

A regulamentação jurídica dos fundos de investimento imobiliário

Rayner d'Almeida Rodrigues

Advogado da CAIXA em Minas Gerais

*Pós-graduado em Direito do Trabalho e Processo
do Trabalho pela UNISC*

*Pós-graduado em Direito Empresarial, Relações de
Trabalho e Inovações Tecnológicas pela UFJF*

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo fazer uma apresentação dos fundos de investimento imobiliário, modalidade de investimento em crescimento no país e já difundida em outros países. A partir da análise da natureza jurídica do instituto, dos antecedentes históricos e do estudo das aplicações dos fundos de maior liquidez na bolsa de valores, conclui-se pela existência de um vasto campo para crescimento dessa modalidade de investimento.

Palavras-chave: Fundo de investimento imobiliário. Natureza jurídica. Aplicações. Antecedentes históricos.

ABSTRACT

This paper aims to make a presentation of the investment funds, type of investment and growth in the country already widespread in other countries. From the analysis of the legal nature of the institute, the historical background to the study and application of funds greater liquidity in the stock market, it is concluded that there is a vast field for growth of this type of investment.

Keywords: Real estate investment trust. Legal nature. Applications. Historical background.

Introdução

O investimento direto em imóveis costuma ser inacessível para a maioria da população, a qual não pode arcar com os altos custos da aquisição imobiliária, bem como com a sua quantidade de taxas, emolumentos cartorários e impostos. Soma-se a isso o atual cenário de abundância de crédito imobiliário, o qual acaba por diminuir a quantidade de pequenos imóveis

residenciais alugados, ensejando na necessidade de imóveis cada vez mais caros para justificar um pagamento de aluguel.

Além disso, o investidor brasileiro sempre esteve acostumado a investimentos em títulos públicos, agregando segurança com alta rentabilidade, comparada aos padrões mundiais, situação esta que começa a se alterar diante de novas políticas econômicas implementadas pelo governo.

Nesse diapasão, começa a ganhar força no país o fundo de investimento imobiliário, modalidade de investimento em que o fundo capta recursos mediante venda de cotas e os aplica em imóveis ou quaisquer outros negócios de base imobiliária, distribuindo aos cotistas os lucros auferidos.

O objetivo deste trabalho é demonstrar o funcionamento e a regulamentação jurídica dos fundos de investimento imobiliários, a forma com a qual eles são fiscalizados para, ao final, mostrar a sua solidez e segurança, podendo ser utilizados como instrumento de desenvolvimento imobiliário e de crescimento econômico.

1 Definição dos fundos de investimento imobiliário

Conforme conceituação de Eizirik *et al.* (2008, p. 102) e de acordo com a instrução CVM nº 205/1994, o fundo de investimento imobiliário consiste numa comunhão de recursos, captados por meio dos sistemas de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários. São organizados sob a forma de condomínio fechado, sendo vedado o resgate de suas cotas.

O fundo de investimento imobiliário é espécie do gênero fundo de investimento, na forma de condomínio de investidores, à semelhança dos fundos de ações e renda fixa, sendo administrado por instituições financeiras e fiscalizado pela Comissão de Valores Mobiliários (PALERMO, 2002).

2 Natureza jurídica

Muito se discute sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento. Nesse sentido, é possível elencar cinco teorias distintas:

- a) **Teoria Condominial:** enquadra o instituto na mesma figura do condomínio simples de bens imóveis, o que ocorre quando uma mesma coisa é de propriedade de duas ou mais pessoas, cabendo a cada qual iguais direitos sobre o todo e cada uma de suas partes (ANDRADE; HORTA, 2013);

- b) Teoria da Comunidade de Bens não Condominial:** parte da acepção de comunhão como situação de copropriedade de coisas ou direitos, gênero da espécie condomínio. Segundo ela, os fundos de investimento são universalidades de direito ou patrimônios autônomos que se constituem por ativos e recebem capitais do público (ANDRADE; HORTA, 2013);
- c) Teoria da Propriedade em Mão Comum:** conforme lição de Freitas (2005), decorre do conceito do Direito Germânico de comunhão, de caráter pro indiviso. Nessa teoria, o fundo teria o seu “patrimônio dotado de uma estrutura coletivista, que incide não já sobre a res mas sobre o patrimônio enquanto instrumento de um escopo comum, que ignora o conceito de quota e em que os proprietários não podem pedir a divisão” (VAZ TOMÉ, 1997 *apud* ANDRADE; HORTA, 2013);
- d) Teoria da Propriedade Fiduciária:** “preconiza tratar-se de mandato a relação entre os cotistas e o administrador do fundo. Aqueles teriam os direitos resumidos a aspectos obrigacionais, fazendo jus unicamente ao recebimento de lucros, reembolso da quota e ressarcimento pelos danos causados culposamente pelo administrador” (ANDRADE; HORTA, 2013);
- e) Teoria da Organização Associativa:** “prega o preenchimento pelo fundo dos requisitos essenciais de uma sociedade: contribuição de bens ou serviços, desempenho de atividade econômica, divisão dos resultados auferidos e *affectio societatis* (consubstanciado no fim comum do sucesso do investimento)” (ANDRADE; HORTA, 2013).

Em que pesem as diversas teorias, o art. 2º da Instrução CVM nº 409/2004 define o fundo de investimento como “uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”. Diante disso, fica clara a prevalência da Teoria Condominial no ordenamento jurídico pátrio.

Sobre o tema, discorrem Eizirik *et al.* (2008, p. 79):

Assim, os fundos de investimento organizam-se, juridicamente, sob a forma de condomínio, sem personalidade jurídica, constituindo uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteiras compostas pelos mais diversos ativos financeiros, como títulos da dívida pública, ações, debêntures e outros títulos ou contratos existentes no mercado.

Os fundos de investimento, ao contrário do que ocorre com as companhias de investimento, apresentam

uma feição contratual e não societária, uma vez que não há entre os investidores relação interpessoal associativa – a *affectio*. Ao contrário, a relação dos investidores entre si é irrelevante para a constituição e funcionamento de um fundo, uma vez que, ao aderirem ao fundo, estes vinculam-se ao administrador, que lhes presta serviços de administração e de gestão de seus recursos.

Criticando a Teoria Condominial, Palermo (2002) discorre sobre a necessidade de um novo instituto jurídico para os fundos de investimento, dada a impossibilidade de sua fixação em algum dos institutos jurídicos atualmente existentes. Nesse sentido, discorre:

Admitida a possibilidade do condomínio voluntário, além do tradicional ou necessário, na década de setenta haviam dois tipos principais de condomínios voluntários: o “condomínio imobiliário” e o “condomínio mobiliário”. O primeiro estava regulamentado pela Lei do Condomínio e das Incorporações Imobiliárias n.º 4.591, de 16.12.64 e pelo Decreto n.º 55.815 de 8.3.65; e o segundo, de modo esparso, por Instruções e Portarias das autoridades monetárias, além da Lei de Mercado de Capitais (Lei n.º 4.728, de 14.7.65) e pela Resolução 145, de 14.4.70 (PALERMO, 2002).

Com efeito, as características dos fundos de investimento diferenciam-se das sociedades tanto quanto se diferenciam dos condomínios. Pela sistemática civil, o condomínio é uma situação jurídica transitória, tendente a ser desfeita, seja pelo incentivo à aquisição da parte ideal pelo condômino, seja pela ação própria de dissolução. Entretanto, no caso dos fundos de investimento, inexistente situação transitória, e sim uma situação de comunhão de esforços, permanente e duradoura no tempo.

A teoria societária acabou sendo refutada pelo legislador da época em razão da ausência de *affectio societatis* entre os participantes, os quais não demonstram interesse direto nos bens adquiridos pelo fundo, e sim no rendimento deles oriundo.

Nesse contexto, Palermo (2002) conclui pela necessidade de criação de um tipo especial de sociedade para abarcar os fundos de investimento, por entender ser a Teoria Societária mais adequada ao instituto. Nesse sentido, discorre:

Outra alternativa seria reconhecer os fundos como simples sociedades de fato ou irregulares, sem personalidade jurídica. Esta probabilidade sempre existiria perante o aspecto societário, que alguns queri-

am entrever no condomínio mobiliário – mas ela seria incompatível com a nova figura que se ensejava, carente de “affectio”. O legislador pátrio da época, portanto, insistiu em designar os Fundos de Investimentos sob o rótulo de condomínios (PALERMO, 2002).

Por essa razão, apesar de haver melhor aplicabilidade da Teoria Societária e das inúmeras diferenças entre o fundo de investimento e um condomínio simples, o legislador preferiu classificá-lo como um condomínio *sui generis*, sem personalidade jurídica.

3 Representação e administração

Por não haver *personalidade jurídica*, o fundo de investimento é sempre representado pelo seu administrador, que inclusive se torna *proprietário fiduciário* dos imóveis adquiridos pelo Fundo Imobiliário. Para maior segurança, a Lei 8.668/93 elencou uma segregação entre o patrimônio do administrador e o patrimônio do fundo, destacando claramente que os bens administrados fiduciariamente não respondem a débitos do administrador de qualquer natureza, por mais privilegiado que seja.

A segregação patrimonial tem sido amplamente utilizada no país como forma de segurança aos investidores ou adquirentes de unidades imobiliárias. Exemplos dessa segregação podem ser encontrados na instituição do patrimônio de afetação nas incorporações imobiliárias e na criação das SPE – Sociedades de Propósito Específico, ambos institutos previstos na Lei 10.931/2004, como forma de garantir a entrega de empreendimentos imobiliários.

A segregação traz sempre uma maior segurança ao investidor, na medida em que os bens adquiridos com o recurso de seus investimentos ficam impedidos de serem utilizados para garantir obrigações do administrador. Assim, apesar de o ordenamento civil prever a unicidade contratual, no que tange aos bens do fundo de investimento adquiridos fiduciariamente pelo administrador, foi criada uma segregação patrimonial expressamente prevista em lei.

Conforme o artigo 8º da Lei 8.668/1993, o administrador, também por disposição legal, responde por danos causados ao patrimônio do fundo em caso de “má gestão, gestão temerária, conflito de interesses, descumprimento do regulamento do fundo ou de determinação da assembléia de quotistas”.

Percebe-se, assim, que a segregação patrimonial e a responsabilização civil do administrador são instrumentos legais destinados especificamente à segurança do investidor.

4 Características principais

De acordo com a Lei 8.668/93 e da Instrução CVM nº 205/1994, são características do fundo de investimento imobiliário (EIZIRIK *et al.*, 2008, p. 103-104):

- a) Deve ser constituído na forma de condomínio fechado, não sendo permitido o regate de cotas;
- b) As cotas deverão ser vendidas no mercado, mediante o sistema de distribuição de valores mobiliários;
- c) A autorização para funcionamento do fundo dependerá da prévia comprovação perante a CVM da subscrição da totalidade das cotas;
- d) O cotista poderá desfazer-se de suas cotas, vendendo-as no mercado secundário;
- e) O prazo de duração do fundo pode ser determinado ou indeterminado;
- f) A administração do fundo compete a banco múltiplo com carteira de investimento ou carteira de crédito imobiliário, banco de investimento, sociedade corretora ou sociedade distribuidora, sociedade de crédito imobiliário, caixas econômicas e associações de poupança e empréstimo;
- g) A instituição administradora, nos termos do artigo 6º da Lei nº 8.668/93, será proprietária fiduciária dos bens imóveis e dos direitos sobre imóveis adquiridos com recursos do fundo, cabendo-lhe, em tal qualidade, administrar e dispor dos referidos bens e direitos em benefício do fundo;
- h) Compete à assembleia geral dos cotistas deliberar sobre as questões de seu interesse, entre os quais: o exame das contas, a substituição da instituição administradora, a emissão de novas cotas, a fusão, incorporação e cisão, a eleição de representantes para exercer as funções de fiscalização e controle gerencial dos empreendimentos ou investimentos do fundo etc;
- i) Compete à CVM autorizar, disciplinar e fiscalizar a constituição, o funcionamento e a administração do fundo.

5 Antecedentes históricos

Os fundos imobiliários americanos são conhecidos como REIT (*Real Estate Investment Trust*). A criação dessa modalidade de investimento naquele país remonta a 14 de setembro de 1960, quando o então presidente Dwight D. Eisenhower sancionou a lei que criou essa forma de aplicação, reunindo os melhores atributos do mercado imobiliário com o mercado de valores mobiliários.¹

Assim, nos anos de 1960 e 1961, foram criados, nos Estados Unidos, os primeiros fundos imobiliários da história, denominados: *Bradley Real Estate Investors*, *Continental Mortgage Investors*, *First Mortgage Investors*, *First Union Real Estate*, *Pennsylvania REIT (NYSE: PEI)* and *Washington REIT (NYSE: WRE)*. Os três últimos continuam em pleno funcionamento até os dias atuais. Em junho de 1965, o fundo *Continental Mortgage Investors* se tornou o primeiro REIT negociado na Bolsa de Valores de Nova York.

De acordo com o National Association of Real Investment Trust, hodiernamente, os REITs norte-americanos representam investimentos de cerca de US\$ 300 bilhões, com mais de 200 fundos cotados em bolsa.

No Brasil, a regulamentação jurídica ocorreu em 25 de junho de 1993, com a sanção presidencial da Lei 8.668, a qual dispôs sobre a constituição e o regime tributário dos fundos de investimento imobiliário.

O primeiro fundo criado no país foi o *FI Memorial Office*, em 1994, o qual teve como objetivo viabilizar a construção do Edifício Memorial Office Building, localizado em São Paulo, no Bairro Água Branca. Esse fundo, adquirido inicialmente apenas por fundos de pensão, passou a ser listado na Bolsa de Valores de São Paulo em 18 de agosto de 2008 e, desde então, acumula rentabilidade de 181,54%, com valor de capitalização superior a R\$ 81 milhões (BELLEZA FILHO, 2013).

6 Principais investimentos

Para discorrer sobre os investimentos dos principais fundos de investimentos imobiliários em operação no país, elencamos os cinco fundos com maior liquidez na Bolsa de Valores de São Paulo, assim entendidos como aqueles que foram negociados no maior número de pregões daquela bolsa.

¹ NATIONAL ASSOCIATION OF REAL INVESTMENT TRUST. Disponível em: <<http://www.reit.com/>>. Acesso em: 25 fev. 2015.

Conforme dados colhidos por Belleza Filho (2013), chegou-se ao seguinte resultado:

Nome do Fundo	SIGLA	Liquidez
AESAPAR	AEFI11	99,62%
BB Votorantim JHSF Cidade Jardim Continental Tower	BBVJ11	99,62%
BB Renda Corporativa	BBRC11	99,62%
BB Progressivo	BBFI11B	97,31%
FII Torre Almirante	ALMI11B	93,46%

O fundo AESAPAR (AEFI11) tem como objetivo a aquisição de imóveis para locação à Anhaguera Educacional, um dos maiores grupos privados de educação no país. O objetivo principal do fundo é a construção de dois *campi* educacionais, nas cidades de Campinas-SP e Cuiabá-MS, totalizando 121.435 m² de área total e 31.473 m² de área construída (INFOMONEY, 2013).

O fundo BB Votorantim JHSF Cidade Jardim Continental Tower (BBVJ11) tem como foco adquirir 49% de um moderno edifício de escritórios atualmente em construção ao lado do Shopping Cidade Jardim, na cidade de São Paulo-SP (BELLEZA FILHO, 2013).

O BB Renda Corporativa (BBRC11) tem intenção de adquirir 25 imóveis para funcionamento de agências do Banco do Brasil no Estado de São Paulo. Até o final do mês de fevereiro de 2012, já haviam sido adquiridos quatro imóveis na cidade de São Paulo e um imóvel na cidade de Campinas. Atualmente, a distribuição de lucros ocorre pelo aluguel dos imóveis já adquiridos e pela aplicação dos recursos referentes aos imóveis ainda não adquiridos em fundos de renda fixa (BELLEZA FILHO, 2013).

O patrimônio do BB Progressivo (BBFI11B) constitui-se em dois empreendimentos locados ao próprio Banco do Brasil: um edifício em Brasília, conhecido como Edifício Sede I, e um bloco de edifícios administrativos interligados no Bairro Andaraí, na cidade do Rio de Janeiro-RJ (BELLEZA FILHO, 2013).

Já o FII Torre Almirante (ALMI11B) é proprietário de 40% do edifício do mesmo nome, localizado no centro do Rio de Janeiro-RJ, o qual se encontra totalmente alugado para a Petrobras, à exceção da loja térrea, locada à CAIXA (BELLEZA FILHO, 2013).

Da análise dos dados coletados, verifica-se que os investimentos se concentram principalmente em cidades de grande porte, principalmente nas capitais dos Estados de São Paulo e Rio de Janeiro. Apesar de os dois fundos com maior liquidez se destinarem à locação para empresas privadas, na base de dados coletada se verifica uma grande concentração de fundos cujo

patrimônio se destina à locação exclusiva a empresas de controle estatal: Banco do Brasil, Petrobras e CAIXA.

Assim, ainda há um grande espaço para crescimento da área de atuação dos fundos em outras capitais do país e nas cidades de médio porte, bem como em empreendimentos destinados eminentemente ao setor privado.

7 Os fundos imobiliários como fonte alternativa para financiamento do desenvolvimento imobiliário

Hodiernamente, um empreendimento imobiliário conta basicamente com duas fontes de captação de recursos: o capital direto do adquirente ou o financiamento bancário. Apesar de o país contar com um grande espaço para crescimento do crédito imobiliário, há tempos se nota uma dificuldade de se dar vazão à necessidade dos adquirentes.

Parente (2003, p. 12) discorreu acerca das dificuldades enfrentadas pelo Sistema Financeiro da Habitação, nos seguintes termos:

O Sistema Financeiro da Habitação (SFH) tem uma capacidade limitada de financiar 210 mil unidades habitacionais por ano, contra uma demanda crescente de habitação urbana de cerca um milhão de unidades (cinco vezes mais). O SFH tem sido altamente dependente de subsídios e recursos fiscais e por isso tem sido alvo de mudanças administrativas e regulatórias.

Diante da já verificada exaustão das fontes formais de financiamento, chama a atenção a atuação dos fundos de investimentos imobiliários, ainda subutilizados pelo mercado, que podem se tornar um sistema alternativo de financiamento imobiliário.

8 Incentivos e riscos

Um dos maiores incentivos ao investimento em fundos de investimento imobiliários é de natureza fiscal. Conforme art. 3, III da Lei 11.033/2004, ao investidor pessoa física é garantida a isenção do imposto de renda sobre os rendimentos distribuídos pelo fundo, desde que atendidos os seguintes requisitos:

- a) o cotista beneficiado tem que ter menos do que 10% das cotas do fundo;
- b) o fundo tem que ter, no mínimo, 50 cotistas; e
- c) as cotas do fundo têm que ser negociadas exclusivamente em bolsa ou mercado de balcão organizado.

Esse benefício fiscal representa uma extrema vantagem ao investidor, uma vez que os rendimentos dos principais investimentos disponíveis no país são tributados através de uma tabela regressiva de 22,5% a 15% do rendimento. Assim, a isenção fiscal representa uma forma de atrair interessados a essa modalidade de investimento.

A legislação pátria também prevê a obrigatoriedade de distribuição aos cotistas de 95% dos rendimentos auferidos pelo fundo. Por isso, no Brasil, não se vê a possibilidade de criação de fundos destinados à acumulação de valores, como ocorre em Portugal, onde o fundo pode ser classificado como “de acumulação”, quando reinveste automaticamente os rendimentos, ou “de capitalização”, quando distribui os rendimentos periodicamente aos cotistas (JORDÃO, 2010, p. 29).

No que tange aos riscos do investimento, a CVM os elenca em três categorias: Riscos de Mercado, assim entendidos como aqueles que podem afetar todo o mercado financeiro, com crises de confiança, desvalorização geográfica etc; Risco de Desocupação, assim entendido como a possibilidade de parte ou a totalidade dos imóveis do fundo ficar ociosa, impossibilitando a distribuição de rendimentos; e Risco de Liquidez, assim entendido como a dificuldade de venda imediata das cotas do fundo, em caso de necessidade de desfazimento do investimento (BRASIL, 2012).

Conclusão

Conforme percorrido no âmbito deste trabalho, o fundo de investimento imobiliário é uma forma de disponibilizar o investimento em ativos imobiliários para a população em geral, seja por permitir uma aplicação pulverizada de recursos, seja por segregar a função do investidor, interessado tão somente no retorno do investimento, do administrador, que exerce a gestão do ativo de forma profissionalizada.

Apesar da carência de uma natureza jurídica própria, por definição legal o fundo de investimento imobiliário é classificado como condomínio *sui generis*, sem personalidade jurídica, sendo representado por um administrador, que adquire a propriedade fiduciária dos bens do fundo.

Criados inicialmente nos Estados Unidos da América, por lei sancionada em 1960, os fundos imobiliários passaram a integrar o ordenamento jurídico brasileiro em 1993, com a edição da Lei 8.668/93, posteriormente regulamentada pela Instrução CVM nº 205.

Os fundos em atividade investem principalmente em imóveis localizados nas capitais do Rio de Janeiro e São Paulo, des-

tinados à locação tanto a empresas privadas quanto a empresas de controle estatal.

Com um maior crescimento dessa modalidade de investimento, incrementado pela queda da taxa básica de juros do país, os fundos imobiliários poderão servir como alternativa ao financiamento do desenvolvimento imobiliário no país, de forma a permitir uma maior atuação dos fundos em cidades de médio porte e em empreendimentos voltados ao setor privado da economia.

Referências

- ANDRADE, Daniel de Pádua; HORTA, Eduardo Menicucci Ferri. Fundos de Investimento Imobiliário: Aspectos Econômico-Financeiros e as Questões de Direito. In: CONGRESSO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO MINEIRA DE DIREITO E ECONOMIA, 5., Belo Horizonte, 2013. Não paginado. Disponível em: <http://www.congresso.amde.org.br/index.php/CONGRESSO/V_AMDE/paper/viewFile/18/11>. Acesso em: 25 fev. 2015.
- BELLEZA FILHO, Sérgio. **Fundos de investimento imobiliário**. São Paulo, 2013. Disponível em: <<http://www.fundoimobiliario.com.br/fundosNegociados.htm>>. Acesso em: 15 jun. 2013.
- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Fundo de Investimento Imobiliário** – Cartilha do Investidor. 2012. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/protinv/caderno6.asp>>. Acesso em: 25 fev. 2015.
- EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de Capitais** – Regime Jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.
- FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
- INFOMONEY. **Saiba onde investem os fundos imobiliários listados na BOVESPA**. São Paulo, 2013. Disponível em <<http://www.infomoney.com.br/onde-investir/fundos-imobiliarios/noticia/2617769/saiba-onde-investem-todos-fundos-imobiliarios-negociados-bovespa>>. Acesso em: 25 fev. 2015.
- JORDÃO, Patrícia Andreia Oliveira. **Fundos de Investimento Imobiliário**. 2010. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Gestão das Instituições Financeiras) – ISCAL – Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Lisboa, 2010. Disponível em: <http://repositorio.ipl.pt/bitstream/10400.21/2509/1/dissertação_fundos_investimento_imobiliario.pdf>. Acesso em: 1 jun. 2013.
- PALERMO, Fernanda Kellner de Oliveira. O fundo de investimento imobiliário. **Jus Navigandi**, Teresina, ano 7, n. 53, 1 jan. 2002. Disponível em: <<http://jus.com.br/revista/texto/2573>>. Acesso em: 25 fev. 2015.

PARENTE, Silvana. **O mercado financeiro e a população de baixa renda**. CEPAL – Comissão Econômica para a América Latina e Caribe, 2003. Disponível em: <<http://www.eclac.org/publicaciones/xml/9/11869/r136silvanaparenteomercadofinanc.pdf>>. Acesso em: 25 fev. 2015.