
Atualidades em

Direito Societário e Mercado de Capitais



Editores

João de Almeida
João Luiz da Silva Almeida

Conselho Editorial

Adriano Pilatti
Alexandre Bernardino Costa
Alexandre Morais da Rosa
Ana Alice De Carli
Anderson Soares Madeira
Beatriz Souza Costa
Bleine Queiroz Caúla
Caroline Regina dos Santos
Daniele Maghelly Menezes Moreira
Diego Araujo Campos
Elder Lisboa Ferreira da Costa
Emerson Garcia
Firly Nascimento Filho
Flávio Ahmed
Frederico Antonio Lima de Oliveira
Frederico Price Grechi

Geraldo L. M. Prado
Gina Vidal Marcilio Pompeu
Gisele Cittadino
Gustavo Noronha de Avila
Gustavo Sanechal de Goffredo
Helena Elias Pinto
Jean Carlos Fernandes
Jerson Carneiro Gonçalves Junior
João Carlos Souto
João Marcelo de Lima Assafim
João Theotônio Mendes de Almeida Jr.
José Emilio Medauar
José Ricardo Ferreira Cunha
Josiane Rose Petry Veronese
Leonardo El-Amine Souza e Silva da Cunha

Lúcio Antônio Charron Junior
Luigi Bonizzato
Luis Carlos Alcoforado
Luiz Henrique Sormani Barbugiani
Manoel Messias Peixinho
Marcellus Polastri Lima
Marcelo Ribeiro Uchôa
Márcio Ricardo Staffen
Marco Aurelio Bezerra de Melo
Ricardo Lodi Ribeiro
Roberto C. Vale Ferreira
Salah Hassan Khaled Jr.
Sérgio André Rocha
Sidney Guerra
Victor Gameiro Drummond

Conselheiro benemérito: Marcos Jurueña Villela Souto (*in memoriam*)

Conselho Consultivo

Andrya Mendes de Almeida Scherer Navarro
Antonio Carlos Martins Soares
Artur de Brito Gueiros Souza

Caio de Oliveira Lima
Francisco de Assis M. Tavares
Ricardo Máximo Gomes Ferraz

Filiais

Sede: Rio de Janeiro
Av. Presidente Vargas - n° 446 -
7° andar - Sala 705
CEP: 20071-000
Centro - Rio de Janeiro - RJ
Tel. (21) 3933-4004 / (21) 3249-2898

Minas Gerais (Divulgação)
Sergio Ricardo de Souza
sergio@lumenjuris.com.br
Belo Horizonte - MG
Tel. (31) 9296-1764

São Paulo (Distribuidor)
Rua Sousa Lima, 75 -
CEP: 01153-020
Barra Funda - São Paulo - SP
Telefax (11) 5908-0240

Santa Catarina (Divulgação)
Cristiano Allama Mabilha
cristiano@lumenjuris.com.br
Florianópolis - SC
Tel. (48) 9981-9353

Felipe Hanszmann
Organizador

Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais

Bruno Caldas Aranha
Cláudio Guerreiro
Eduardo Caminati Anders
Felipe Demori Claudino
Felipe Hanszmann
Francisco Siemsen Bulhões
Guilherme Teno Castilho Missali
Gustavo José Mizrahi
João Felipe Brandão Sartini
Joaquim de Paiva Muniz
José Gabriel Assis de Almeida
Julio Alexandrino

Julio Fleichman
Leda Batista da Silva Diôgo de Lima
Luciana Dias
Luis Alberto Salton Peretti
Luiz Alberto Colonna Rosman
Maria Clara Troncoso
Mauricio Moreira Menezes
Otavio Yazbek
Paulo Eduardo Penna
Pedro Rufino Carvalho
Rodrigo Menezes
Tainá Hütten de Camargo
Thiago José da Silva

EDITORIA LUMEN JURIS
RIO DE JANEIRO
2016

Copyright © 2016 by Felipe Hanszmann

Categoria: Direito empresarial e comercial

PRODUÇÃO EDITORIAL

Livraria e Editora Lumen Juris Ltda.

Diagramação: Alex Sandro Nunes de Souza

A LIVRARIA E EDITORA LUMEN JURIS LTDA.

não se responsabiliza pelas opiniões
emitidas nesta obra por seu Autor.

É proibida a reprodução total ou parcial, por qualquer
meio ou processo, inclusive quanto às características
gráficas e/ou editoriais. A violação de direitos autorais
constitui crime (Código Penal, art. 184 e §§, e Lei nº 6.895,
de 17/12/1980), sujeitando-se a busca e apreensão e
indenizações diversas (Lei nº 9.610/98).

Todos os direitos desta edição reservados à
Livraria e Editora Lumen Juris Ltda.

Impresso no Brasil
Printed in Brazil

CIP-BRASIL. CATALOGAÇÃO-NA-FONTE

Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais. /
Felipe Hanszmann(Organizador) ...[et al.]. - 1. ed. - Rio de Janeiro :
Lumen Juris, 2016.

500 p.; 23 cm.

Bibliografia.

ISBN: 978-85-8440-833-7

1. Direito Comercial. 2. Mercados Financeiro – Brasil. 3. Mercado
de Capital – Brasil. 4. Crescimento Econômico – Empresarial – Direito
Societário. 5. Conflitos de Interesse – Negócios - Inflação – Câmbio -
Aquisições. I. Hanszmann, Felipe. II. Título.

CDD –342.23

Sumário

Notas sobre a Evolução dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa	1
<i>Bruno Caldas Aranha</i>	
Saída Voluntária do Novo Mercado	49
<i>Cláudio J. G. Guerreiro</i>	
Questões concorrenciais em operações de M&A: “o fator gun jumping”	63
<i>Eduardo Caminati Anders</i>	
<i>Leda Batista da Silva Diôgo de Lima</i>	
<i>Guilherme Teno Castilho Missali</i>	
A usurpação de oportunidade comercial pelo acionista controlador: uma abordagem prática	101
<i>Felipe Demori Claudino</i>	
<i>Francisco Siemsen Bulhões</i>	
Notas sobre o sistema legal brasileiro de reparação de danos sofridos por acionistas minoritários em virtude de atos ilícitos praticados por acionistas controladores	125
<i>Felipe Hanszmann</i>	
A ação social de responsabilidade do acionista controlador e a substituição processual.....	149
<i>Gustavo José Mizrahi</i>	
A Instrução CVM 558/15 e a Nova Regulamentação dos Administradores de Carteiras de Valores Mobiliários.....	169
<i>João Felipe Brandão Sartini</i>	
Os novos “Acordos de Cooperação e Facilitação de Investimentos” do Brasil: mais um capítulo na Odisseia brasileira de proteção de investimentos estrangeiros	185
<i>Joaquim de Paiva Muniz</i>	
<i>Luis Alberto Salton Peretti</i>	

Aspectos da constitucionalidade dos processos sancionadores no âmbito da BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados – BSM.....	205
<i>José Gabriel Assis de Almeida</i>	
Apontamentos sobre a ação de dissolução parcial de sociedade no novo Código de Processo Civil	223
<i>Julio Wehrs Fleischman</i>	
Panorama dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil	237
<i>Luciana Dias</i>	
<i>Maria Clara Troncoso</i>	
Regime do exercício do direito de voto na Lei 6.404/76, suas limitações e impedimentos. Diferença entre os conceitos de “vantagem ou benefício particular” e “conflito de interesses”. Importância do elemento histórico na interpretação da Lei. Critérios para interpretação de termos ou expressões técnicas da Lei. Interpretação sistemática das normas do artigo 115 com aquelas que regulam as funções e deveres do acionista controlador e da sociedade de comando no grupo de sociedades. Momento em que deve ser verificada a liquidez e dispersão das ações da companhia, para fins da aplicação do disposto no inciso II do art. 137 da Lei.....	273
<i>Luiz Alberto Colonna Rosman</i>	
Conformidade anticorrupção e ética corporativa	331
<i>Mauricio Moreira Menezes</i>	
Limites do modelo de private equity no Brasil: o caso dos regimes de resgate, amortização e pagamento de dividendos	369
<i>Otávio Yazbek</i>	
Fechamento Branco de Capital e Oferta Pública de Aquisição de Ações por Aumento de Participação.....	393
<i>Paulo Eduardo Penna</i>	
Pré-pagamentos de exportação – uma alternativa aos instrumentos de financiamento tradicionais	429
<i>Pedro Rufino Carvalho</i>	

Inovações e peculiaridades nas operações de Venture Capital no Brasil	447
<i>Rodrigo Menezes</i>	
<i>Julio Alexandrino</i>	
Conformação da estrutura jurídico-econômica da sociedade empresária e o exercício sustentável da empresa	457
<i>Tainá Hütten de Camargo</i>	
Towards a Core Concept of Corporate Interest. The Multiple-Model Approach.....	475
<i>Thiago José da Silva</i>	

Panorama dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil

Luciana Dias¹

Maria Clara Troncoso²

Sumário: 1. Introdução – 2. Histórico: 2.1 Os fundos de investimento no Brasil; 2.2. Os fundos de investimento imobiliário; 2.3. A competência da CVM em relação aos FII – 3. Objeto – 4. Natureza jurídica dos FII – 5. Regras de governança: 5.1. As regras de transparência; 5.2. O representante de cotistas; 5.3. Remuneração do administrador; 5.4. Conflitos de interesses; 5.5. Assembleia geral: 5.5.1. Mecanismos de incentivo ao exercício do direito de voto pelos cotistas – 6. Considerações finais

1. Introdução

Nos últimos anos, os fundos de investimento imobiliário, também conhecidos como “FII”, despontaram como uma alternativa para investimentos no mercado brasileiro de valores mobiliários e viabilizaram um incremento importante na captação de recursos destinados ao setor imobiliário nacional.

Conforme dados divulgados pela BM&FBOVESPA, em agosto de 2016, o patrimônio líquido dos fundos de investimento imobiliário somava R\$ 33,7 bilhões, enquanto o valor de mercado daqueles listados em bolsa alcançava R\$

- 1 Advogada. Foi diretora da Comissão de Valores Mobiliários - CVM (2010-2015); Superintendente de Desenvolvimento do Mercado da CVM (2008-2010); professora na Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas no Rio de Janeiro (2008-2016). Doutora em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo - USP (2014). Mestre em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP (2005). Mestre em Direito pela Escola de Direito da Universidade de Stanford (*Master of the Science of Law* - J.S.M., 2005). Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da USP (2000). Admitida na ordem dos advogados do Brasil (2001) e no *New York Bar Association* (2005).
- 2 Advogada. Foi diretora da Companhia São Paulo de Desenvolvimento e Mobilização de Ativos – SPDA e da Companhia Paulistana de Securitização (2015 – 2016). Foi assessora do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (2013 – 2015). Mestranda em Direito pela Escola de Direito da Universidade de Columbia (LL.M.). Bacharel em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (2009). Admitida na Ordem dos Advogados do Brasil (2010).

28,7 bilhões³. Além disso, mais de 85 mil investidores eram titulares de cotas de FII em agosto de 2016.

Em 2012, esse número chegou a atingir mais de 100 mil investidores. No mesmo ano, também se verificou o recorde para o número e para o volume das ofertas públicas de distribuição de cotas de FII: 49 e R\$ 14 bilhões, respectivamente⁴.

A expressividade desses números expõe a combinação de uma cultura nacional voltada a investimentos no setor imobiliário, incentivos regulatórios para o crescimento do mercado de FII (sobretudo, em matéria fiscal⁵) e um momento de pujança da economia como um todo, impulsionando o setor imobiliário no país.

A dimensão por ele adquirida e o crescimento exponencial do número de investidores impuseram desafios tanto práticos quanto jurídicos aos participantes desse mercado e, em especial, à Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), autarquia federal responsável pela regulamentação e fiscalização dos FII.

De um lado, as primeiras tentativas de regulamentar tais fundos resultaram em regras repletas de lacunas, as quais impediam o desenvolvimento do mercado como um todo. Não por outra razão, embora os FII tenham sido criados em 1993 e as primeiras normas infralegais a eles aplicáveis tenham sido editadas pela CVM em 1994, o produto permaneceu bastante incipiente até 2008, quando houve a primeira revisão da regulamentação.

De outro lado, o crescimento dessa indústria a partir de 2008 e a análise das lacunas acima mencionadas permitiram uma reflexão a respeito da adequação e das consequências das premissas adotadas pelo legislador em relação aos FII quando da edição da Lei Federal nº 8.668, de 25 de junho de 1993. Sob a perspectiva do órgão regulador, essa reflexão culminou em novo aperfeiçoamento

3 BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. *Boletim do Mercado Imobiliário*, agosto de 2016, nº 52. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/fundos-de-investimentos/fii/boletim-mensal/. Último acesso em 25 de setembro de 2016.

4 Idem.

5 Nesse sentido, tiveram especial relevância as alterações promovidas pela Lei Federal nº 11.196, de 21 de novembro de 2005 à Lei Federal nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004. De acordo com o artigo 3º, III, e parágrafo único dessa última lei, são isentos de imposto de renda na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, os rendimentos distribuídos por FII cujas cotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado e que possua, no mínimo, 50 cotistas. Nos termos dos mesmos dispositivos, esse benefício só é assegurado às pessoas físicas que detenham até 10% da totalidade das cotas do FII ou cujas cotas lhe deem direito ao recebimento de rendimento inferior a 10% do total de rendimentos auferidos pelo fundo.

da regulamentação infralegal em 2015 para a correção de problemas enfrentados no período de 2008 a 2014.

Esta última reforma, focada substancialmente em regras de informação e governança, aproximou a regulamentação dos FII daquela aplicável a companhias abertas, adaptando institutos e atendendo a demandas legítimas dos operadores desse mercado, incluindo administradores, investidores, analistas e entidades de autorregulação.

Como será detalhado a seguir, esse processo de criação e a regulamentação dos FII seguiu uma tendência histórica, que permitiu a adoção de uma determinada estratégia fiscal e a pulverização dos investimentos entre um número significativo de investidores, como era o desejo do legislador originário de 1993. No entanto, como também será discutido nas próximas seções, algumas das premissas adotadas pelo legislador em 1993, como a atribuição de uma natureza condominial, não foram suficientes para embasar por completo a regulamentação dos FII.

O presente artigo tem como objetivo demonstrar como a regulamentação dos fundos de investimento imobiliários (em especial, a regulamentação infralegal) os transformou em uma estrutura híbrida, com a instituição de um condomínio que, muitas vezes, acabou por reivindicar na prática a adoção de regras e instrumentos semelhantes àqueles aplicáveis às sociedades por ações.

2. Histórico

2.1. Os fundos de investimento no Brasil

Antes de tratar especificamente dos fundos de investimento imobiliário, é importante tecer alguns comentários sobre o fato de que, no Brasil, apesar de corresponderem ao principal instrumento de investimento coletivo, os fundos de investimento não são objeto de lei específica, não sendo tratados como um instituto jurídico próprio.

Dessa forma, ainda que as diferentes categorias de fundos tenham sido expressamente mencionadas em textos legais relacionados, por exemplo, à estrutura do mercado de valores mobiliários e a questões tributárias, nenhum diploma legal ofereceu um panorama geral a respeito da natureza jurídica e do funcionamento dos fundos de investimento. Consequentemente, qualquer

discussão em torno desses mecanismos de investimento coletivo perpassa, necessariamente, uma análise da regulação infralegal e do contexto da criação de cada um desses conjuntos de normas.

O presente trabalho não tem a pretensão de reunir todos os registros necessários para uma reconstrução detalhada da história dos fundos de investimento no Brasil⁶. No entanto, alguns elementos podem ser utilizados de forma exemplificativa para demonstrar os rumos tomados pela regulamentação acerca dos fundos de investimento em geral e, como resultado, demonstrar o contexto jurídico em que os fundos de investimento imobiliário foram criados.

Nesse sentido, nota-se que a origem dos atuais fundos de investimento brasileiros remonta às antigas sociedades de crédito, financiamento ou investimento, mencionadas na legislação nacional a partir da década de 1940⁷, mas efetivamente reguladas somente a partir de 1959⁸ por meio da Portaria nº 309 do Ministério da Fazenda⁹.

Além de instituir que as sociedades de crédito, financiamento ou investimento deveriam ser constituídas como sociedades por ações ou sociedades em conta de participação, a portaria acima mencionada dispunha sobre a possibilidade de tais sociedades administrarem recursos de terceiros, inclusive, mediante “a constituição de fundos em conta de participação ou em condomínio” (item V). A regulamentação editada pelo Ministério da Fazenda, portanto, abria margens

para que outras formas jurídicas fossem exploradas na implementação das atividades de administração de recursos de terceiros e realização de investimentos.

Na prática, essa abertura regulatória e os entraves impostos pela legislação à adoção da forma societária (como, por exemplo, a exigência de capital mínimo e a possibilidade de dupla tributação dos investimentos) direcionaram o exercício das atividades de gestão de recursos de terceiros para a utilização dos chamados “fundos em condomínio”.

As disposições legais existentes a respeito desses fundos, por sua vez, não apresentam uma definição clara de sua natureza jurídica. Como visto acima, as primeiras referências na regulamentação aludiam simplesmente ao fato de que tais fundos correspondiam a categorias de recursos de terceiros que poderiam ser administrados por sociedades de crédito, financiamento ou investimento¹⁰.

No entanto, em uma segunda etapa, mesmo sem uma definição ou regulamentação em norma própria, esses “fundos em condomínio” foram objeto de regras específicas no âmbito das Leis Federais nº 3.470, de 28 de novembro de 1958, e nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Enquanto a primeira dispôs sobre as condições nas quais tais fundos não seriam considerados pessoas jurídicas para fins da tributação de imposto de renda¹¹, a segunda atribuiu ao Banco Central do Brasil (“BACEN”) a competência para autorizar o funcionamento das sociedades que os administrariam¹².

Posteriormente, os riscos relacionados, sobretudo, ao impacto da administração de recursos de terceiros por instituições financeiras sem efetiva segregação

6 Nesse sentido, vide pesquisa conduzida sobre o assunto por Mário Tavenard Martins de Carvalho em CARVALHO, Mário Tavenard Martins de. *Regime Jurídico dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. pp. 54-66.

7 Conforme indicado por Mário Tavenard Martins de Carvalho, as primeiras referências às sociedades de crédito, financiamento ou investimento constam do artigo 1º do Decreto Lei nº 7.583, de 25 de maio de 1945, segundo o qual “[n]ão gozam das prerrogativas e vantagens previstas na legislação referente à Caixa de Mobilização e Fiscalização Bancária, nem se subordinam às disposições dos arts. 5º e 6º do Decreto Lei nº 6.419, de 13 de abril de 1944, alterado pelo Decreto Lei nº 6.541, de 29 de maio de 1944, as sociedades de crédito, financiamento ou investimentos, desde que não recebam depósitos” (CARVALHO, Mário Tavenard Martins de. *Regime Jurídico dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 54).

8 Em 30 de novembro de 1959, foi editada a Portaria nº 309 do Ministério da Fazenda, que tinha como objeto a definição das características gerais e a regulação do funcionamento, competência e atribuição das sociedades de crédito, financiamento ou investimento. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/pre/acordos_e_convenios/Portaria_MF_309-1959.pdf. Último acesso em 5 de jul. de 2016.

9 Disponível em: http://www.bcb.gov.br/pre/acordos_e_convenios/Portaria_MF_309-1959.pdf. Último acesso em 5 de jul. de 2016.

10 A Portaria nº 309 do Ministério da Fazenda, datada de 30 de novembro de 1959, indicava que as sociedades de investimento poderiam operar com recursos de terceiros, compreendendo, inclusive “a constituição de fundos em conta de participação ou em condomínio” (artigo V). No artigo XXIV do mesmo documento, constava ainda que “[o]s fundos em conta de participação e os em condomínio, como tais, destinados a quaisquer operações de crédito, financiamento ou investimentos, somente poderão ser administrados pelas sociedades de que trata esta Portaria”.

11 Art 82. Para efeito de tributação do imposto de renda, não são considerados pessoas jurídicas, (Vetado) os fundos constituídos em condomínio e administrados por sociedades de investimentos fiscalizadas pela Superintendência da Moeda e do Crédito, desde que não seja aplicada em uma só empresa importância superior a 10% (dez por cento) do valor do fundo e haja distribuição anual, pelos condôminos, dos resultados auferidos.

Parágrafo único. Os rendimentos correspondentes a esses fundos serão tributados, conforme a sua natureza, em poder dos condôminos, de acordo com a legislação em vigor.

12 Art. 49. Depende de prévia autorização do Banco Central o funcionamento das sociedades de investimento que tenham por objeto:

I - a aplicação de capital em Carteira diversificada de títulos ou valores mobiliários ou;
II - a administração de fundos em condomínio ou de terceiros, para aplicação nos termos do inciso anterior.

do próprio patrimônio¹³ ensejaram a edição, pelo BACEN, das Resoluções nº 131 e 145, de 28 de janeiro e de 14 de abril de 1970, respectivamente, moldando a evolução dos fundos em condomínio. A primeira dessas resoluções regulou a necessidade de prévia autorização do BACEN para a constituição dos “Fundos Mútuos de Investimento” e a segunda dispôs sobre os requisitos para constituição e principais características desses fundos.

Ao tratar de tais características, a Resolução nº 145, de 1970, exigia a adoção da forma de condomínio para os Fundos Mútuos de Investimento, esclarecendo que os cotistas – e não o administrador – seriam os proprietários dos ativos do fundo¹⁴, e regulava a gestão de recursos de terceiros por parte do administrador.

O modelo instituído pela Resolução nº 145, de 1970, do BACEN foi mantido pelos atos normativos que a ele se seguiram no âmbito daquela instituição até que, em 2001, a Lei Federal nº 10.303 alterou a Lei Federal nº 6.385, de 1976, e ajustou o conceito de valor mobiliário para o que ele é hoje.

Por força da reforma de 2001, o conceito de valor mobiliário passou a englobar tanto as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários quanto “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” (artigo 2º, inciso IX, da Lei Federal nº 6.385, de 1976). Em linha com essa alteração, a competência para a regulamentação e monitoramento dos fundos de investimento foi atribuída à Comissão de Valores Mobiliários.

13 Refletindo a preocupação dos órgãos reguladores da época, nota-se que, em 10 de dezembro de 1968, foi editada a Resolução nº 103 do BACEN, na forma de deliberação do Conselho Monetário Nacional na mesma data, segundo a qual seria vedado “às sociedades de crédito, financiamento e às de tipo misto a constituição, administração ou gerência de FUNDOS MÚTUOS DE FINANCIAMENTO, ou FUNDOS DE ‘ACCEPTANCE’, e, ainda, a partir desta data, a colocação de novas cotas de Fundos que funcionem sob o regime de sociedade em conta de participação, condomínio ou quaisquer outras formas, assim entendido, para os efeitos deste item, ‘uma comunhão de recursos destinados à aplicação em operações de crédito, com base em papéis comerciais’ (Circular nº 72, de 30.11.1962, da extinta SUMOC)”. Nos termos da mesma resolução, os fundos ali mencionados deveriam ser “obrigatoriamente liquidados até 31 de dezembro de 1969, operando-se a sua liquidação progressiva, de modo que, até 30.6.1969 e 30.9.1969, tenham reduzido seus valores atuais de 50% e 75%, respectivamente”.

14 Nos termos da Resolução nº 145, de 1970, do BACEN, os fundos mútuos de investimento deveriam ser constituídos sob a forma de condomínio aberto, sendo que “[a]s quotas de FUNDO MÚTUO DE INVESTIMENTO corresponde[riam] a frações ideais do mesmo FUNDO” (artigo 16).

A CVM, por sua vez, editou as normas gerais pertinentes à constituição, funcionamento e administração dos fundos de investimento¹⁵, bem como regulou os procedimentos cabíveis a categorias específicas de fundos¹⁶.

Contudo, também em vista das limitações de seu mandato legal, a autarquia não inovou em discussões a respeito da natureza jurídica e das principais características de tais fundos de investimento, que permaneceram com a definição de condomínio sugerida nas antigas normas do BACEN e sujeitos, portanto, às normas gerais de direito civil que regulam essa matéria.

2.2. Os fundos de investimento imobiliário

Como brevemente exposto acima, até a década de 1990, os fundos de investimento eram abordados no ordenamento jurídico brasileiro de forma esparsa e, preponderantemente, infralegal. Essa ainda é a realidade para a maior parte dos fundos de investimento brasileiros.

Além disso, as regras consolidadas pelo BACEN desde a década de 1970 se referiam exclusivamente a fundos mútuos de investimento, cuja carteira deveria ser composta por ações, debêntures conversíveis em ações e títulos de renda fixa, tais como títulos da dívida pública federal, debêntures e outros que fossem prévia e especificamente autorizados pelo Conselho Monetário Nacional¹⁷.

No entanto, excetuando-se nesse cenário, os fundos de investimento imobiliário foram instituídos por lei própria, que dispôs sobre a sua constituição e tributação e que veio ao encontro de objetivos mais amplos no cenário político nacional à época. A lei que tratou dos fundos de investimento imobiliário – a Lei Federal nº 8.668, de 1993 – teve origem no Projeto de Lei nº 2.204, de 1991,

15 Nesse sentido, têm destaque a Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, já revogada, e a Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

16 Apenas a título de exemplo, é possível mencionar (i) a Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, que trata dos Fundo de Investimento em Direitos Creditórios; (ii) a Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003, que trata dos Fundos de Investimento em Participações; (iii) a Instrução CVM nº 444, de 8 de dezembro de 2006, que trata dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados; e (iv) a Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, que trata dos Fundos de Investimento Imobiliário discutidos no presente artigo.

17 Artigo 30 da Resolução nº 145, de 1970, do BACEN.

elaborado pelo Poder Executivo e encaminhado ao Congresso Nacional por ato da Presidência da República¹⁸.

Na exposição de motivos elaborada pelo então Ministro de Estado da Economia, Fazenda e Planejamento¹⁹, e nos documentos que suportaram a aprovação da nova lei pelo Congresso Nacional²⁰ se manteve claro o propósito de criação de um novo veículo de investimentos como um “instrumento de incremento para o setor da construção civil, de relevante importância na economia nacional”²¹, em linha com institutos semelhantes existentes em outros países. Para o legislador, a viabilização da captação de recursos para o setor da construção civil importaria na redução da necessidade de recursos públicos para esses fins²² e permitiria a implementação de empreendimentos imobiliários de diferentes naturezas.

De um lado, havia esperanças de que os novos fundos pudessem promover a redução do déficit habitacional verificado ao longo da década de 1980²³, ao mesmo tempo em que viabilizariam investimentos de longo prazo em “empreendimentos de maturação mais lenta, tais como prédios comerciais, ‘shop-

18 Trata-se da Mensagem nº 627 do então Presidente da República, Fernando Collor de Mello, datada de 7 de novembro de 1991.

19 Exposição de Motivos nº 532 do Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento, datada de 4 de novembro de 1991.

20 Faz-se referência especial às emendas apresentadas ao Projeto de Lei nº 2.204, de 1991, pela Comissão de Viação e Transportes, Desenvolvimento Urbano e Interior da Câmara dos Deputados, às manifestações das Comissões de Finanças e Tributação e de Constituição e Justiça e de Redação da Câmara dos Deputados e ao Parecer da Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal. A íntegra dos documentos relativos à tramitação do Projeto de Lei nº 2.204, de 1991, no Congresso Nacional pode ser encontrada em: http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=C67EB8279FD42831A9052FCF4EAA87CE.proposicoesWeb1?codteor=1139600&filename=Dossie+-PL+2204/1991. Último acesso em 5 de julho de 2016.

21 Exposição de Motivos nº 532 do Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento, datada de 4 de novembro de 1991.

22 Como indicado na exposição de motivos da Lei Federal nº 8.668, de 1993, “[o]s Fundos de Investimento Imobiliário certamente representarão instrumento importante para a captação de recursos, mesmo externos, para o mercado imobiliário, podendo-se prever que o seu êxito importará redução da necessidade de recursos públicos para o setor da construção civil”.

23 Conforme voto do Deputado Jairo Carneiro, relator do Projeto de Lei nº 2.204, de 1991, na Comissão de Viação e Transportes, Desenvolvimento Urbano e Interior da Câmara dos Deputados, em 1992, o Brasil teria “uma carência estimada em cerca de 10 milhões de unidades” residenciais. Além disso, em voto do Senador Levy Dias, relator do mesmo projeto na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal, há menção a dados estatísticos segundo os quais os financiamentos imobiliários teriam sido reduzidos de 600 mil habitações em 1980 para menos de 30 mil em 1991.

ping centers’, hotéis, conjuntos residenciais destinados a locação ou revenda”²⁴ e “projetos de infra-estrutura e armazenagem, tais como portos, aeroportos, edifícios-garagem, silos, e outros”²⁵.

De outro lado, os veículos instituídos pela nova lei apresentariam vantagens típicas de instrumentos de investimento coletivo, permitindo a captação de recursos de diferentes investidores para a realização de grandes investimentos (muitos dos quais inacessíveis aos investidores de maneira isolada), contando com um gestor profissional e, ainda, contemplando a possibilidade de diversificação dos ativos adquiridos pelo fundo e, conseqüentemente, dos riscos relacionados a sua carteira.

2.3. A competência da CVM em relação aos FII

A Lei Federal nº 8.668, de 1993, classificou as cotas de emissão de fundos de investimento imobiliário como valores mobiliários e as submeteu ao regime da Lei Federal nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976²⁶. Além disso, em seu artigo 4º, a lei de 1993 atribuiu à CVM a competência para “autorizar, disciplinar e fiscalizar a constituição, o funcionamento e a administração” dos FII.

Na época de edição da lei relativa aos FII, a expressa menção à Lei Federal nº 6.385, de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, e à competência da CVM se justificava pelo fato de que a definição de valor mobiliário constante desta última lei era bastante restrita²⁷, não compreendendo – como nos dias atuais²⁸ – ativos como as cotas de FII.

24 Exposição de Motivos nº 532 do Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento, datada de 4 de novembro de 1991.

25 Idem.

26 Nos termos do artigo 3º da Lei Federal nº 8.668, de 1993, “[a]s 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”.

27 Consoante a redação do artigo 2º da Lei Federal nº 6.385, de 1976, vigente à época, eram considerados valores mobiliários sujeitos ao regime daquela lei “I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição; II - os certificados de depósito de valores mobiliários; III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional”.

28 Nesse sentido, vale lembrar que, somente após reforma promovida nos termos da Lei Federal nº 10.303, de 31 de outubro de 2010, o artigo 2º da Lei Federal nº 6.385, de 1976, passou a incluir expressamente dentre os valores mobiliários “as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos” (inciso V), bem como, “quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participa-

Em vista das competências que lhe foram atribuídas por lei, a CVM passou a disciplinar os fundos de investimento imobiliário por meio de instruções próprias. Assim, em 1994, editou as Instruções CVM nº 205 e 206, que tratavam, respectivamente, da constituição, funcionamento e administração dos FII e das normas contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras desses fundos.

Posteriormente, referidas instruções foram revogadas pelas Instruções CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, e 516, de 29 de dezembro de 2011. Após uma série de alterações pontuais, o regulador procedeu a uma nova revisão das normas relativas à governança e à divulgação de informações pelos administradores de FII, culminando na edição da Instrução CVM nº 571, de 25 de novembro de 2015, que alterou substancialmente a Instrução CVM nº 472, de 2008.

3. Objeto

A Lei Federal nº 8.668, de 1993, em seu artigo 1º instituiu os fundos de investimento imobiliário, “sem personalidade jurídica, caracterizados pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários (...), destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários”. No entanto, a definição desses “empreendimentos imobiliários” e a forma pela qual os fundos poderiam desenvolvê-los não foram esclarecidas pelo legislador.

Em 1994, quando da edição da Instrução nº 205, a CVM reproduziu a disposição legal de que os recursos captados pelos FII seriam destinados ao desenvolvimento de “empreendimentos imobiliários”. Regulamentando o dispositivo, a autarquia apresentou uma lista exemplificativa do que seria tal desenvolvimento, compreendendo a “construção de imóveis, aquisição de imóveis prontos, ou investimentos em projetos visando viabilizar o acesso à habitação e serviços urbanos, inclusive em áreas rurais, para posterior alienação, locação ou arrendamento”²⁹.

ção, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros” (inciso IX).

29 A respeito dos empreendimentos imobiliários objeto de um FII, também se deve esclarecer que, em 2 de julho de 2004, o Colegiado da CVM consolidou o entendimento de que não seria necessária a especificação, nos documentos de constituição do fundo e naqueles relacionados às ofertas públicas de distribuição, dos empreendimentos que seriam objeto de investimento (Processo Administrativo CVM nº RJ2004/3339, Diretor Relator Eli Loria). No voto que conduziu aquela decisão, embora tenha reconhecido que a maior parte dos fundos existentes na época tivesse como objeto um empreendimento específico, confirmou-se que os documentos relacionados à constituição do fundo e à captação

O rol proposto pela CVM e determinadas disposições pertinentes à carteira do fundo³⁰, porém, ainda deixavam dúvidas quanto às formas de investimento permitidas aos FII, dando margem ao entendimento de que os fundos de investimento imobiliário estariam limitados aos investimentos diretos em bens imóveis e em direitos reais a eles relacionados. Por conta deste entendimento, os FII foram por muitos anos, como dizia o jargão da indústria, fundos de tijolos, nos quais os ativos eram imóveis específicos.

Somente com a edição Instrução CVM nº 472, de 2008, que substituiu a Instrução CVM nº 205, de 1994, a regulamentação passou a contemplar expressamente a possibilidade de os FII investirem em empreendimentos imobiliários de forma direta ou indireta.

Nesse sentido, o artigo 45 da nova instrução permitiu aos fundos de investimento imobiliário investir em (i) quaisquer direitos reais sobre bens imóveis; (ii) 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 registrados na CVM e 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; (v) cotas de outros FII; (vi) 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 estes certificados e

de recursos deveriam somente descrever as características gerais dos empreendimentos para os quais o administrador poderia alocar os investimentos do FII.

30 Como exemplo, ao tratar da descrição do objeto do fundo em seu regulamento, a autarquia exigia somente a definição da “natureza dos investimentos ou empreendimentos imobiliários que poderão ser realizados” (artigo 10, I, da Instrução CVM nº 205, de 1994). Além disso, ao tratar da subscrição de cotas pelos investidores, a mesma instrução permitia “a integralização em terrenos ou outros imóveis, bem como em direitos reais de uso, gozo, fruição e aquisição sobre bens imóveis” (artigo 5º da mesma instrução).

cotas tenham sido objeto de oferta pública registrada na CVM ou cujo registro tenha sido dispensado nos termos da regulamentação em vigor; (vii) letras hipotecárias; e (ix) letras de crédito imobiliário³¹.

4. Natureza jurídica dos FII

Como indicado na exposição de motivos do Projeto de Lei nº 2.204, de 1991, com base em estudos realizados em conjunto pela CVM e pela Assessoria Jurídica da Secretaria Geral da Presidência da República, concluiu-se que o modelo condominial seria o mais adequado para os fundos de investimento imobiliário.

Reconhecendo que outros modelos também seriam viáveis, incluindo a adoção da forma societária, a exposição de motivos indicou que o condomínio constante dos artigos 1º e 2º da Lei Federal nº 8.668, de 1993³², tinha como intuito permitir à comunhão de investidores “participar de empreendimentos imobiliários, de uma forma mais direta do que a que ocorre mediante participações societárias em empresas imobiliárias”³³.

Essa participação “de forma mais direta” nos empreendimentos imobiliários pareceu vantajosa ao legislador sob a perspectiva da agilidade e da capacidade operacional que dali decorreriam, por exemplo, no que diz respeito à captação de recursos, circulação das cotas, aquisição e alienação de imóveis e participação nos resultados³⁴.

Mas, conforme discutido na seção 2.1, talvez mais importante seria o fato de que o modelo adotado pelo legislador de 1993 se coadunava com aquele implementado para os fundos de investimento no Brasil desde a década de 1970, de modo que a escolha da estrutura condominial para os FII guardou relação com

as mesmas premissas que orientaram a evolução dos mecanismos brasileiros de investimento coletivo.

Embora a forma jurídica escolhida pelo legislador tenha fundamento no modelo geral de fundos adotado no Brasil, os FII apresentam diferenças significativas. Para viabilizar a atuação do administrador e o funcionamento dos fundos em si, a Lei Federal nº 8.668, de 1993, ora afastou parte das normas gerais aplicáveis aos condomínios, regulados pela Lei Federal nº 3.701, de 1º de janeiro de 1916 (Código Civil de 1916), então em vigor, e pela Lei Federal nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil de 2002), atualmente vigente, ora afastou os FII das normas gerais relativas aos demais fundos de investimentos, hoje constantes principalmente da Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014.

Ao explicar os fundamentos da escolha pela estrutura condominial para os FII, a exposição de motivos do Projeto de Lei nº 2.204, de 1991, admitiu que, em vista do seu objeto, tais condomínios deveriam se revestir de características singulares, em especial, quanto à atribuição da propriedade fiduciária dos bens integrantes do fundo ao seu administrador. Assim, diferentemente do que ocorre com a maior parte das categorias de fundos de investimento, cujo patrimônio é composto de ativos mobiliários e títulos públicos mantidos em contas de custódia em nome do próprio fundo, os ativos dos fundos de investimento imobiliário (em especial, os imóveis) deveriam permanecer em nome do administrador do fundo³⁵.

A atribuição da propriedade fiduciária dos bens integrantes do fundo ao administrador constituiu elemento essencial para viabilizar o funcionamento dos FII, porque permitiu uma convergência entre as regras atinentes aos FII e aquelas relativas ao registro de imóveis. Isso porque a Lei Federal nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973 (Lei de Registros Públicos) determina a averbação da propriedade dos imóveis somente em nome de pessoas naturais ou jurídicas³⁶, de forma que seria vedado o registro de imóveis diretamente em nome do fundo.

31 Após a reforma promovida pela Instrução CVM nº 571, de 27 de novembro de 2015, os FII passaram a poder investir também em letras imobiliárias garantidas.

32 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.

33 Exposição de Motivos nº 532 do Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento, datada de 4 de novembro de 1991.

34 Idem.

35 Esse modelo seria respaldado pelo direito pátrio e inspirado “no direito suíço, no qual os fundos imobiliários não possuem personalidade jurídica, sendo os respectivos bens adquiridos pela sociedade administradora em seu próprio nome, mas sob a inscrição no registro imobiliário da propriedade em nome do fundo”, cf. Exposição de Motivos nº 532 do Ministério da Economia, Fazenda e Planejamento, datada de 4 de novembro de 1991.

36 “Art. 176 - O Livro nº 2 - Registro Geral - será destinado, à matrícula dos imóveis e ao registro ou averbação dos atos relacionados no art. 167 e não atribuídos ao Livro nº 3.

§ 1º A escrituração do Livro nº 2 obedecerá às seguintes normas:

(...)

II - são requisitos da matrícula:

Sobre a mesma matéria, ao determinar que compete ao administrador a propriedade fiduciária dos bens³⁷, a Lei Federal nº 8.668, de 1993, vedou qualquer forma de confusão entre o patrimônio do fundo e do próprio administrador³⁸.

Reforçando tal caráter fiduciário, a lei de 1993 também dispôs sobre a responsabilidade do administrador pela gestão de recursos de terceiros, indicando que aquele deve responder em casos de má gestão, gestão temerária, conflito de interesses, descumprimento do regulamento do fundo ou de determinação da assembleia de cotistas³⁹.

Paralelamente, para viabilizar o funcionamento do fundo, foi necessário preservar as prerrogativas do administrador para a gestão dos ativos e repre-

(...)

4) o nome, domicílio e nacionalidade do proprietário, bem como:

a) tratando-se de pessoa física, o estado civil, a profissão, o número de inscrição no Cadastro de Pessoas Físicas do Ministério da Fazenda ou do Registro Geral da cédula de identidade, ou à falta deste, sua filiação;

b) tratando-se de pessoa jurídica, a sede social e o número de inscrição no Cadastro Geral de Contribuintes do Ministério da Fazenda;"

37 "Art. 6º O patrimônio do Fundo será constituído pelos bens e direitos adquiridos pela instituição administradora, em caráter fiduciário."

38 "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.

§ 3 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."

39 "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 assembleia de quotistas, respondendo em caso de má gestão, gestão temerária, conflito de interesses, descumprimento do regulamento do fundo ou de determinação da assembleia de quotistas."

sentação do fundo perante terceiros. Nesse sentido, os artigos 13, I e 14, I da Lei Federal nº 8.668, de 1993, estabelecem que o cotista "não poderá exercer qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo" e que compete ao administrador do fundo "representá-lo ativa e passivamente, judicial e extrajudicialmente".

Outra diferença importante entre o regime dos FII e dos condomínios e demais fundos de investimento diz respeito à responsabilidade dos cotistas. Nos termos do artigo 13, II, da Lei Federal nº 8.668, de 1993, o cotista "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".

Tal regra é um comando especial que limita de responsabilidade do cotista, atribuindo aos fundos de investimento imobiliário instituto típico das formas societárias mais sofisticadas. No entanto, acrescenta um grau de complexidade técnica aos FII, uma vez que é contrária à natureza um condomínio, desprovido de personalidade jurídica e que pressupõe a copropriedade dos condôminos sobre um conjunto de bens, com a solidariedade de tais coproprietários sobre a coisa comum.

A discussão a respeito da natureza jurídica dos fundos de investimento imobiliário também ganha contornos especiais diante da análise da dinâmica de funcionamento desses fundos e das regras instituídas para lhe dar suporte. Isso porque, em muitos aspectos, o funcionamento dos fundos de investimento imobiliário se assemelha de forma significativa aos de uma sociedade⁴⁰.

As semelhanças entre os fundos de investimento imobiliário e as sociedades não escaparam aos olhos dos órgãos reguladores e foram refletidas nas normas infralegais editadas para regulamentá-los, talvez, por influência da regulação norte-americana, na qual os veículos de investimento coletivo voltados ao setor imobiliário (*Real Estate Investment Trusts* – REIT) são constituídos como companhias.

Nesse sentido, muitas das disposições constantes da Instrução CVM nº 472, de 2008, conforme alterada, refletem a lógica ou instrumentos típicos da Lei Federal nº 6.404, de 1976, aplicável às sociedades por ações, e, em mais de uma oportunidade, fazem referência expressa a tal diploma legal.

40 Entendimento semelhante é o de Ricardo de Santos Freitas, para quem "as dificuldades para tentar enquadrar os fundos de investimento em um instituto de natureza civilista são evidentes. Sua natureza não é seguramente de direito real, que apresenta uma feição estática, pois o dinamismo dessas estruturas e sua conexão com a produção econômica, ainda que substancialmente financeira, é evidente" (FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*, p. 163).

5. Regras de governança

A Lei Federal nº 8.668, de 1993, não foi exaustiva a respeito da governança dos fundos de investimento imobiliário. De um lado, determinou que tais fundos deveriam ser estruturados nos termos de um regulamento e indicou o conteúdo mínimo desse documento⁴¹. De outro, delegou à CVM a competência para a emissão de regras mais detalhadas⁴².

Nos termos da lei e assim como ocorre com outros fundos de investimento, o administrador é a figura central na governança dos FII. O legislador indicou quais sociedades estariam aptas ao exercício dessa atividade, a saber: bancos múltiplos com carteira de investimento ou com carteira de crédito imobiliário, bancos de investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades corretora ou sociedades distribuidora de títulos e valores mobiliários, ou outras entidades legalmente equiparadas⁴³.

41 "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."

42 "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."

43 "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."

Dentre as funções essenciais do administrador, o legislador elencou a aquisição dos bens e direitos integrantes do fundo⁴⁴, a elaboração de seu regulamento⁴⁵ e a sua representação, tanto ativa quanto passiva⁴⁶. Além disso, regulou o caráter fiduciário dos direitos exercidos pelo administrador em relação aos bens integrantes do fundo⁴⁷ e, ainda, lhe impôs uma série de vedações voltadas à preservação do patrimônio dos cotistas, ao exercício diligente de suas atividades e à concentração dos investimentos do fundo em empreendimentos imobiliários no âmbito nacional⁴⁸.

Complementando o disposto na legislação, as instruções editadas pela CVM tanto em 1994 quanto em 2008 destacaram as responsabilidades do administrador ao explorar o próprio conceito de administração. Por um lado, conferindo caráter bastante abrangente ao termo, a autarquia indicou que a administração dos FII 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"⁴⁹.

Por outro lado, orientando um pouco mais a atuação dos administradores, a CVM indicou quais serviços deveriam ser obrigatoriamente providos pela instituição administradora (diretamente ou por meio da contratação de terceiros),

44 "Art. 6º O patrimônio do Fundo será constituído pelos bens e direitos adquiridos pela instituição administradora, em caráter fiduciário."

45 Nos termos do artigo 10, caput, da Lei Federal nº 8.668, de 1993, "[c]ada Fundo de Investimento Imobiliário será estruturado através de regulamento elaborado pela instituição administradora".

46 "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."

47 Nesse sentido, vide o já citado artigo 7º da Lei Federal nº 8.668, de 1993.

48 "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."

49 Artigo 27 da Instrução CVM nº 472, de 2008.

quais seriam as obrigações mínimas dessa instituição e, ainda, quais serviços poderiam ser facultativamente contratados em nome do fundo⁵⁰.

Mais do que a atribuição de feições práticas às atividades e responsabilidades das instituições administradoras, a regulamentação infralegal tentou contribuir para as discussões em torno do propósito de tais atividades e para um alinhamento de interesses entre os gestores de patrimônio e os seus efetivos proprietários.

Nesse sentido, reforçando o arcabouço normativo então existente, a regulamentação esclareceu os deveres fiduciários dos administradores de FII, de maneira muito semelhante àquela atribuída a administradores de outros fundos⁵¹, explicitando que o exercício dessa atividade deve se dar com “boa fé, transparência, diligência e lealdade em relação ao fundo e aos cotistas”⁵². A inspiração nas disposições aplicáveis aos administradores de sociedades por ações (em especial, nos artigos 153 a 158 da Lei Federal nº 6.404, de 1976) é evidente.

Para lidar de maneira mais concreta com os conflitos de agência inerentes às atividades de administração de recursos de terceiros, a Instrução CVM nº 472, de 2008, buscou munir os investidores de mecanismos suficientes para a fiscalização das atividades do administrador.

Nesse sentido, a regulamentação em vigor prevê uma série de ferramentas para auxiliar os cotistas no monitoramento da atuação do administrador. As subseções que seguem exploram essas ferramentas.

5.1. As regras de transparência

A divulgação de informações sobre os FII, pelo administrador, em sua página na internet e por meio de sistema eletrônico disponível tanto na página da CVM na internet quanto na página da entidade administradora do mercado organizado em que as cotas do FII sejam admitidas à negociação é parte essencial do arcabouço regulatório estruturado para proteção dos cotistas.

A esse respeito, cabe destacar o aperfeiçoamento e enrijecimento das regras editadas pela CVM para viabilizar e fiscalizar as informações divulgadas pelos administradores de fundos, em especial, após a edição da Instrução CVM nº

50 Vide artigos 29, 30, 31 e 32 da Instrução CVM nº 472, de 2008.

51 Artigo 92 da Instrução CVM nº 555, de 2014.

52 Artigo 33 da Instrução CVM nº 472, de 2008.

571, de 2015. Como explicado no Edital de Audiência Pública SDM nº 07/2014, que apresentou a minuta daquela instrução ao mercado, as modificações promovidas pela autarquia no regime informacional dos FII tinham como objetivo permitir: (i) a adequação da periodicidade com que determinadas informações devem ser prestadas pelos administradores; (ii) a reorganização dessas informações, inclusive, mediante a transferência, do regulamento para informes periódicos, das informações passíveis de alteração frequente e que, por essa razão, costumavam ensejar um procedimento custoso e pouco célere para a sua atualização; e (iii) a padronização da forma de divulgação das informações, facilitando a identificação de dados e a comparabilidade entre fundos.

A reforma de 2015 instituiu formulários padronizados, de divulgação mensal, trimestral ou anual⁵³, em linha com formato utilizado para exigir a divulgação de informações de outros emissores de valores mobiliários e participantes do mercado. Nesse processo, aprimorou-se o acesso a informações por parte dos investidores, de analistas de mercado e das próprias instâncias responsáveis pela fiscalização dos FII.

5.2. O representante de cotistas

Paralelamente à exigência de divulgação de informações, as normas editadas pela CVM abordaram a possibilidade de os cotistas elegerem um representante próprio, responsável por fiscalizar os empreendimentos imobiliários e investimentos do fundo, em defesa dos direitos e interesses de todos os condô-

53 Acerca do conteúdo desses formulários, é elucidativa a explicação apresentada pela própria CVM no Edital de Audiência Pública SDM nº 07/2014: “Enquanto o informe mensal apresentará somente o valor atualizado dos ativos do fundo, informações mais detalhadas sobre a carteira do FII serão exigidas em formulário constante do novo Anexo 39-II, que deverá ser divulgado trimestralmente (...). Dentre as informações anuais, a Minuta mantém inalterada a exigência de divulgação das demonstrações financeiras do fundo, de parecer do auditor independente e da ata da assembleia geral ordinária. No entanto, acresce a esse rol o relatório do representante de cotistas, se houver (...) e o formulário constante do novo Anexo 39-V, o qual substitui o relatório do administrador antes exigido e ainda contempla uma nova série de informações. O formulário constante do Anexo 39-V tem como objetivo consolidar as principais informações relativas ao FII, permitindo aos investidores identificar as principais características de sua política de investimentos, bem como conhecer seu administrador e prestadores de serviço, obter informações sobre o representante de cotistas, se houver, e sobre o grau de concentração ou pulverização da titularidade de cotas. Adicionalmente, esse formulário contempla a descrição dos investimentos realizados no período encerrado e daqueles estimados para os exercícios seguintes, com comentários do administrador sobre as atividades do fundo e conjuntura na qual esteja inserido”. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0714.html. Último acesso em 5 de jul. de 2016.

minos. Assim, buscou assegurar-se um instrumento de monitoramento direto do administrador em nome dos proprietários do fundo.

Inspirada no conselho fiscal das sociedades por ações, a figura do representante foi mencionada nas regras editadas pela CVM tanto em 1994 quanto em 2008. Até 2015, a regulação dispunha que a assembleia geral de cotistas poderia eleger um ou mais representantes com poderes de fiscalização, que tais representantes deveriam ser cotistas ou profissionais contratados especificamente para essa função e que não eles não poderiam (i) 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; nem (ii) exercer cargo ou função na sociedade empreendedora do empreendimento imobiliário que constitua objeto do fundo, ou prestar-lhe assessoria de qualquer natureza.

Até a reforma promovida na Instrução CVM nº 472 em 2015, muitas perguntas em torno da eleição, do papel e das responsabilidades desse representante permaneciam sem respostas. Além disso, a remuneração do representante não constava dentre as despesas taxativamente permitidas ao fundo, deixando dúvidas a respeito de quem – se o administrador ou os cotistas – seria responsável pelo desembolso.

Com o crescimento do mercado de FII, a pulverização da titularidade das cotas no varejo e o incremento do número de pessoas naturais como cotistas, multiplicaram-se os pedidos para a eleição de representantes. Esse processo expôs lacunas sobre as quais os reguladores de 1994 e 2008 não haviam se debruçado.

Tendo em vista esse cenário e as dúvidas sobre a atuação dos representantes de cotistas e sobre os riscos a ela relacionados (como, por exemplo, a obtenção de informações privilegiadas a respeito das atividades do fundo), muitos administradores criaram entraves práticos à eleição desses representantes, o que, por sua vez, culminou na apresentação de uma série de reclamações e pleitos ao órgão regulador.

A Instrução CVM nº 571, de 2015, buscou endereçar essas questões. Em primeiro lugar, a fim de facilitar a representação dos cotistas e esclarecer as regras a respeito de sua indicação, a nova norma flexibilizou os critérios de legitimidade dos cotistas aptos a elegê-los. Nesse sentido, nos termos do novo parágrafo 1º do artigo 25 da Instrução CVM nº 472, a eleição dos representantes de cotistas pode ser aprovada pela maioria dos cotistas presentes em assembleia geral e que representem (i) 3% do total de cotas emitidas, quando o fundo tiver mais de 100 cotistas; ou (ii) 5% do total de cotas emitidas, quando o fundo tiver até 100 cotistas.

Em contrapartida, a reforma buscou atender as preocupações relativas aos limites da atuação dos representantes de cotistas, suas responsabilidades e qualificações, tornando mais rígidas as regras a respeito do assunto. No que diz respeito aos requisitos exigidos para a atuação como representante, a nova regra vetou a possibilidade de contratação de um profissional específico para essa função e exigiu que a pessoa física ou jurídica contratada para tanto seja cotista do fundo.

Além disso, a reforma expandiu as vedações impostas aos representantes, deixando claro que eles também não podem ser administrador ou gestor de outros FII, não podem entrar em conflito de interesses com o fundo e não podem estar impedidos por lei ou terem sido condenados por crime falimentar, de prevaricação, peita ou suborno, concussão, peculato, contra a economia popular, a fé pública ou a propriedade, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos; nem podem ter sido condenados a pena de suspensão ou inabilitação temporária aplicada pela CVM.

Para viabilizar a fiscalização do cumprimento desses requisitos, a nova regra dispôs sobre as informações mínimas acerca dos candidatos que devem ser divulgadas previamente às assembleias gerais que tenham como objeto a eleição de representantes (incluindo qualificação e declaração de desimpedimento) e ainda exigiu que, em caso de impedimentos supervenientes, o representante informe o administrador.

Outra questão enfrentada pela reforma de 2015 foi a delimitação da atuação do representante de cotistas. No novo artigo 26-A inserido na Instrução CVM nº 472, há uma lista taxativa das funções atribuídas a tal representante, relacionando todas elas à fiscalização dos atos do administrador, das propostas e informações por ele divulgadas, bem como à prestação de contas aos cotistas pelo exercício dessa função.

O novo artigo 26-A também consagrou a formalização dos atos dos representantes de cotistas, prevendo a emissão de relatórios por escrito a respeito das matérias por ele examinadas e das atividades por ele realizadas. Assim, foi estabelecido um canal de comunicação formal entre cotistas e representantes, de forma transparente e documentada, sem prejuízo de outras manifestações, por exemplo, por meio da prestação de esclarecimentos aos cotistas em assembleias gerais.

Por fim, com a inclusão do novo artigo 26-C na Instrução CVM nº 472, a reforma promovida em 2015 esclareceu que o representante de cotista tem os mesmos deveres de diligência e lealdade atribuídos ao administrador do FII e que devem atuar exclusivamente no interesse do fundo. Dessa forma, a atuação

em benefício próprio ou em benefício dos cotistas que tenham efetivamente elegido o representante foi expressamente vedada.

5.3. Remuneração do administrador

Outro ponto de atenção da reforma de 2015 foi a necessidade de assegurar que as regras de remuneração dos administradores incentivassem o exercício de suas atividades no interesse dos cotistas. Isto porque, no âmbito das discussões promovidas entre 2014 e 2015 que culminaram na edição da Instrução CVM nº 571, a CVM constatou que nem todos os administradores de fundos tinham sua remuneração atrelada a critérios que estimulassem uma melhor performance e o maior retorno do investimento aos cotistas.

Um dos exemplos mais emblemáticos de desalinhamento entre remuneração dos administradores e o desempenho do fundo era o caso daqueles FII cujos ativos principais eram imóveis para locação. Como é a prática de mercado, o regulamento desses fundos previa que a taxa de administração corresponderia a uma porcentagem do patrimônio líquido do fundo. No entanto, o desempenho desses fundos não poderia ser efetivamente avaliado pelo valor do seu patrimônio, uma vez que o resultado para o cotista decorreria dos aluguéis e não do valor dos imóveis. Em casos extremos, um fundo poderia ter realizado maus negócios em termos de preço ou poderia deter imóveis com taxa de ocupação igual a zero, deixando de gerar renda para os cotistas (ou até mesmo os onerando se se levar em conta o valor dispendido para manutenção dos imóveis), e ainda assim os administradores seriam remunerados com base no valor do patrimônio líquido inflado pela aquisição custosa dos imóveis.

Por essa razão, a Audiência Pública nº 07/2014 propôs que, no caso de fundos que não fossem destinados exclusivamente a investidores qualificados e que tivessem suas cotas admitidas à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, o valor da remuneração dos administradores correspondesse a um percentual sobre o patrimônio líquido do fundo: i) calculado a valor de mercado, com base na média diária da cotação de fechamento das cotas de emissão do fundo no mês anterior ao do pagamento da remuneração, caso as referidas cotas tenham integrado, nesse período, índice de mercado; ou ii) contábil, nos demais casos. Com isso, a remuneração do administrador de fundos de varejo listados em bolsa passaria a depender do valor das cotas no mercado secundário, alinhando os interesses dos administradores e cotistas.

No entanto, os comentários do mercado feitos no âmbito da audiência pública⁵⁴ revelaram uma preocupação com a manutenção da flexibilidade para a fixação dos critérios de remuneração do administrador e com as distorções possivelmente decorrentes da imposição de apuração do valor do patrimônio líquido do fundo a valor de mercado (por exemplo, em função da variação do valor de negociação das cotas emitidas pelo fundo por questões macroeconômicas ou alheias ao administrador).

Como resultado, ainda que tenham fomentado uma reflexão sobre o assunto, as alterações realizadas na Instrução CVM nº 472 e, mais especificamente, em seu artigo 36, foram bastante tímidas.

Para os fundos com cotas admitidas à negociação em mercados organizados e não destinados exclusivamente a investidores qualificados, a adoção do valor de mercado do fundo como base de cálculo da taxa de administração foi mantida somente como regra geral nas hipóteses em que as cotas de emissão de tal fundo integrem índice de mercado. Mas, mesmo nessas situações, foi mantida a prerrogativa da assembleia geral de autorizar a fixação de critérios alternativos, a saber: a fixação de um percentual sobre o valor contábil do patrimônio líquido do fundo, um percentual sobre o rendimento distribuído pelo fundo ou um percentual sobre a receita total do fundo.

Para os demais fundos, incluindo aqueles com cotas admitidas à negociação em mercados organizados, mas não abrangidas por índice de mercado, permaneceu como regra geral a possibilidade de fixação da taxa de administração de acordo com qualquer um dos critérios indicados no parágrafo anterior.

5.4. Conflitos de interesses

Nos termos de seu artigo 12, VII, a Lei Federal nº 8.668, de 1993, proibiu expressamente o administrador de “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”.

As regras posteriormente editadas pela CVM não questionaram, por razões óbvias, essa vedação. Além de a reiterarem, tais regras ainda apresentaram uma

54 Nesse sentido, vide o Relatório de Audiência Pública SDM nº 07/2014. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0714.html. Último acesso em 5 de jul. de 2016.

55 Quando da edição da Instrução CVM nº 472, de 2008, seu artigo 34, §1º dispunha que “[a]s seguintes hipóteses são exemplos de situação de conflito de interesses: I – a aquisição, locação, arrendamento

lista exemplificativa de situações em que o conflito de interesses objeto do texto legal poderia ser verificado^{55,56}.

No entanto, em 2008, o órgão regulador contemplou a possibilidade de operações entre o fundo e o administrador ou pessoas a ele ligadas serem avaliadas, de maneira informada, pelos cotistas – isto é, pelos proprietários do ativo do fundo isentos de qualquer conflito – e aprovadas previamente à sua execução. Com isso, resguardou-se a vedação legal às operações entre administradores e FII em situações de conflito de interesses, mas se reconheceu a possibilidade de os próprios cotistas avaliarem operações concretas, de maneira independente e afastando qualquer tomada de decisão pelo administrador conflitado.

Essa solução, porém, não permaneceu isenta de críticas por participantes do mercado. Preocupados com a agilidade e com a autonomia para a tomada de decisões, administradores e órgãos representativos dessas instituições discutiram alternativas à realização de assembleias gerais específicas para análise e aprovação de cada operação. Como exemplo, no âmbito da Audiência Pública SDM nº 07/2014, foram apresentadas propostas para o reconhecimento, em instruções normativas, da não configuração de conflito de interesses em determinados tipos de operação entre administradores e fundos.

Além disso, na prática, administradores também aventaram a possibilidade de solicitar a aprovação dos cotistas a determinadas operações no momento de adesão destes ao fundo, com menções em regulamento, termos de adesão e documentos da oferta pública de distribuição de cotas ou mediante

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.”

56 Fazendo referência ao artigo 34, §1º da Instrução CVM nº 472, de 2008, em que tal lista foi apresentada, o então Diretor da CVM Otávio Yazbek elucidou que “Como se vê, o texto normativo recorre a uma estratégia que vem se tornando cada vez mais comum na CVM, a de remeter à categoria geral dos conflitos de interesse, no caput, trazendo, logo no parágrafo seguinte, uma exemplificação do que seriam conflitos de interesse para aquela modalidade operacional. Como esta é uma solução pouco ortodoxa do ponto de vista da técnica legislativa, é importante deixar bem frisado que, usualmente, o parágrafo que traz a descrição de situações de conflito de interesse apenas se destina a trazer alguns exemplos mesmo – não se trata, assim, de uma lista fechada ou *numerus clausus*” (Processos Administrativos CVM nº RJ2012/13220 e RJ2012/15177, julgados em 6 de agosto de 2013).

a realização de uma consulta formal simultaneamente a tal adesão⁵⁷. Essas supostas soluções levavam em conta, por exemplo, o fato de que determinadas operações a serem realizadas com os próprios administradores corresponderiam ao único ou principal objeto dos fundos em questão. Tratando especificamente desse assunto no âmbito de processo administrativo, o Colegiado da CVM reconheceu as singularidades tanto das regras previstas nas instruções então vigentes quanto da finalidade de cada um dos documentos aventados pelos administradores, destacando suas diferenças em relação ao espaço de deliberação em assembleia geral⁵⁸.

No processo que culminou na edição da Instrução CVM nº 571, de 2015, a CVM reiterou o papel dos documentos apresentados aos cotistas quando da adesão ao fundo e no âmbito das ofertas públicas de distribuição de cotas, reforçando o entendimento de que as assembleias gerais seriam os foros pertinentes para a análise, discussão e aprovação de eventuais operações entre administradores e FII⁵⁹.

57 Nota-se também que, previamente às discussões voltadas especificamente aos FII, a CVM havia travado debate semelhante em relação a outros fundos no âmbito do Processo Administrativo RJ2008/7977, julgado em 5 de maio de 2009.

58 Nesse sentido, o Diretor Otávio Yazbek indicou que “a solução adotada pela Instrução CVM nº 472/2008 é distinta daquela adotada por outras normas, afastando-se daquela que é a regra geral do art. 21-A da Instrução CVM nº 306/1999. Já por isso se vê que não há como cogitar, aqui, da previsão em regulamento como instrumento suficiente para lidar com os conflitos ora analisados. 31. Já o Termo de Adesão, como tive a oportunidade de registrar em voto no Processo CVM RJ nº 2008/7977, julgado em 5.5.2009, é um documento criado com a finalidade específica de “registrar a entrega de determinadas informações aos cotistas”. Se, como decidido naquele feito, o Termo de Adesão não pode assumir funções informacionais típicas dos prospectos, também é verdade que ele não pode tomar o lugar de outras autorizações (que, frise-se, são atos dispositivos, que vão além daquelas finalidades). Autorizações que no caso da Instrução CVM nº 472/2008, vale lembrar, a norma trata como *ad hoc* (e, não como autorizações genéricas, como seria o caso se se aceitasse que a autorização fosse feita no Termo de Adesão)” (Processos Administrativos CVM nº RJ2012/13220 e RJ2012/15177, julgados em de agosto de 2013).

59 Consoante o Relatório de Audiência Pública SDM nº 07/2014, “(...) a CVM entende que somente depois de encerrada a primeira colocação de cotas do fundo, com a consequente captação de um montante mínimo de recursos que viabilize a consecução de suas atividades, é que o fundo efetivamente disporá de cotistas e, portanto, poderá proceder à realização de uma assembleia geral, seja ela presencial ou mediante consulta formal. Mais do que isso, é importante ressaltar o entendimento desta Autarquia de que os documentos pertinentes à oferta pública não têm como função a pré-aprovação de determinadas matérias pelos novos investidores. De modo semelhante, a CVM entende que as regras estabelecidas para as consultas formais – assim como para as assembleias presenciais – visam assegurar o exercício informado e refletido do direito de voto pelos investidores, bem como a possibilidade de organização e discussão dentre eles, realçando a inconveniência da tomada de decisões no momento da oferta”.

Cabe notar também que, no mesmo processo de reforma da Instrução CVM nº 472, de 2008, e em outro processo pontual conduzido em 2016⁶⁰, a CVM tornou mais rígido o procedimento de aprovação de outras operações em que os envolvidos poderiam estar sujeitos a potenciais conflitos de interesses, tais como operações entre o fundo e o gestor, entre o fundo e o representante de cotistas, entre o fundo e cotistas titulares de mais de 10% de seu patrimônio ou entre o fundo e o consultor especializado. Aplicando regras semelhantes àquelas vigentes em relação ao administrador, o órgão regulador passou a exigir a aprovação prévia e informada de tais operações pelos cotistas reunidos em assembleia geral.

5.5. Assembleia geral

A Lei Federal nº 8.668, de 1993, não abordou de maneira específica as assembleias gerais de cotistas. Em dispositivos esparsos, mencionou a possibilidade de a assembleia deliberar a respeito da disposição dos ativos do fundo⁶¹ e da substituição da instituição administradora⁶², bem como tratou da necessidade de o regulamento do fundo tratar das competências e quórum aplicável a tal conclave⁶³.

As instruções editadas pela CVM em 1994 e 2008, por sua vez, reconheceram que à assembleia geral de cotistas deveria ser reservada a competência para deliberar a respeito das demonstrações financeiras preparadas pelo administrador, da substituição do administrador, de matérias relacionadas à preservação do patrimônio do fundo (tais como a aprovação de operações de fusão, cisão ou incorporação e a aprovação de laudos de avaliação de bens e direitos utilizados para a integralização de cotas) ou à alteração de suas características fundamentais (como, por exemplo, a alteração de seu regulamento)⁶⁴.

60 Nesse sentido, vide a Instrução CVM nº 580, de 15 de setembro de 2016, que tratou especificamente das operações entre o fundo e o consultor especializado.

61 Vide o já citado artigo 8º da Lei Federal nº 8.668, de 1993.

62 Vide artigo 11 da Lei Federal nº 8.668, de 1993.

63 Vide artigo 10, VII, da Lei Federal nº 8.668, de 1993.

64 Consolidando este entendimento, após a reforma promovida pela Instrução CVM nº 571, de 2015, o artigo 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008, passou a vigorar com a seguinte nova redação:

"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;

Além disso, tais instruções atribuíram ao administrador, a cotistas titulares de, no mínimo, 5% das cotas emitidas pelo fundo e aos representantes de cotistas a prerrogativa para a convocação das assembleias gerais.

No que diz respeito aos procedimentos de convocação, cabe observar que, quando da edição da Instrução CVM nº 472, de 2008, o órgão regulador buscou padronizar os procedimentos de convocação das assembleias gerais dos FII, equiparando-os aos aplicáveis às demais categorias de fundos de investimento. No entanto, as peculiaridades verificadas no mercado de FII, tanto em termo de funcionamento quanto em termos do ativismo dos investidores, propiciou uma revisão de tais regras em 2015.

Na reforma de 2015, consolidou-se o entendimento de que o prazo de antecedência para a convocação das assembleias gerais e divulgação das matérias constantes da ordem do dia deveria ser expandido. Nesse sentido, em substituição ao antigo prazo de 10 dias aplicável como regra geral às demais categorias de fundos de investimento e obrigatório para os FII desde 2008, o prazo de convocação das assembleias gerais ordinárias foi fixado em 30 dias e o das extraordinárias em 15 dias.

Outro ponto endereçado em 2015 diz respeito à possibilidade de os próprios cotistas incluírem matérias na ordem do dia de assembleias gerais ordinárias. Essa reforma transplantou para o regime dos FII, mais uma vez, a prerrogativa típica de acionistas de companhias abertas para inclusão de propostas e candidatos no boletim de voto a distância e, portanto, na pauta de assembleias gerais ordinárias, conforme regulado pela Instrução CVM nº 561, de 7 de abril de 2015.

IV – emissão de novas cotas, salvo se o regulamento do fundo dispuser sobre a aprovação da emissão pelo administrador conforme o inciso VIII do art. 15 desta Instrução;

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, fixação de sua remuneração, se houver, e aprovação do valor máximo das despesas que poderão ser incorridas no exercício de sua atividade;

X – REVOGADO

XI – alteração do prazo de duração do FII;

XII – aprovação dos atos que configurem potencial conflito de interesses nos termos dos arts. 31-A, § 2º, 34 e 35, IX, desta Instrução; e

XIII – alteração da taxa de administração nos termos do art. 36."

Nesta hipótese considerando a inevitabilidade da realização da assembleia geral, a CVM entendeu que a inclusão de matérias na ordem do dia por parte dos cotistas, com a consequente transformação da assembleia geral ordinária em assembleia geral ordinária e extraordinária, não implicaria custos adicionais ao fundo nem esforços extras significativos por parte do administrador.

Pelas mesmas razões, o órgão regulador concluiu que, embora devesse permanecer representativo, o percentual do total de cotas emitidas exigido para a legitimação dos cotistas poderia ser inferior àquele requerido para a convocação de uma nova assembleia geral. Em vista da realidade do mercado brasileiro de FII, sobretudo, diante de cenários de pulverização de investidores, o percentual exigido dos cotistas para a inclusão de matérias na ordem do dia de assembleias gerais ordinárias foi fixado em 3% do total de cotas emitidas pelos fundos, sendo o mesmo direito atribuído aos representantes de cotistas.

Em contrapartida, os pedidos para a inclusão de novas matérias devem ser apresentados por escrito, acompanhados de todos os documentos e informações necessários ao exercício do direito de voto e devem ser dirigidos ao administrador do fundo com até 10 dias de antecedência em relação à data prevista para a realização da assembleia geral ordinária do FII.

A preocupação com as informações fornecidas aos cotistas para subsidiar o exercício do seu direito de voto em assembleias gerais também ficou evidente nas alterações promovidas à Instrução CVM nº 472 em 2015. Além do mencionado acima em relação às informações fornecidas pelos cotistas e seus representantes, passou-se a exigir, por meio da inclusão do novo artigo 19-A naquela instrução, a divulgação de todas as informações necessárias ao exercício do direito de voto, pelo administrador, na mesma data de convocação das assembleias gerais, devendo essa divulgação ser feita por meio da página do administrador na rede mundial de computadores, do sistema eletrônico disponível no site da própria CVM e da página da entidade administradora do mercado organizado em que as cotas do fundo estejam admitidas à negociação.

No caso das assembleias gerais ordinárias e daquelas que tenham como objeto a eleição de representantes de cotistas, as novas regras especificaram quais seriam as informações mínimas a serem divulgadas.

A questão mais sensível em torno das assembleias gerais de cotistas de FII, no entanto, parece estar relacionada ao quórum aplicável às suas deliberações. Desde a publicação da Instrução CVM nº 205, em 1994, consagrou-se o princípio majoritário como a regra geral para as deliberações tomadas em assembleias

gerais de cotistas dos fundos de investimento imobiliário, cabendo 1 voto a cada cota. Assim, via de regra, todas as deliberações seriam tomadas por aqueles que detivessem a maioria simples de cotas dentre os presentes no conclave.

No entanto, ainda em 1994, a autarquia reconheceu que determinadas matérias, por sua relevância e impacto, deveriam estar sujeitas à aprovação por quórum qualificado. A indicação dessas matérias ficou a cargo da própria regulamentação, mediante a previsão de rol taxativo tanto na Instrução CVM nº 205 quanto em sua sucessora, a Instrução CVM nº 472. Sobre o caráter taxativo desse rol e sobre a impossibilidade de sua expansão via regulamento, o Colegiado da CVM ratificou o entendimento de que:

Restringir o quórum qualificado a matérias especialíssimas é uma estratégia regulatória, para, de um lado, permitir que entidades com grande absenteísmo não fiquem paralisadas pela incapacidade de tomar decisões, que minorias organizadas possam influir nos destinos da entidade e para, ao mesmo tempo, impedir que matérias especialíssimas, as quais merecem esforços de participação, sejam decididas por um número irrisório de acionistas ou cotistas⁶⁵.

Essa discussão foi bastante importante porque, diante da ausência de interpretação semelhante, grande parte dos regulamentos de FII previa quóruns bastante elevados e, muitas vezes, exigia a unanimidade para a substituição dos administradores. Esses quóruns, na prática, perpetuavam os administradores dos FII, ainda que parte significativas dos cotistas não estivesse satisfeita com a gestão do fundo. Essas disputas entre cotistas e administradores foram levadas à apreciação da CVM por diversas reclamações e processos administrativos, em especial, entre os anos de 2011 e 2015.

Dito isso, o primeiro debate relacionado aos quóruns de deliberação diz respeito a quais matérias devem ou não ser submetidas à aprovação por quóruns qualificados. A análise da evolução dos dispositivos sobre o assunto desde 1994 aponta para a expansão do número de matérias sujeitas a procedimentos mais rigorosos de aprovação, mas, ao mesmo tempo, demonstra a preocupação de circunscrever tais matérias àquelas de caráter sensível, com impacto direto ou potencialmente significativo sobre as características essenciais do fundo e sobre o patrimônio dos cotistas.

⁶⁵ Declaração de voto da Diretora Luciana Dias no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2012/2986, julgado em 13 de agosto de 2013.

Nesse sentido, como resultado das reflexões da própria CVM e das interações com participantes do mercado em 1994, 2008 e 2015, a atual versão da Instrução CVM nº 472 prevê, em seu artigo 20, §1º que as seguintes matérias estão sujeitas a quórum qualificado: (i) alteração do regulamento do FII; (ii) destituição ou substituição do administrador, com a indicação de seu substituto; (iii) fusão, incorporação, cisão ou transformação do fundo, (iv) dissolução ou liquidação do fundo de forma diversa daquela prevista no regulamento; (v) apreciação de laudo de bens e direitos utilizados para a integralização de cotas; (vi) aprovação de atos que configurem potencial conflito de interesses entre o fundo e o administrador, seus prestadores de serviços ou cotistas relevantes; e (vii) a alteração da taxa de administração.

Superada a avaliação de quais matérias devem ser submetidas a regimes de votação com quóruns qualificados, o segundo aspecto a ser debatido corresponde à definição desses quóruns.

Nas instruções editadas em 1994 e em 2008, as matérias sujeitas a um processo de votação mais rígido dependiam da aprovação de cotistas titulares de, no mínimo, metade das cotas emitidas pelo fundo, exceto se maior quórum não fosse estipulado em regulamento. Contudo, com a elevação do número de fundos em que se verifica a pulverização na titularidade das cotas dentre diferentes investidores, o absenteísmo e a dificuldade para o alcance do quórum qualificado se tornaram problemas significativos para muitos administradores, acarretando prejuízos ao funcionamento dos próprios fundos.

Por esse motivo, na revisão da Instrução CVM nº 472 realizada ao longo de 2015, a CVM se propôs à revisão do quórum ali previsto e à sua adequação à realidade dos fundos brasileiros, sem, contudo, incentivar a banalização do processo de tomada de decisão.

Nesse processo, competiu à Superintendência de Relações com Investidores Institucionais da CVM ("SIN") a análise de dados do mercado de FII e dos cenários enfrentados pelos administradores quando da convocação de assembleias gerais de cotistas. A metodologia utilizada pela SIN para a realização de tal análise, os resultados por ela encontrados e a proposta refletida na Instrução CVM nº 571, de 2015, encontram-se detalhados na transcrição abaixo, a qual foi extraída do Edital de Audiência Pública SDM nº 07/2014:

Após a análise do número de cotistas de cada um dos fundos de investimento imobiliário registrados na CVM, foi apurado pela SIN que

esses fundos podem ser divididos em dois grandes grupos com realidades bastante distintas: aqueles com até 100 cotistas, majoritariamente destinados a investidores qualificados e com distribuição concentrada de cotas, e aqueles com mais de 100 cotistas, majoritariamente destinados a investidores de varejo e, salvo poucas exceções, com distribuição de cotas pulverizada entre os investidores.

Para os fundos com cotas concentradas e com número baixo de cotistas (não pulverizados), foi averiguada maior capacidade do administrador de identificar os principais cotistas e mobilizá-los para a realização de assembleias gerais, sendo pouco expressivas as dificuldades enfrentadas e o esforço necessário para o alcance do quórum qualificado previsto na Instrução CVM nº 472, de 2008. Por esse motivo, a Minuta propõe que, com relação a fundos com até 100 cotistas, continue a ser observado o quórum correspondente à metade, no mínimo, das cotas emitidas para deliberar sobre as matérias listadas no parágrafo único do art. 20 da instrução.

No entanto, é em relação ao grupo dos fundos pulverizados que foram identificados os principais problemas para o alcance do quórum qualificado em assembleias. Para avaliar esses problemas e a adequação do quórum previsto na Instrução CVM nº 472, de 2008, a SIN coletou dados sobre a efetiva presença de cotistas em assembleias gerais² e realizou estudo acerca da representatividade, em número de cotistas, dos titulares de 50% das cotas de emissão de FII pulverizados, dimensionando o esforço dos administradores para a mobilização de tais cotistas.

Para a elaboração desse estudo, a SIN solicitou aos administradores de todos os fundos com mais de 500 cotistas, na data base de setembro de 2013, a relação de cotistas e respectivas participações no total de cotas emitidas, tendo recebido informações relativas a 70 fundos. Com base nesses dados, a SIN analisou o grau de concentração da titularidade de cotas em cada fundo³, dispondo os cotistas em ordem decrescente de acordo com suas respectivas participações no patrimônio do FII.

A análise dos dados partiu da premissa de que, quanto maior a participação do cotista, maior seria o seu interesse em participar das deliberações do fundo e, seguindo a ordem decrescente dessa participação, deveria ser analisado o número de cotistas necessário para que se alcançasse o quórum qualificado previsto na Instrução CVM nº 472, de 2008 ou outros avaliados a título de exemplo pela SIN.

Na Tabela 1 abaixo, encontra-se o resultado obtido pelo estudo acima mencionado⁴, dispondo os fundos com base em ordem decrescente do número total de cotistas e indicando o número de cotistas necessários

para o alcance de cada um dos quoruns propostos nesse estudo. Como exemplo, o fundo nº 1, necessitaria do voto dos 20 maiores cotistas para atingir o quorum de 25% das cotas emitidas.

A partir desses dados, foram obtidos o número mínimo, médio e máximo de cotistas necessários ao alcance dos quoruns analisados, os quais se encontram refletidos na Tabela 2 abaixo.

Com base nesse estudo e ressaltando tanto a utilidade quanto o ônus da imposição de quoruns qualificados, a Minuta propõe que, para os fundos que apresentem mais de 100 cotistas, seja considerado o quorum de 25% do total de cotas emitidas para a deliberação sobre as matérias listadas no parágrafo único do art. 20 da Instrução CVM nº 472, de 2008. Assim, ao mesmo tempo em que serão resguardadas as matérias que, por sua natureza, devem estar sujeitas a um regime mais rígido de deliberação, é proposto um parâmetro factível para a adoção desse regime na prática.

Em suma, as regras decorrentes da reforma promovida pela CVM em 2015 à Instrução CVM nº 472 determinam que as matérias sujeitas à deliberação por quórum qualificado dependem da aprovação por cotistas que representem (i) 25%, no mínimo, das cotas emitidas, quando o fundo tiver mais de 100 cotistas; ou (ii) metade, no mínimo, das cotas emitidas, quando o fundo tiver até 100 cotistas.

Nos termos do novo artigo 20, §2º da Instrução CVM nº 472, esses critérios devem ser aplicados com base no número de cotistas do fundo indicados no registro de cotistas na data de convocação da assembleia, cabendo ao administrador informá-los no edital de convocação da assembleia geral em que tiverem de ser computados.

5.5.1. Mecanismos de incentivo ao exercício do direito de voto pelos cotistas

Como mencionado na seção anterior, um dos principais desafios relatados por administradores de FII diz respeito ao alcance dos quóruns de deliberação em assembleias gerais de cotistas e, portanto, à viabilização da aprovação de determinadas matérias estratégicas.

O ajuste dos quóruns previstos na Instrução CVM nº 472 foi a principal medida adotada para adequar as exigências regulamentares à realidade do mercado de FII e buscar um equilíbrio entre a agilidade e a representatividade nas tomadas de decisão. Paralelamente, mas sem ignorar os esforços esperados de um administrador para a promoção de maior representatividade em assembleias

gerais⁶⁶, a reforma de 2015 valorizou outras ferramentas aptas a facilitar o exercício do direito de voto por parte dos cotistas.

A primeira dessas ferramentas não constituiu propriamente uma inovação e foi aprimorada a partir das regras aplicáveis aos fundos de investimento no Brasil desde a edição da Resolução nº 145, de 1970, do BACEN⁶⁷. Trata-se da possibilidade de realização de uma consulta formal aos cotistas.

Por meio da realização de consultas formais, é facultado aos administradores solicitar a manifestação de todos os cotistas por escrito, dispensando reuniões presenciais. Isso não significa, porém, que as formalidades relativas à convocação, fornecimento prévio de informações, quóruns e divulgação das deliberações possam ser flexibilizadas. Esse entendimento, inclusive, foi expressamente manifestado em ofício circular pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais da CVM⁶⁸ e posteriormente ratificado no âmbito da Instrução CVM nº 571, de 2015, com a alteração do artigo 21 da Instrução CVM nº 472⁶⁹.

66 A esse respeito, cabe destacar o disposto no Relatório de Audiência Pública SDM nº 07/2014: "A flexibilização do quorum qualificado aplicável à tomada de decisões em assembleias gerais de FII corresponde a uma iniciativa da CVM para adequar o referido quorum à realidade da indústria e, assim, não impor um ônus e esforço excessivos aos administradores de fundos pulverizados. Isso não significa, contudo, que não deverão ser despendidos esforços para facilitar a participação dos cotistas em assembleias gerais, por exemplo, por meio da adoção do mecanismo de consulta formal, realização de pedidos públicos de procuração e realização de assembleias à distância ou que utilizem meios eletrônicos de votação".

No mesmo documento, a CVM apresentou também a seguinte constatação: "Com base nos dados obtidos pela SIN (...), verificou-se que os administradores de FII não realizam esforços adicionais para aumentar a representatividade nas assembleias. Todas as 32 assembleias analisadas foram realizadas com deliberação presencial, o que reduz sensivelmente a participação de parcela significativa dos cotistas, principalmente em fundos altamente pulverizados. O uso do instituto da "Consulta Formal", conforme definido no art. 21, da Instrução CVM nº 472, de 2008, é a exceção."

67 Nesse sentido, vide o artigo 13 da Resolução nº 145, de 1970, do BACEN, conforme abaixo transcrito. "Art. 13. Nas assembleias gerais de condôminos, as decisões serão tomadas pelo critério da maioria absoluta de quotas presentes, correspondendo a cada quota um voto. Nos casos de utilização do processo de consulta referido nos incisos II e III do Art. 10, com especificação precisa da matéria, bem como nas decisões tomadas em assembleia geral nas hipóteses dos incisos III e IV do mesmo artigo, a maioria absoluta será computada em relação ao total de quotas emitidas.

§ 1º Quando utilizado o processo de consulta, a ausência de resposta deve ser considerada como anuência, por parte do condômino, desde que tal interpretação seja autorizada expressamente pelo regulamento do FUNDO e conste da própria consulta.

§ 2º Somente poderão votar nas assembleias gerais os condôminos que constarem do "Registro de Condôminos" 30 (trinta) dias antes da data fixada para sua realização."

68 Nesse sentido, vide o Ofício-Circular CVM/SIN nº 05/2014.

69 "Art. 21. O regulamento poderá dispor sobre a possibilidade das deliberações da assembleia serem adotadas mediante processo de consulta formal, sem necessidade de reunião dos cotistas, desde que

Ainda com a finalidade de flexibilizar as formas de manifestação dos cotistas, o artigo 22, parágrafo único, da Instrução CVM nº 472, de 2008 autorizou expressamente o exercício do direito de voto pelos cotistas por meio de comunicação escrita ou eletrônica, observado o disposto no regulamento do respectivo fundo.

O terceiro mecanismo explorado nas regras editadas em 2015 sofreu influência direta de estratégia já disseminada entre as companhias abertas brasileiras e seus investidores, mas adaptada às peculiaridades dos fundos de investimento imobiliário. Nos termos do artigo 23 da Instrução CVM nº 472, conforme alterada em 2015, é facultado aos administradores de FII encaminhar aos cotistas pedidos públicos de procuração, desde que tais pedidos (i) contenham todos os elementos necessários ao exercício de voto pelos investidores; (ii) facultem ao cotista exercer o voto contrário à proposta, por meio da mesma procuração; e (iii) sejam dirigidos a todos os cotistas do fundo.

Ao contrário do que ocorre com as companhias abertas, sobretudo, em razão de dúvidas apresentadas pelo mercado quanto aos limites das regras que regem a relação entre os administradores de fundo constituídos como instituições financeiras e seus respectivos clientes que se tornam cotistas dos FII por eles administrados⁷⁰, os titulares de cotas de FII não dispõem de autorização para solicitar aos administradores a relação completa de cotistas e lhes encaminhar diretamente pedidos públicos de procuração. Conforme averiguado pela CVM no âmbito da reforma promovida em 2015, as regras da Instrução CVM nº 472 com disposições nesse sentido eram desprovidas de efeitos práticos e evitadas pelos próprios participantes do mercado. Assim, alternativamente, a Instrução CVM nº 571, de 2015, regulou a possibilidade de cotistas titulares de, no mínimo, 0,5% do total de cotas emitidas pelo fundo solicitarem ao administrador o envio de pedidos públicos de procuração aos demais investidores.

observadas as formalidades previstas no arts. 19, 19-A e 41, incisos I e II, desta Instrução. Parágrafo único. Da consulta deverão constar todos os elementos informativos necessários ao exercício do direito de voto."

70 Conforme mencionado no Relatório de Audiência Pública SDM nº 07/2015, participantes daquela audiência mostraram preocupações quanto à possibilidade de divulgação dos endereços físicos ou eletrônicos dos cotistas para fins do envio de pedidos públicos de procuração violar o dever de sigilo imposto às instituições financeiras pelo inciso VIII do § 1º do art. 5º da Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001. Apesar de discordar da interpretação apresentada pelos participantes da audiência, a CVM entendeu que a alternativa proposta – isto é, o envio dos pedidos públicos de procuração diretamente pelo administrador mediante solicitação dos cotistas – atenderia as finalidades deste instrumento.

6. Considerações finais

Conforme discutido ao longo do presente trabalho, os fundos de investimento imobiliário surgiram no Brasil como resultado de uma política dedicada a incentivar o crescimento do setor da construção civil.

Por razões voltadas muito mais à viabilização de uma determinada estratégia fiscal do que à essência e à dinâmica desses fundos, a lei que os autorizou em 1993 os classificou como condomínios e buscou realizar os ajustes necessários para enquadrar as novas figuras neste instituto jurídico. Como resultado, criou um condomínio especial, cujas peculiaridades por si só permitem um questionamento da escolha feita pelo legislador em relação a sua natureza.

Ao mesmo tempo, os exemplos práticos oferecidos pelo mercado brasileiro de fundos de investimento imobiliário e outras influências sofridas pelos órgãos reguladores e fiscalizadores, aproximaram a regulação desses veículos daquela aplicável às sociedades por ações. As regras de governança aplicáveis a esses fundos são um dos exemplos mais claros desse fenômeno e explicitam as dificuldades e os esforços dos órgãos reguladores para lidar com as escolhas do legislador de 1993.

Os efeitos desse arcabouço normativo continuam a ser estudados e discutidos entre administradores, investidores, outros participantes do mercado e a CVM, autarquia federal responsável pela edição de normas e supervisão desses fundos.

O pouco tempo decorrente desde a última revisão das regras aplicáveis aos FII, concluída no final de 2015, ainda é insuficiente para uma avaliação precisa dos próximos desafios que serão enfrentados por cada um desses agentes. No entanto, a despeito das oscilações decorrentes do momento econômico enfrentado pelo País, o crescimento recente do mercado de fundos de investimento imobiliário e a dimensão por ele adquirida – inclusive no que diz respeito ao número de investidores pessoas naturais – não deixam dúvidas de que essa reflexão ainda terá desdobramentos.