliados previamente à operação, caso tenham decorrido mais de 3 (três) meses entre a data da última avaliação e aquela de produção de efeitos da operação.

Art. 49. Nas operações de que trata este Capítulo caberá ao administrador:

I – demonstrar a compatibilidade do fundo que será incorporado, fundido, cindido ou transformado com a política de investimento daquele que resultará de tais operações;

II – indicar os critérios de avaliação adotados quanto aos ativos existentes nos fundos envolvidos, bem como o impacto dessa avaliação no valor do patrimônio de cada fundo;

III – descrever os critérios utilizados para atribuição de cotas aos participantes dos fundos que resultarem das operações; e

IV – identificar as alterações, no prospecto e no regulamento do fundo, que resultarem da operação.

CAPÍTULO XI LIQUIDAÇÃO

Art. 50. Nas hipóteses de liquidação do fundo, o auditor independente deverá emitir parecer sobre a demonstração da movimentação do patrimônio líquido, compreendendo o período entre a data das últimas demonstrações financeiras auditadas e a data da efetiva liquidação do fundo.

Parágrafo único. Deverá constar das notas explicativas às demonstrações financeiras do fundo análise quanto a terem os valores dos resgates sido ou não efetuados em condições equitativas e de acordo com a regulamentação pertinente, bem como quanto à existência ou não de débitos, créditos, ativos ou passivos não contabilizados.

Art. 51. Após a partilha do ativo, o administrador deverá promover o cancelamento do registro do fundo, mediante o encaminhamento à CVM, no prazo de 15 (quinze) dias, da seguinte documentação:

I – o termo de encerramento firmado pelo administrador em caso de pagamento integral aos cotistas, ou a ata da assembléia geral que tenha deliberado a liquidação do fundo, quando for o caso;

II – a demonstração de movimentação de patrimônio do fundo a que se refere o art. 50, acompanhada do parecer do auditor independente; e

III – o comprovante da entrada do pedido de baixa de registro no CNPJ.

Art. 52. O regulamento e prospecto deverão descrever detalhadamente as condições e circunstâncias em que será admitida a liquidação antecipada do fundo, com menção expressa ao prazo aplicável para efeitos de pagamento do produto da liquidação.

CAPÍTULO XII FII PARA INVESTIDORES QUALIFICADOS

Art. 53. Pode ser constituído FII destinado exclusivamente a investidores qualificados.

Art. 54. Para efeito do disposto no art. 53, adota-se a definição de investidores qualificados nos termos da Instrução CVM nº 409, de 2004.

§ 1º A qualidade de investidor qualificado deve ser verificada:

I – no ato da subscrição pelo administrador; e

II – na negociação em mercado secundário, pelo intermediário.

§ 2º A perda da condição de investidor qualificado não implica a exclusão do cotista do fundo.

§ 3º Serão considerados investidores qualificados, sociedades de propósito específico cujos sócios sejam investidores qualificados, nos termos do *caput*.

Art. 55. O fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados, desde que previsto em seu regulamento, pode:

I – admitir a utilização de títulos e valores mobiliários na integralização de cotas, com o estabelecimento de critérios detalhados e precisos para a adoção desses procedimentos;

II – dispensar a elaboração de prospecto;

III – dispensar a publicação de anúncio de início e de encerramento de distribuição;

IV – dispensar a elaboração de laudo de avaliação para integralização de cotas em bens e direitos, sem prejuízo da manifestação da assembléia de cotistas quanto ao valor atribuído ao bem ou direito; e

V – prever a existência de cotas com direitos ou características especiais quanto à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos periódicos, no reembolso de seu valor ou no pagamento do saldo de liquidação do fundo.

Art. 56. O regulamento do fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados deve ser explícito no que se refere à exclusiva participação desse tipo de investidores.

CAPÍTULO XIII DISPOSIÇÕES FINAIS E TRANSITÓRIAS

Art. 57. O descumprimento dos prazos estabelecidos na presente Instrução sujeita o administrador ao pagamento de multa cominatória diária, no valor de R\$ 200,00 (duzentos Reais).

Art. 58. Aplicam-se ao ofertante, ao administrador do fundo e aos intermediários da distribuição pública, no que couber, as disposições da Instrução CVM nº 400, de 2003.

Art. 59. Constitui infração grave para os efeitos do disposto no § 3º, do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a violação dos arts. 10; 19, § 3º; 23; 24; 29; 32 a 35; 37, § 1º; e 41.

Art. 60. A CVM, a qualquer momento, poderá solicitar documentos, informações adicionais ou modificações na documentação apresentada, bem como solicitar a correção de procedimentos que tenham sido adotados em desacordo com a legislação vigente.

Art. 61. A CVM pode determinar que as informações previstas nesta Instrução, relativas à distribuição de cotas, assim como as demais informações requeridas pela CVM, periódicas ou eventuais, devam ser apresentadas através de meio eletrônico ou da página da CVM na rede mundial de computadores, de acordo com a estrutura de banco de dados e programas fornecidos pela CVM.

Art. 62. Para fins do disposto nesta Instrução, considera-se o correio eletrônico uma forma de correspondência válida entre o administrador e os cotistas, inclusive para convocação de assembleias gerais e procedimentos de consulta formal.

§ 1º O envio de informações por meio eletrônico prevista no **caput** depende de anuência do cotista do fundo, cabendo ao administrador a responsabilidade da guarda de referida autorização.

§ 2º O correio eletrônico é uma forma de correspondência válida entre o administrador e a CVM.

Art. 63. As comunicações exigidas por esta Instrução serão consideradas efetuadas na data de sua expedição.

Art. 64. Os administradores de fundos de investimento fechados regulados pela Instrução CVM nº 409, de 2004, de fundos mútuos de investimento em empresas emergentes, fundos de investimento em participações e fundos de investimento em direitos creditórios poderão convocar assembleias gerais dos fundos sob sua administração com a finalidade de promover sua transformação em fundos imobiliários.

§ 1º A aprovação da transformação referida no caput depende de voto afirmativo de cotistas representando, no mínimo, metade das cotas emitidas, se maior não for o quorum fixado pelo regulamento do fundo.

§ 2º A aprovação da transformação referida no caput deve ser imediatamente comunicada à CVM.

Art. 65. Ficam revogadas as Instruções CVM no 205, de 14 de janeiro de 1994; nº 389, de 3 de junho de 2003; nº 418, de 19 de abril de 2005; e nº 455, de 13 de junho de 2007.

Art. 66. Os fundos que estejam em funcionamento na data de início da vigência desta Instrução devem se adaptar às disposições aqui previstas no prazo de 6 (seis) meses a contar da data de sua publicação.

Parágrafo único. As adaptações a que se refere o caput serão promovidas pelo administrador para adequação do regulamento às normas da presente Instrução.

Art. 71. Fica acrescentado o Anexo III-B à Instrução CVM nº 400, de 2003, na forma do Anexo II.

Art. 72. Esta Instrução entra em vigor 30 (trinta) dias após a data de sua publicação.

Original assinado por

MARIA HELENA DOS SANTOS FERNANDES DE SANTANA
Presidente

ANEXO I

I – ELEMENTOS DE IDENTIFICAÇÃO

1. Identificação da empresa avaliadora e das pessoas responsáveis pela avaliação;
2. Identificação do imóvel objeto da avaliação;
3. Identificação do FII e de seu administrador;
4. Datas de referência da presente e da última avaliação realizada do imóvel.

II – ELEMENTOS DE AVALIAÇÃO

1. Descrição das características do imóvel abrangendo sua localização, estado de conservação, tipo de construção e finalidade a que se destina;
2. Análise da localização geográfica do imóvel, compreendendo a existência de melhorias e outros aspectos que possam afetar-lhe o valor;
3. Descrição das diligências efetuadas, de estudos e dados setoriais utilizados, bem como de outras informações relevantes para a determinação do valor do imóvel;
4. Fundamentação da escolha do método de avaliação e descrição detalhada de sua aplicação, acompanhada das razões pelas quais tenham sido excluídos os demais métodos de avaliação possíveis;
5. O valor, à data da avaliação, dos rendimentos recebidos, se o imóvel estiver arrendado ou alugado, ou, caso contrário, a estimativa dos rendimentos que possa vir a gerar;
6. Estimativa dos encargos de conservação, manutenção e outros que sejam indispensáveis à exploração econômica do imóvel;
7. Justificativa utilizada para escolha das taxas de atualização, remuneração, capitalização, depreciação, bem como de outros parâmetros predeterminados pelo avaliador;
8. Indicação de eventuais transações ou propostas de aquisição em que se tenha baseado a avaliação, relativas a imóveis com idênticas características;
9. Indicação do valor final proposto para o imóvel, de acordo com o método de avaliação escolhido pelo avaliador e independentemente de valores diversos que tenham sido demonstrados por meio da aplicação de outros métodos.

III – ELEMENTOS DE RESPONSABILIDADE

1. Indicação de eventuais ressalvas ao valor proposto para o imóvel, bem como da existência de circunstâncias especiais que não permitam a determinação adequada de seu valor;
2. Sempre que informações ou elementos relevantes, que possam influenciar a determinação do valor do imóvel, não estejam disponíveis, ou não tenham sido apresentados, indicação das limitações decorrentes desse fato para a análise;
3. Declaração do avaliador de que elaborou o laudo em consonância com as exigências desta Instrução;
4. Identificação das sociedades controladoras ou controladas pelo administrador, com as quais o avaliador mantenha relação de trabalho ou de subordinação;
5. Indicação das cotas que detenha no fundo ao qual se refere o imóvel objeto da avaliação.

ANEXO II

Anexo acrescentado à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003

“ANEXO III-B

Informações adicionais do prospecto relativas a ofertas de cotas de emissão de fundo de investimento imobiliário

1. POLÍTICA DE INVESTIMENTO

1.1 Indicação de quais ativos poderão integrar a carteira do fundo (incluindo especificação dos respectivos percentuais) com destaque para os ativos que não sejam imóveis;

1.2 Localização geográfica das áreas em que o fundo irá adquirir imóveis ou direitos a eles relacionados;

1.3 Espécies de imóveis ou direitos a eles relacionados passíveis de aquisição pelo fundo, inclusive no que diz respeito à possibilidade de aquisição de imóveis gravadas com ônus reais;

1.4 Declaração sobre se as aquisições de imóveis terão por objetivo principal o ganho de capital ou obtenção de renda;

1.5 Indicação do percentual máximo dos recursos do fundo que será alocado em um único imóvel;

1.6 No caso de investimento em outros valores mobiliários, especificação dos parâmetros mínimos utilizados para seleção destes ativos;

1.7 Outras informações relevantes para o investidor, relativas à política de investimento do fundo e aos riscos envolvidos.

2. DESCRIÇÃO DOS IMÓVEIS

2.1 Especificação de quais imóveis pertencem atualmente ao fundo e daqueles cuja aquisição é meramente planejada;

2.2 Com relação aos imóveis cujo valor represente 10% (dez por cento) ou mais do patrimônio líquido do fundo, ou que tenham respondido por 10% (dez por cento) ou mais da receita bruta do fundo no último exercício social:

2.2.1 Descrição dos direitos que o fundo detém sobre os imóveis, com menção aos principais termos de quaisquer contratos de financiamento, promessas de compra e venda, opções de compra ou venda, bem como quaisquer outros instrumentos que lhes assegurem tais direitos;

2.2.2 Descrição dos ônus e garantias que recaem sobre os imóveis;

2.2.3 Descrição das principais características dos imóveis e do uso que se lhes pretende destinar;

2.3 Com relação aos imóveis cujo valor represente menos de 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do fundo, ou que tenham respondido por menos de 10% (dez por cento) da receita bruta do fundo no último exercício social, as informações referidas nos itens 2.2.1 a 2.2.3 podem ser agrupadas, desde que isto não prejudique substancialmente a transmissão destes dados ao investidor;

2.4 Estudo de viabilidade técnica, comercial, econômica e financeira do empreendimento imobiliário, contendo expectativa de retorno do investimento, com exposição clara e objetiva das premissas adotadas;

2.5 Orçamento e cronograma da obra, nos casos em que isto se fizer necessário;

2.6 Opinião do administrador sobre a necessidade e suficiência dos seguros contratados para preservação dos imóveis;

2.7 Se o imóvel foi adquirido em regime de condomínio, e se existe acordo dispondo sobre a constituição da propriedade em comum e repartição dos rendimentos por ela gerados.

3. DADOS OPERACIONAIS

3.1 Qualificação e principal atividade desempenhada pelo locatário que responda, ou que venha a responder, por 10% (dez por cento) ou mais da receita bruta do fundo;

3.2 Taxa percentual de ocupação do imóvel em cada um dos últimos 5 (cinco) anos anteriores ao pedido de registro;

3.3 Descrição e estimativa de valores dos impostos incidentes sobre os bens e operações do fundo, inclusive sobre investimentos propostos e ainda não efetuados;

3.4 Descrição do regime tributário aplicável aos cotistas do fundo.

4. IDENTIFICAÇÃO DOS RESPONSÁVEIS PELA ANÁLISE E SELEÇÃO DOS INVESTIMENTOS EM EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS

4.1 Nome, endereço comercial e telefones dos responsáveis pela gestão dos valores mobiliários da carteira do fundo e pela prestação dos serviços referidos nos incisos II e III do art. 31.

5. CARACTERÍSTICAS ADICIONAIS DA OFERTA

5.1 Informação sobre a possibilidade de distribuição parcial, com cancelamento do saldo eventualmente não colocado.

6. OUTRAS INFORMAÇÕES

6.1 Número de inscrição do Fundo no Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica – CNPJ;

6.2 Descrição das principais características do:

6.2.1. Memorial de incorporação ou do projeto aprovado de loteamento do solo, e indicação do seu número de registro no Cartório de Registro de Imóveis, ou da Escritura de Compra e Venda ou Promessa de Compra e Venda ou título aquisitivo de direitos reais sobre imóveis entre o empreendedor e o administrador, conforme o caso;

6.2.2 Contrato de construção, se o incorporador for pessoa distinta do construtor;

6.2.3 Contrato firmado entre o empreendedor e a instituição administradora;

6.3 Se for o caso, informação sobre a data do deferimento pela entidade administradora de mercado organizado do pedido de admissão à negociação das cotas de emissão do fundo, condicionado apenas à obtenção do registro na CVM.” (NR)