Insper

Instituto de Ensino e Pesquisa

LLM - Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais

Thales Aires de Paiva

Alterações da Instrução CVM 571 – Remuneração do Administrador

São Paulo

2016

Thales Aires de Paiva

Alterações da Instrução CVM 571 – Remuneração do Administrador

Monografia apresentada ao Programa de LLM - Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais do Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de pós-graduação em Direito

Áreas de concentração: Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais

Orientadora: Prof.ª Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

São Paulo

2016

Paiva, Thales Aires de.
Alterações da Instrução CVM 571 – Remuneração do Administrador.
Thales Aires de Paiva. – São Paulo, 2016.

Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais – LLM) – Insper, 2016.
Orientadora: Prof.ª Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

1. Mercado de Capitais. 2. Fundo de Investimento. 3. Fundo de Investimento Imobiliário. 4. Instrução CVM 571

Thales Aires de Paiva

Alterações da Instrução CVM 571 – Remuneração do Administrador

Monografia apresentada ao Programa de LLM - Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais do Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de pós-graduação em Direito

Áreas de concentração: Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais

DATA DE APROVAÇÃO: ___/___/___

AVALIADOR(A): _____

Resumo

O presente trabalho tem como objetivo demonstrar a evolução dos fundos de investimentos imobiliário dentro do mercado de capitais brasileiro, mencionando as principais conjunturas econômicas e normas que corroboraram para sua evolução até os dias atuais. Neste cenário, a Instrução CVM 571, recente instrução que alterou a Instrução CVM 471, trouxe alterações significativas no âmbito da remuneração dos administradores dos fundos de investimento imobiliário, fato este que será contestado, estudado e explicado no trabalho.

Palavras chave: 1. Mercado de Capitais; 2. Fundos de Investimentos Imobiliário; 3. Instrução CVM 571; 4. Remuneração; 5. Administrador.

Abstract

This thesis shall demonstrate the development of real estate investments funds in capital markets, highlighting the main economic issues and laws that were responsible to evolve it. In this case, the CVM Instruction 571 amended the CVM Instruction 472, changing the scope of the remuneration of real estate investments fund manager. It shall be contested, studied and explained in this thesis.

Palavras chave: 1. Capital Market; 2. Real Estate Investiment Funds; 3. CVM Instruction 571; 4. Remuneration; 5. Manager.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Ofertas Públicas de Fundos de Investimento - FII 11
Gráfico 2: FIIs negociados na BM&FBovespa.....12
Gráfico 3: Evolução Histórica Legal 23

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO 8

2. NATUREZA JURÍDICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO 15

2.1. Natureza Jurídica – Fundos De Investimento Imobiliário 17

3. EVOLUÇÃO HISTÓRICA E LEGAL DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO 19

4. ALTERAÇÕES DA INSTRUÇÃO CVM 571 – REMUNERAÇÃO DO ADMINISTRADOR 26

5. CONCLUSÃO 40

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 42

1. INTRODUÇÃO

O mercado econômico mundial sempre buscou por novos tipos de investimentos que, obviamente, trouxessem maiores retornos financeiros. No Brasil, o apetite por novos investimentos não foi diferente, tanto para os investidores institucionais como para as pessoas físicas.

Dessa forma, o mercado de capitais brasileiro se desenvolveu de forma significativa e, consequentemente, trouxe progressos importantes, entre eles, o amadurecimento dos fundos de investimentos, que se trata de uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio aberto ou fechado, destinado à aplicação em diversos ativos[1].

Segundo Arnoldo Wald, fundos de investimentos compreende *"(...) um patrimônio com destino específico, abrangendo elementos ativos e passivos vinculados a um certo regime, que os une, mediante a afetação dos bens a determinadas finalidades, que justifique a adoção de um regime próprio."*[2]

Entre as diversas modalidades de fundos de investimento previsto na legislação brasileira, destacaremos o desenvolvimento nas últimas décadas dos fundos de investimento imobiliário, que foi instituído pela recente Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993 ("Lei 8.668"), sendo a Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), por meio da Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976 ("Lei 6.385"), a responsável pela regulamentação e fiscalização de todos os fundos de investimentos, inclusive, os fundos de investimentos imobiliário que são regulados por meio da Instrução da CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008 ("Instrução CVM 472").

---

[1] Artigo 3ª da Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 555, de 17 de dezembro de 2014.
[2] Wald, Arnoldo. Da Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário. **Revista de Direito Mercantil**, Industrial, Econômico e Financeiro 80/15, São Paulo, p.15.

De acordo com artigo 2º da Instrução CVM 472, o fundo de investimento imobiliário é uma comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários. O fundo será constituído sob a forma de condomínio fechado[3] e poderá ter prazo de duração indeterminado[4], bem como não possui personalidade jurídica e, assim, deverá ser representado por sua administradora ou gestora, conforme o caso.

O desenvolvimento e a expansão dos fundos de investimento imobiliário no mercado brasileiro ocorreram devido a conjunção de diversos fatores. A economia brasileira impulsionada pela estabilidade desde o Plano Real e a política de crédito do último e o atual Governo Federal fez com que a classe média tivesse um aumento na sua renda familiar e o acesso facilitado ao crédito imobiliário. Assim, em conjunto com o déficit residencial que o Brasil tinha, criou-se um ambiente em que diversas incorporadoras e construtoras lançaram inúmeros apartamentos e casas residenciais.

Neste mesmo sentido, tivemos muitos lançamentos de prédios comercias em locais considerados centros financeiros e nobres de São Paulo, Rio de Janeiro e outras capitais do Brasil, com o objetivo de atrair médias e grandes empresas nacionais e estrangeiras. Outro nicho que também foi beneficiado pela política econômica que, consequentemente, ampliou de forma significativa a sua atuação na economia foi a inauguração de inúmeros novos Shopping Centers.

Como resultado deste impulso econômico, os investidores institucionais, principalmente, os fundos de pensão e as pessoas físicas passaram a utilizar os seus recursos financeiros para realizar investimentos mais atrativos, teoricamente mais seguros e com maior liquidez. Assim, o fundo de investimento imobiliário se mostrou muito atrativo.

---

[3] Fundo de Investimento constituído sob a forma de condomínio fechado significa que os cotistas somente poderão resgatar as cotas ao término do prazo de duração do fundo, nos termos do artigo 4º da Instrução CVM nº5 55, de 17 de dezembro de 2014.

[4] CVM. **Instrução CVM 472**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst472.html>. Acesso em: 15 de fevereiro de 2016.

Neste mesmo diapasão, tivemos o liame de alguns elementos essenciais para a expansão dos fundos de investimento imobiliário, quais sejam (i) o mercado imobiliário aquecido em todos os setores; (ii) o interesse de empresas em (a) retirar ativos imobiliários do seu balanço, pois estes ativos não faziam parte diretamente do seu negócio, e (b) utilizar os fundos de investimento imobiliário como forma de financiamento, sem a necessidade de uma intermediação bancária; (iii) o investidor que gostaria de ter uma renda imobiliária com perfil de baixo risco, sem a necessidade de possuir a propriedade e/ou qualquer outro direito real sobre um determinado imóvel integrante do patrimônio do fundo[5]; (iv) o mercado de capitais, representado por instituições financeiras, distribuidora de títulos e valores mobiliários e gestora de investimentos, que despertou o interesse em buscar os investimentos das pessoas físicas; e (iv) as recentes alterações da legislação brasileira que trata sobre os fundos de investimento imobiliário.

Com relação às alterações da legislação dos fundos de investimento imobiliário, a Instrução CVM 472 através do seu artigo 45 inovou nas hipóteses de investimentos que poderão ser realizados pelos próprios fundos de investimento imobiliário, sendo possível, portanto, a partir de 2008, a aquisição de certificados de recebíveis imobiliários – CRI, debêntures, ações de empresas, cotas de sociedades com propósito específico – SPE e cotas de outros fundos de investimento, que investem no mercado imobiliário ou possuem lastro imobiliário.

Corroborando para o previsto acima, temos abaixo o ranking da Anbima – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais que trata sobre a quantidade de ofertas públicas de fundos imobiliários realizados nos termos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, e o valor de mercado de 107 (cento

---

[5] Artigo 8º, inciso I da Instrução da CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008.

e sete) fundos imobiliários negociados na BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros ("BM&FBovespa")[6]:

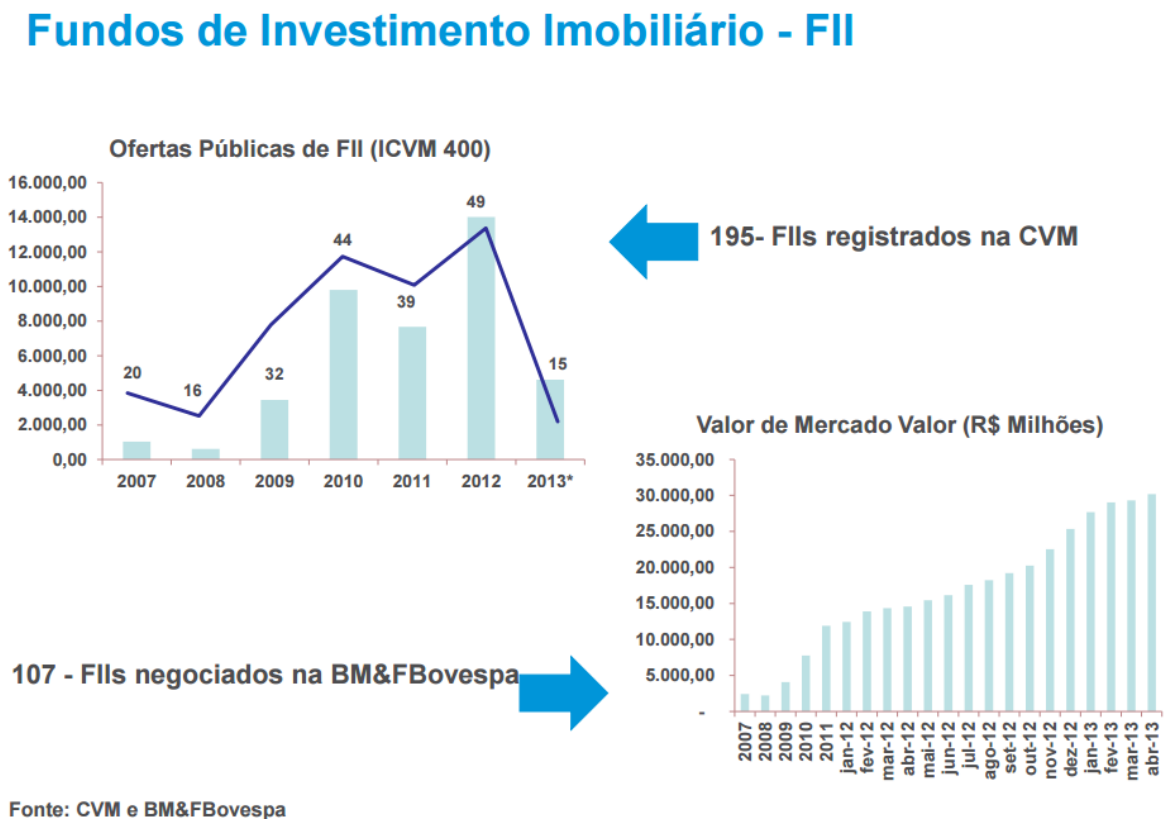

Gráfico 1 – Ofertas Públicas de Fundos de Investimento - FII

Fonte: CVM e BM&FBovespa

Abaixo segue outro quadro da ANBIMA que destaca somente a importante evolução dos fundos de investimento imobiliário no setor de varejo, ou seja, mostra a relevância das pessoas físicas neste nicho de mercado[7]:

---

[6]LACERDA, R. **Fundos de Investimento Imobiliário – FII**. ANBIMA. 2014. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/eventos/arqs/eventos_anteriores/7-fundos-1/Paralela%20III_Dia%2014_%2017_Reinaldo%20Lacerda.pdf>. Acesso em: 02 de abril de 2016.

[7] LACERDA, R. **Fundos de Investimento Imobiliário – FII**. ANBIMA. 2014. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/eventos/arqs/eventos_anteriores/7-fundos-1/Paralela%20III_Dia%2014_%2017_Reinaldo%20Lacerda.pdf>. Acesso em: 20 de maio de 2016.

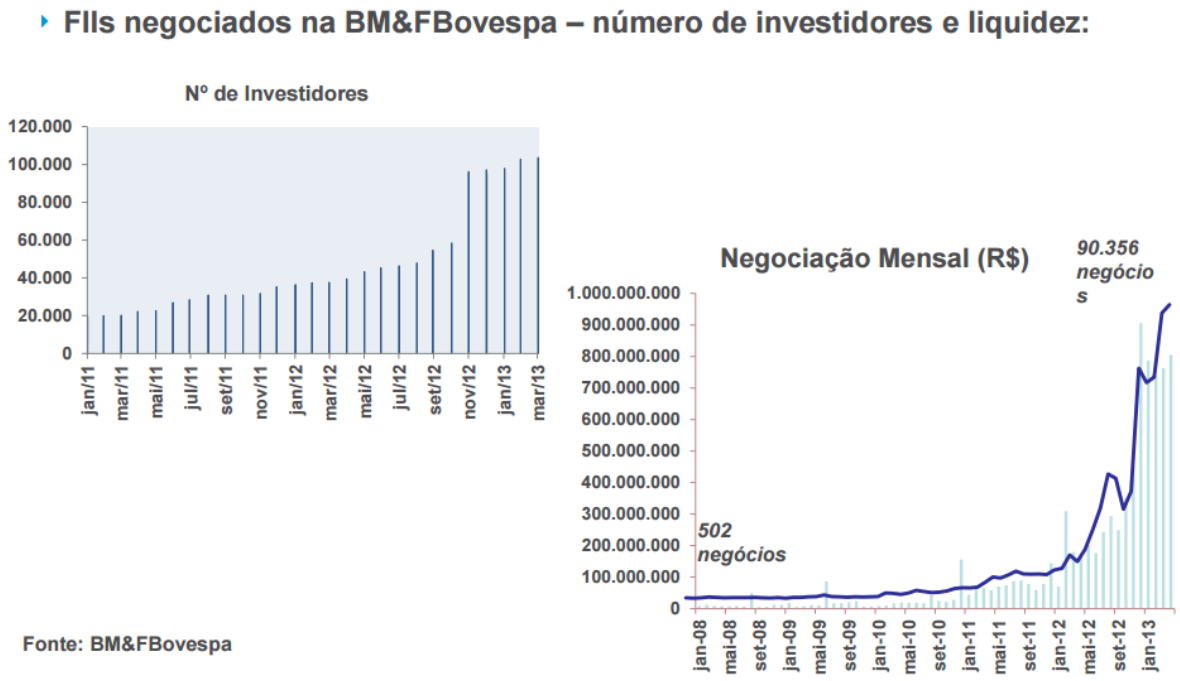

Gráfico 2: FIIs negociados na BM&FBovespa

Fonte: BM&FBovespa

Ademais, podemos mencionar ainda que em 2007 a CVM teve 30 (trinta) registros de ofertas públicas primárias de fundos imobiliários, as quais totalizaram quase 1 bilhão de reais[8]. Em 2013, as ofertas públicas totalizaram o valor de 10,4 bilhões de reais[9]. Já em novembro de 2015, os fundos de investimento imobiliário lideraram o investimento e a negociação no mercado de bolsa, com um aumento de 1,60% no respectivo mês[10].

Diante da enorme expansão que ocorreu nos últimos anos dos fundos de investimento imobiliário, o imenso impacto que este tipo de investimento já traz para o mercado de capitais brasileiro, conforme comprovado acima, e, em conjunto, com

---

[8] CVM. **Ofertas Públicas**. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/?ofertasdist>. Acesso em: 05 de março de 2016.

[9] CVM. **Ofertas Públicas**. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br/?ofertasdist>. Acesso em: 05 de março de 2016.

10VALOR Econômico. **Fundos imobiliários lideram investimentos em um novembro agitado**. 30 nov. 2015. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/4336378/fundos-imobiliarios-lideram-investimentos-em-um-novembro-agitado>. Acesso em: 15 de fevereiro de 2016.

verificação dos participantes do mercado e do regulador de que há fragilidades nos fundos de investimento imobiliário, o regulador entendeu por bem que estes problemas apontados deveriam ser identificados e solucionados.

No primeiro momento, a CVM publicou em 07 de março de 2013, o Ofício-Circular CV/SIN/nº 05/2013, com orientações a respeito de dúvidas e lacunas apontadas na Instrução CVM 472.

Neste mesmo contexto, a CVM continuou a conversa com o mercado e representantes da indústria por meio da ANBIMA e, em 25 de novembro de 2015 publicou a Instrução CVM nº 571 ("Instrução CVM 571"), a qual trouxe alterações significativas à Instrução CVM 472, principalmente, nos assuntos relacionados (i) à divulgação de informações periódicas, (b) à governança dos fundos, como por exemplo, regras relacionadas à convocação, participação de cotistas e quórum para tomadas de decisão; (c) à atuação dos representantes de cotistas; e (d) à alteração da remuneração do administrador[11].

Posto isso, o presente trabalho terá como objetivo aprofundar as questões relacionadas à alteração da remuneração do administrador do fundo de investimento imobiliário trazida pela Instrução CVM 571, destacando os possíveis impactos nos atos jurídicos estabelecidos entre o investidor e o administrador, bem como demonstrar os motivos e as razões da CVM para realizar tal alteração.

Dividiremos o trabalho em cinco capítulos, sendo que o primeiro explicará a natureza jurídica dos fundos de investimento imobiliário. O segundo capítulo trará a evolução histórica geral dos fundos de investimento imobiliário, passando também pelas principais leis, ofícios e instruções. No capítulo seguinte, trataremos sobre a alteração da remuneração do administrador, sendo que apontaremos as razões para

---

[11] CVM. **Audiência Pública SDM 07/14**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0714.html>. Acesso em: 15 de fevereiro de 2016.

tais alterações e os devidos impactos na indústria de fundos imobiliários. Por fim, faremos a conclusão do presente trabalho.

2. NATUREZA JURÍDICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Antes de tudo, vale ressaltar que a discussão sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento não é pacífica. Ricardo Freitas diz que isto se deve ao seguinte fato:

> O principal motivo da reflexão sempre foi de individualizar a relação jurídica exata entre o fundo e os investidores (participantes), uma vez que os instrumentos e a própria natureza da tutela destes últimos para o exercício de seus direitos, variam com o tipo de relação jurídica e com a natureza dos direitos.[12]

Entretanto, no Brasil podemos afirmar que a classificação dos fundos de investimento tem como predominância a natureza condominial, devido aos fatos mencionados abaixo.

A Instrução CVM 555 diz no seu artigo 3º que *"o fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros".* Assim, o próprio legislador já traz a classificação dos fundos de investimentos como condomínio, entretanto, vale ressaltar que os fundos de investimentos regulados pela CVM não permitem que os investidores alcancem plenamente os direitos previstos no Código Civil a partir dos artigos 1.314 e seguintes, que tratam do condomínio geral.[13]

Diante disso, podemos classificar os fundos de investimento como uma espécie de condomínio *sui generis*, ou condomínio especial. Corroborando para este entendimento, seguem as palavras de Luis Felipe de Carvalho Pinto:

> Esse condomínio sui generis, caracterizado pela existência de um patrimônio destinado a uma finalidade, de co-propriedade dos

---

[12] Freitas, Ricardo dos Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p.139.
[13] Freitas, Ricardo dos Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p.168.

> participantes, e indivisível, mostra-se equiparável à gesamthand do direito alemão (em mão comum), instituído intermediário entre a comunhão pura e a pessoa jurídica, surgindo para explicar a situação de sociedades sem personalidade que, segundo a doutrina alemã, não chegam a formar uma unidade individual, mas unidade coletiva ou comunidade em mão comum."[14]

Para afastar o entendimento contrário da natureza jurídica dos fundos de investimentos, ou seja, a tentativa de classificar como uma sociedade, afirmamos que os fundos de investimentos não apresentam a *affectio societatis,* que segundo Comparato define da seguinte forma:

> A affectio societatatis é, portanto, não um elemento exclusivo do contrato de sociedade, distinguindo-se dos demais contratos, mas um critério interpretativo dos deveres e responsabilidades dos sócios entre si, em vista do interesse comum.[15]

Além da ausência da *affectio societatis* nos fundos de investimentos, o Código Civil no artigo 45 estabelece que a existência legal das sociedades personificadas começa com a inscrição e o registro na Junta Comercial, sendo que os regulamentos dos fundos de investimentos são registrados exclusivamente no cartório de títulos e documentos[16].

Portanto, para melhor ilustrar a definição da natureza jurídica dos fundos de investimentos, Nelson Eizirik dispõe o seguinte:

> 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 de dívida pública, ações, debêntures e outros títulos ou contratos existentes no mercado.[17]

---

[14] Pinto, Luis Felipe Carvalho. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. Tese de mestrado pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, sob a orientação do Professor Haroldo Malheiros Duclerc, São Paulo, 2002. p. 100.
[15] Comparato, Fábio Konder. **Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial**. Rio de Janeiro/: Forense, 1981. p. 39.
[16] Artigo 8º, inciso III da Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014.
[17] Eizirik, Nelson; Gaal, Ariádna; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais**: Regime Jurídico. 3. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 83.

Ademais, destacamos mais uma vez que o fundo de investimento é um ente sem personalidade jurídica, conforme previsto no artigo 1º da Lei 8.668, mas é capaz, segundo Arnold Wald, de adquirir e transmitir direito, atuar em juízo, e praticar todos os atos da vida comercial, por meio do intermédio do seu gestor ou administrador.[18] Portanto, os fundos de investimento serão sempre representados ativa e passivamente por seu administrador ou gestor[19].

2.1. Natureza Jurídica – Fundos De Investimento Imobiliário

Sem prejuízo do previsto acima, em relação aos fundos de investimento imobiliário temos algumas particularidades em relação aos outros fundos de investimento. O Artigo 13, inciso II da Lei 8.668 diz que o cotista do fundo de investimento imobiliário 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."* Portanto, temos expressamente uma responsabilidade limitada dos cotistas dos fundos de investimento imobiliário, fato este não previsto nos demais fundos de investimento. Apesar deste assunto ser de extremo interesse e relevante, não aprofundaremos esta discussão por não ser matéria do presente trabalho.

Outro ponto que distingue os fundos de investimento imobiliário, é o fato que a administração do fundo poderá ser realizada por instituição administradora autorizada pela CVM, 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.[20]

---

[18] Wald, Arnoldo. **Da Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 80, 1990, p. 15.
[19] O administrador e o gestor deverão ser administradores de carteiras de valores mobiliários autorizados nos termos da Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015.
[20] Artigo 5º da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993.

Além disso, a instituição administradora de fundos de investimentos imobiliários será considerada a proprietária fiduciária dos bens e direitos integrantes do patrimônio do fundo de investimento imobiliário, tendo em vista a ausência de personalidade jurídica dos fundos de investimento, inclusive, o fundo imobiliário[21].

Posto isso, a utilizaremos a definição de Arnoldo Wald para concluir a definição da natureza jurídica dos fundos de investimentos imobiliário e a forma de como eles são representados, conforme segue abaixo:

> Conclui-se que o fundo é uma forma fiduciária pela qual os investimentos podem ser realizados em nome do fiduciária e no interesse do fiduciante, assemelhando-se ao trust. A propriedade é transferida à instituição administradora com gravames, o que gera a necessidade de se averbar no Cartório de Registro de Imóveis competente, para que seja definido que o titular do bem é apenas fiduciário de outros proprietários (os cotistas).[22]

---

[21] Artigo 7º da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993.
[22] Wald, Arnoldo. **Da Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário**. **Revista Forense**, Rio de Janeiro, v. 86, n. 309, mar. 1990, p. 9-14.

3. EVOLUÇÃO HISTÓRICA E LEGAL DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

De acordo com alguns autores, na Grécia Antiga já havia relatos de estruturas embrionárias parecidas com fundos de investimentos[23]. Entretanto, Ricardo Freitas afirma que fundos de investimentos da era moderna não poderia ser comparado com as estruturas presentes na Idade Antiga, devido a sua complexidade. Segundo o seu entendimento, os fundos de investimento tiveram como fonte de inspiração a sociedade, sendo, entretanto, o *trust* a inspiração alternativa[24].

Ainda segundo Ricardo Freitas, o *trust* surgiu na Inglaterra no período feudal, fato este possibilitou a sua utilização para operações de investimentos, conhecido como *unit trust.* Esta estrutura à época influenciou os negócios de investimentos, sendo que a forma societária ficou conhecida como *investiment trust*[25]*,* que segundo Mario Tavernard Carvalho, é utilizado mundialmente como gênero de investimento em geral[26].

Os *investiment trust* se desenvolveram nos Estados Unidos de forma que passaram a fazer parte das atividades econômicas, com o foco de limitar a responsabilidade e contornar as restrições legais que impossibilitavam uma sociedade de participar de operações imobiliárias, portanto, contribui para o desenvolvimento das atividades econômicas do ramo imobiliário[27].

---

[23] Carter, W. D. em Mutual Investment Funds**. Harvard Bussiness Review**, New York, CCVII, n. 6, p. 717, nov. 1999.
[24] Freitas, Ricardo dos Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p.63.
[25] Freitas, Ricardo dos Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p.63.
[26] Carvalho, Mario Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012. P. 35.
[27] Salomão Neto, Eduardo. **O Trust e o direito brasileiro**. São Paulo: LTR, 1996. p.102.

Assim, nos Estados Unidos, após a evolução dos *investment trust*, surgiu o *Real Estate Investment Trust*, conhecidos como REITs[28]. Os REITs foram criados na década de 60 nos Estados Unidos com objetivo de possibilitar o financiamento do mercado imobiliário mediante o investimento de diversos investidores, entre eles, os pequenos e médios investidores no mercado imobiliário[29]. Hoje há 194 REITs listados somente na Bolsa de Valores de Nova Iorque[30].

No Brasil, um dos marcos do início da regulação dos fundos de investimento foi a promulgação da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, vigente até o presente momento, que disciplina sobre o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento[31]. No seu artigo 49, prevê que mediante a autorização do Banco Central do Brasil será possível o funcionamento das sociedades em tenham por objeto a administração de fundos em condomínio ou de terceiros. Veja que de acordo com a referida lei, a autorização dependia do Banco Central do Brasil, sendo que a regulação caberia ao Conselho Monetário Internacional[32].

Após a promulgação da Lei 6.385, que criou a CVM, houve diversos questionamentos e insatisfação, pois havia uma divergência de competência para

---

[28] Não há definição legal para o REIT. Entretanto, a Europeran Public Real Estate Association define REIT da seguinte forma: *"A publicly listed property investment companies that own, operate, develop and manage real estate assets for the purposes of obtaining returns from rental income and capital appreciation. REITs obtain special 'tax-transparent' status in return for meeting certain obligations (high distribution requirements, gearing restrictions, restrictions on development etc)".*Wijs, Ronald J.B. What would an 'ideal REIT' look like. Disponível em: Artigo disponível no link: http://www.epra.com/media/EPRA_REIT_Survey_Supplement.pdf - Tradução livre: *Companhias de investimento proprietário que possuem, operam, desenvolvem e administram ativos imobiliários com o objetivo de obter ganhos decorrentes de renda e valorização do capital. REITs possuem tratamento fiscal 'tax-transparent", desde que cumpra com determinas obrigações (distribuição de rendimento, restrições, restrições ao desenvolvimento etc)*

[29] Castro, Leonardo Freitas de Moraes e (org.). **Mercado Financeiro & de Capitais: Regulação e Tributação** – São Paulo: Quartes Latin, 2015. Texto: **A Dinâmica dos Fundos de Investimentos Imobiliário e Seus Aspectos Regulatórios**, Menniti, Marcelo Teixeira e Mattar, Elvis Camargo Silva Brong. p. 559-575.

[30] REIT. **Reit Industry Monthly Data For May 2016**. Disponível em: <https://www.reit.com/data-research/data/industry-snapshot>. Acesso em: 24 de abril de 2016.

[31] BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. **Casa Civil Presidência da República**, Brasília, DF, 14 jul. 1965. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm>. Acesso em: 24 de abril de 2016.

[32] Artigo 29, inciso iv da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965.

regular os fundos de investimentos entre o Conselho Monetários Nacional e a CVM. Ricardo Freitas resume muito bem a divergência apontada:

> No Brasil, quanto aos fundos, a existência do duplo centro de regulação sempre atrapalhou muito. As normas eram emanadas por órgãos administrativos distintos (Banco Central e CVM), e com isso refletiam visões diversas. O primeiro, preocupado com o controle do sistema monetário e financeiro, bem como com a saúde do sistema bancário, e o último voltado ao desenvolvimento do mercado de capitais e à permanente proteção de quem nele investe.[33]

Eduardo Dotta também corrobora com este entendimento ao dizer que a partir da Lei 6.385 os fundos de investimento passarem a ser regulados por dois órgãos distintos, sendo que essa estrutura regulatória sofreu diversas e consistentes críticas, principalmente, por ter atribuído ao Banco Central do Brasil a regulação de parcela do mercado de capitais[34].

Neste sentido, ainda para Eduardo Dotta tornou-se essencial a definição de valor mobiliário para delimitar a competência da CVM[35]. Este assunto tornou-se pacífico somente após a edição da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, que inseriu as cotas dos fundos de investimento como valores mobiliários[36].

Dito isso, com a influência direta dos REITs, os fundos de investimento imobiliário surgiram formalmente apenas em 1993 com o advento da Lei nº 8.668, que dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos fundos de investimento imobiliário. De acordo com esta lei, já era de competência da CVM autorizar, disciplinar e fiscalizar a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento imobiliário[37].

---

[33] Freitas, Ricardo dos Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p.153.
[34] Dotta, Eduardo Montenegro. **A Responsabilidade dos Administradores de Fundos de Investimento no Novo Código Civil**. São Paulo. TextoNovo Editora, 2005. p. 102 e 103.
[35] Dotta, Eduardo Montenegro. **A Responsabilidade dos Administradores de Fundos de Investimento no Novo Código Civil**. São Paulo. TextoNovo Editora, 2005. p. 103.
[36] Artigo 2º, inciso v da Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976.
[37] Artigo 4º da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993.

Neste sentido, a CVM publicou a Instrução CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994, que dispunha sobre a constituição, o funcionamento e administração dos fundos de investimento imobiliário, sendo que a referida instrução normativa foi alterada pelas Instruções CVM nº 389 de 2003, 418 de 2005 e 455 de 2007[38].

Em 31 de outubro de 2008, a CVM publicou a Instrução CVM 472, atual instrução em vigor, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos fundos de investimento imobiliário. A Instrução CVM 472 foi alterada pelas Instruções CVM nº 478 de 2009, 498 de 2011, 517 de 2011, 528 de 2012, 554 de 2014 e 571 de 2015. Esta última alteração, será melhor detalhada abaixo.

Além das instruções mencionadas acima, a CVM também publicou três ofícios circulares a partir de 2013. O Ofício-Circular CVM/SIN/Nº 05/2013 tem orientações sobre dispositivos da Instrução CVM 472 e a composição e padronização dos informes mensais dos fundos de investimentos imobiliário[39].

O Ofício-Circular/CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014 tem como objetivo orientar os administradores de fundos de investimento imobiliários sobre a forma de cálculo dos "lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa", nos termos do art. 10º, parágrafo único, da Lei nº 8.668, para fins de cálculo do valor a distribuir[40].

Já o último ofício publicado, apenas tornou pública a decisão do Colegiado da CVM acerca de requerimento da ANBIMA que contestou determinadas orientações

---

[38] CVM. **Instrução CVM 205**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst205.html>. Acesso em: 20 de março de 2016.
[39] CVM. **Ofício-Circular CVM/SIN/Nº 05/2013**: Esclarecimentos sobre os dispositivos da Instrução CVM nº 472/08. 07 mar. 2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2013/20130307-1.html>. Acesso em: 22 de março de 2016.
[40] CVM. **Ofício-Circular CVM/SIN/SNC 01/14**. 02 maio 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/circ/sin-snc/oc-sin-snc-0114.html>. Acesso em: 22 de março de 2016.

contidas no Ofício-Circular/CVM/SIN/SNC/Nº 1/2014, de forma que a CVM ratificou o seu entendimento previsto no ofício anterior[41].

Posto isso, para melhor compreensão da evolução regulatória dos fundos de investimentos imobiliário no Brasil, segue abaixo a linha tempo com cada uma das instruções, ofícios circulares e leis mencionadas acima:

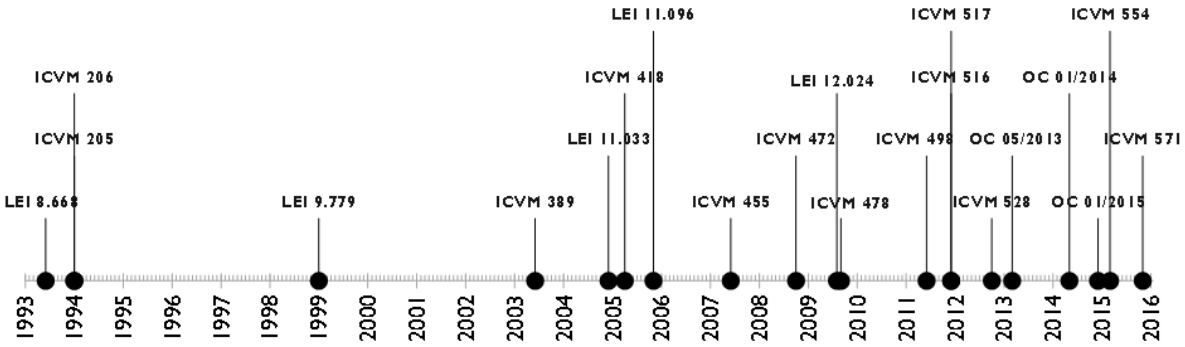

Gráfico 3: Evolução Histórica Legal
Fonte: Elaborado pelo Autor.

Em relação à Instrução CVM 571, os participantes da indústria de fundos de investimentos aguardavam a publicação desta nova instrução, uma vez que a Instrução CVM 472 já não atendia completamente os interesses de todos os envolvidos, como por exemplo, o interesse dos investidores por mais informações relacionadas à gestão dos fundos e a padronização dessas informações. Além disso, havia uma grande necessidade de alterar certas regras e até mesmo consolidar entendimentos da própria CVM e do mercado.

Outro ponto que contribuiu para a publicação da Instrução CVM 571 foi a enorme expansão que os fundos imobiliários tiverem nos últimos anos e a performance

---

[41] CVM. **Ofício-Circular CVM/SIN/SNC 01/15**. 18 mar. 2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/circ/sin-snc/oc-sin-snc-0115.html>. Acesso em: 26 de março de 2016.

negativa apresentada em 2013[42]. Em 2013, o IFIX (Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários) caiu 12,66%[43].

É notório que fatos negativos despertam ou atraem olhares de questões pertinentes que antes não eram devidamente observadas ou analisadas e, diante disso, o regulador sentiu a necessidade de acelerar as mudanças cobradas na Instrução CVM 472.

Neste cenário, em 04 de agosto de 2014, a CVM colocou em audiência pública a proposta de alteração da Instrução CVM 472. A minuta divulgada tinha objetivo de aperfeiçoar os aspectos relacionados: (i) à divulgação de informações periódicas e eventuais pelos administradores de fundos imobiliários; e (ii) à governança dos fundos, aprimorando regras relacionadas à convocação, participação dos cotistas e tomada de decisões em assembleias gerais, bem como atuação dos representantes de cotistas.[44]

Segundo a própria CVM, as devidas alterações comtemplavam a experiência adquirida pela Autarquia com a supervisão da indústria dos fundos de investimento imobiliário e, de acordo, com o processo interno de discussão realizada com os membros do mercado.[45]

Após o prazo previsto para os participantes comentarem o edital, a CVM publicou em 25 de novembro de 2015 o Relatório de Análise da audiência pública da

---

[42] VALOR Econômico. **Novas regras deixam fundos imobiliários mais transparentes**. 17 mar. 2016. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/4485252/novas-regras-deixam-fundos-imobiliarios-mais-transparentes>. Acesso em: 02 de maio de 2016.

[43] VALOR Econômico. **A renda dá voltas**. 18 fev. 2014. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/3433028/renda-da-voltas>. Acesso em: 02 de maio de 2016.

[44] CVM. **Audiência Pública SDM nº 07/14**. Edital. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0714.html>. Acesso em:01 de junho de 2016.

[45] CVM. **Audiência Pública SDM nº 07/14**. Edital. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0714.html>. Acesso em: 01 de junho de 2016.

alteração da Instrução CVM 472[46]. Este relatório apresentou todos os comentários dos participantes, bem como definiu a versão final da Instrução CVM 571.

A Instrução CVM 571 trouxe todas as alterações já mencionadas acima, entretanto, alguns assuntos foram controversos entre os participantes e a CVM. Entre esses assuntos, destacamos a alteração da remuneração do administrador que está prevista na nova redação do artigo 36 da Instrução CVM 472, sendo que este tema será explorado no próximo capítulo.

---

[46] CVM. **Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 07/14**. Processo CVM nº 20112-6197. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0714.html>. Acesso em: 15 de junho de 2016.

4. ALTERAÇÕES DA INSTRUÇÃO CVM 571 – REMUNERAÇÃO DO ADMINISTRADOR

A Instrução CVM 571 incluiu no artigo 36 da Instrução CVM 472 os parágrafos 1º ao 4º[47], sendo que ao analisarmos a redação antiga e a nova, constatamos que a primeira redação previa apenas a necessidade de a remuneração do administrador estar prevista no regulamento, portanto, cada administrador pactuava livremente o valor e a base de cálculo da taxa de administração. Diante da nova alteração, temos a inclusão, pelo regulador, de como cada administrador deve calcular a sua taxa de administração para fundos não destinados exclusivamente a investidores qualificados[48] cujas cotas estejam admitidas para negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão.

No Relatório de Análise da audiência pública, a CVM se pronunciou dizendo que ao regular os critérios para o cálculo da taxa de administração teve o intuito de (i) assegurar a padronização dos critérios adotados pela indústria de fundos imobiliários,

---

[47] Art. 36. A remuneração pelos serviços prestados pelo administrador constará expressamente do regulamento do fundo e poderá incluir uma parcela variável calculada em função do desempenho do fundo ou de indicador relevante para o mercado imobiliário, que com o fundo possa ser razoavelmente comparado. § 1o A remuneração pelos serviços prestados pelo administrador de fundos não destinados exclusivamente a investidores qualificados cujas cotas sejam admitidas à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado deve corresponder: I – a um percentual sobre o valor de mercado do fundo, calculado com base na média diária da cotação de fechamento das cotas de emissão do fundo no mês anterior ao do pagamento da remuneração, caso referidas cotas tenham integrado ou passado a integrar, nesse período, índice de mercado, conforme definido na regulamentação aplicável aos fundos de investimento em índices de mercado, cuja metodologia preveja critérios de inclusão que considerem a liquidez das cotas e critérios de ponderação que considerem o volume financeiro das cotas emitidas pelo fundo; ou II – a um percentual sobre o valor contábil do patrimônio líquido do fundo, a um percentual sobre o rendimento distribuído pelo fundo, a um percentual sobre a receita total do fundo ou ao percentual mencionado no inciso I acima, nos demais casos, conforme definido em regulamento. § 2º A cobrança da parcela variável mencionada no caput (taxa de desempenho ou performance) deve atender aos critérios estabelecidos nas regras gerais sobre fundos de investimento, no que não contrariar as disposições da presente Instrução. § 3º O regulamento do fundo poderá prever um valor mínimo, em moeda corrente, para a remuneração do administrador mencionada no § 1º a fim de assegurar que, independentemente da metodologia adotada para o seu cálculo, sejam cobertas as despesas incorridas com os serviços prestados para o fundo. § 4º A assembleia geral de cotistas poderá estabelecer que o método alternativo de cobrança de taxa de administração, de que trata o inciso II do § 1º, seja aplicado mesmo quando o fundo integre ou passe a integrar índice de mercado no mês anterior, nos termos do inciso I do mesmo dispositivo." (grifo nosso)

[48] A Instrução CVM nº 554, de 17 de dezembro de 2014, traz em seu artigo 9º B a definição de investidores qualificados.

com o consequente estímulo à comparação entre os diferentes fundos e respectivos administradores; e (ii) promover o alinhamento de interesses do administrador e do fundo, incentivando a atuação do primeiro em benefício do segundo.[49]

Portanto, podemos dizer que a CVM com a nova alteração está atuando em favor dos investidores considerados não sofisticados, tendo em vista que estes teoricamente não possuem qualificação técnica ou certificações que asseguram o conhecimento na área de mercado de capitais, diferentemente dos investidores considerados qualificados ou profissionais. Tanto é que os fundos de investimentos imobiliário destinados exclusivamente para investidores qualificados ou profissionais[50] não precisam seguir com a regra prevista no Parágrafo Primeiro do Artigo 36 da Instrução CVM 472.

Apesar da alteração realizada pela CVM ser de interesse de grande parte dos investidores e até mesmo de alguns participantes do mercado, precisamos analisar esta alteração com cautela e trazer alguns conceitos e aspectos jurídicos para demonstrar até quando o legislador pode atuar e influenciar na relação contratual de particulares, que no caso em tela é entre o investidor e o administrador do fundo de investimento imobiliário.

Primeiramente, para afirmarmos que há uma relação de natureza contratual nos fundos de investimentos, trazemos as seguintes palavras de Eizirik:

> 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

---

[49] CVM. **Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 07/14**.Processo CVM nº 20112-6197. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0714.html>. Acesso em: 01 de junho de 2016.

[50] A definição de investidores profissionais e qualificados estão previstos, respectivamente, nos Artigos 9ºA e 9ºB da Instrução CVM nº 554, de 17 de dezembro de 2014.

> administrador, que lhes presta serviços de administração e de gestão de seus recursos.[51]

Assim, nos fundos de investimentos podemos observar que há relação contratual entre os próprios investidores e os investidores com o administrador do fundo, por meio da prestação de serviço. Os documentos que formalizam essa relação contratual são o termo de adesão e o regulamento do fundo, sendo que este último, inclusive, deve ser registrado no cartório de títulos e documentos para cumprir com um dos requisitos da constituição do fundo de investimento imobiliário[52]. Os documentos mencionados devem ser entregues ao investidor no momento em que ele aderir ao fundo para ter a ciência, incluindo, mas não se limitando, da política de investimento do fundo, dos riscos envolvidos no investimento, dos aspectos tributários e dos encargos do fundo, entre eles, a taxa de administração[53]. Posto isso, o texto "A Dinâmica dos Fundos de Investimentos Imobiliário e Seus Aspectos Regulatórios" diz o seguinte:

> Dente os documentos exigidos pela ICVM 472/08, é de rigor ressaltar a importância do regulamento e do termo de adesão ao regulamento, que são os principais documentos que vão integrar a constituição de um FII.
> São de grande importância os documentos evidenciados, pois todo cotista que subscrever cotas do fundo deve receber o regulamento e o prospecto, caso haja, uma vez que são documentos que tratam do objeto do fundo, suas políticas de investimento e as diretrizes que serão adotadas na gestão, se relacionando diretamente com o risco de investimento envolvido.[54]

A relação contratual de prestação de serviço do administrador do fundo com o investidor, além dos princípios que exploraremos abaixo, é pautada na conduta de

---

[51] Eizirik, Nelson; Gaal, Ariádna; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais**: Regime Jurídico 3. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 83.

[52] Apesar do conceito da relação contratual ser aplicada a todos os fundos de investimentos, traremos neste capítulo o estudo realizado com foco nos fundos de investimentos imobiliário, portanto, o Artigo 4º da Instrução da CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, dispõe sobre documentos necessários para a constituição do fundo de investimento imobiliário.

[53] O artigo 15 da Instrução CVM 472, de 31 de outubro de 2008, dispõe sobre as disposições obrigatórias do regulamento do fundo de investimento imobiliário.

[54] Castro, Leonardo Freitas de Moraes e (org.). **Mercado Financeiro & de Capitais: Regulação e Tributação** – São Paulo: Quartes Latin, 2015. Texto: **A Dinâmica dos Fundos de Investimentos Imobiliário e Seus Aspectos Regulatórios**, Menniti, Marcelo Teixeira e Mattar, Elvis Camargo Silva Brong. p. 559-575.

extrema confiança, pois os investidores aplicam as suas economias financeiras em produtos originados pelos administradores. Os ensinamentos de Eduardo Dotta colaboram para este entendimento:

> No que se refere ainda aos deveres que regem o comportamento dos administradores de fundos de investimento, é importante destacar que a relação estabelecida entre estes e os investidores encontra-se assentada na estrita confiança com que os primeiros outorgam o cuidado de suas economias aos segundos, que com essas operarão no mercado, impondo, em contrapartida, aos administradores, o dever de agir da forma mais transparente possível para com os investidores.[55]

Devido a essa relação contratual mencionada acima, não há dúvidas que os princípios contratuais previstos na doutrina brasileira são claramente atendidos nesta relação entre investidor e o administrador do fundo. Primeiramente, cabe enaltecer que as partes possuem uma liberdade contratual, consistindo na livre opção de o investidor querer investir ou não em um determinado fundo e, consequentemente, aderir ou não às disposições previstas no regulamento. Nas palavras de Maria Helena Diniz *"a liberdade de contratar ou não contratar (Abschlussfreiheit), isto é, o poder de decidir, segundo seus interesses, se e quando estabelecerá com outrem uma relação jurídica contratual."*[56]

Neste mesmo diapasão, pode-se destacar que as partes constituem um contrato completamente válido nos termos da legislação em vigor, observado que as disposições transcritas no contrato, no presente caso o regulamento, deverão ser completamente cumpridas (*pacta sunt servanda*), sob pena de execução patrimonial em face da parte inadimplente[57]. Nesta linha, a instrução geral de fundos de investimentos, Instrução CVM 555, já prevê as normas de conduta que devem ser seguidas pelos administradores da seguinte maneira:

---

55 Dotta, Eduardo Montenegro. **A Responsabilidade dos Administradores de Fundos de Investimento no Novo Código Civil**. São Paulo: TextoNovo Editora, 2005. p. 110.

[56] Diniz, Maria Helena. **Tratado Teórico e Prático dos Contrato**. 6. ed. ver., ampl. e atual. de acordo com o Novo Código Civil (Lei nº 10.406, de 10-1-2002). Editora Saraiva, 2006. p. 77. 1 v.

[57] [57] Diniz, Maria Helena. **Tratado Teórico e Prático dos Contrato**. 6. ed. ver., ampl. e atual. de acordo com o Novo Código Civil (Lei nº 10.406, de 10-1-2002). Editora Saraiva, 2006. p. 83. 1 v.

> Art. 92. O administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta:
> I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão;[58] (grifo nosso)

Trazendo ainda o conceito previsto no Artigo 92 da Instrução CVM 555, observamos, portanto, que os administradores do fundo de investimento devem sempre observar o princípio da boa-fé, o qual, inclusive, está normatizado no Artigo 422 do Código Civil. Este ainda, segundo Eizirik, deve prezar pela adequada prestação de serviço, que consiste no princípio do *disclousure* que fundamental o mercado de capitais mundial.[59]

Ainda assim, em respeito aos princípios contratuais que estão previstos na relação contratual entre os investidores e o administrador, poderá surgir uma dúvida com relação à rescisão contratual, ou, neste caso, a rescisão da prestação de serviço que está previsto no regulamento. Dito isso, ressaltamos que o princípio da liberdade contratual aflora novamente, considerando que os investidores dos fundos de investimento imobiliário podem a qualquer momento, mediante assembleia geral, deliberar sobre a destituição ou substituição do administrador, bem como escolher o seu substituto.[60] O administrador poderá também renunciar à administração dos fundos de investimento imobiliário. [61]Desta maneira, não há dúvidas sobre a caracterização de relação contratual, devendo ser respeitado a autonomia da vontade das partes.

---

[58] Artigo 92 da Instrução Comissão de Valores Mobiliários nº 555, de 17 de dezembro de 2014.
[59] Eizirik, Nelson; Gaal, Ariádna; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais**: Regime Jurídico. 3. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 83.
[60] Artigo 18, inciso III da Instrução da CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008.
61 Artigo 37, Parágrafo 1º da Instrução da CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008.

Dito isso, precisamos ponderar se a CVM ao alterar o Artigo 36 da Instrução CVM 472 levou em consideração a relação contratual existente entre o administrador e os investidores do fundo, portanto, entre particulares, e, ainda, se foi considerado que os produtos ofertados, ou seja, os fundos de investimentos imobiliários não são homogêneos, uma vez que, em regra, cada fundo de investimento imobiliário possui uma política de investimento específica e, consequentemente, alterar a remuneração do administrador, que calculou o valor da prestação de serviço de acordo com o escopo de trabalho previsto para cada tipo de fundo de investimento imobiliário.

Neste pensamento, com relação à remuneração do administrador, podemos destacar que o investidor antes do seu investimento ou durante o seu investimento no fundo imobiliário poderá verificar se a taxa de administração praticada pelo administrador de fundo imobiliário está de acordo com o mercado. Portanto, no caso da taxa de administração está fora dos padrões de mercado, o investidor possui a escolha de não aderir ao fundo imobiliário, de alienar as suas cotas no mercado secundário, ou, ainda, poderá convocar uma assembleia geral para deliberar sobre a destituição ou substituição do administrador[62].

Dessa forma, em um primeiro momento, a alteração proposta pela CVM poderá fazer com que o administrador de fundo de investimento imobiliário tenha a sua remuneração limitada, mesmo com a previsão de um valor mínimo para a remuneração, conforme dispõe o Parágrafo 3ª do Artigo 36 da ICVM 472, uma vez que essa remuneração mínima tem o objetivo de cobrir apenas as despesas incorridas com os serviços prestados para o fundo. Neste sentido, a sugestão do regulador poderá infringir um conceito básico de uma sociedade empresária, que é a obtenção de lucro. Nas palavras de Fabio Ulhôa Coelho temos a seguinte definição:

> Conceitua-se empresa como sendo atividade, cuja marca essencial é a obtenção de lucros com o oferecimento ao mercado de bens ou

---

[62] Para convocação deverá respeitar o quórum mínimo de 5% das cotas emitidas, conforme prevê o Artigo 19, Parágrafo 1º da Instrução da CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008.

> serviços, gerados estes, mediante a organização dos fatores de produção (força de trabalho, matéria-prima, capital e tecnologia).[63]

Ressaltamos que a remuneração devida pelo fundo de investimento imobiliário ao seu administrador é decorrente da prestação de serviço relacionados direta ou indiretamente ao seu funcionamento e manutenção[64], bem como decorrente das obrigações e responsabilidades assumidas, que estão previstas nos Artigos 32 e seguintes da Instrução CVM 472. Entre esses serviços prestados pelo administrador poderá ser as atividades de tesouraria, de controle e processamento dos títulos e valores mobiliários, escrituração de cotas e gestão dos ativos que integram o patrimônio do fundo, nos termos do Artigo 29 da Instrução CVM 472.

Entre essas obrigações, o administrador do fundo imobiliário é também o proprietário fiduciário dos direitos sobre os imóveis e os próprios imóveis, de acordo com o Artigo 6º da Lei 8.668. Assim, o texto "A Dinâmica dos Fundos de Investimentos Imobiliário e Seus Aspectos Regulatórios" prevê:

> [...] em razão do caráter fiduciário de suas atribuições perante os cotistas, caso seja verificado o exercício de qualquer atividade expressamente vedada pela legislação ou pelo regulamento ou que configure gestão temerário, poderá a instituição administradora ser responsabilizada pelos danos causados ao patrimônio do fundo, e seus administradores e gerentes poderão ser submetidos às penalidades previstas ne legislação.[65]

Assim, diante dessa previsão de limitação da remuneração do administrador pela CVM, podemos temer pela possível incompatibilidade do valor da remuneração recebida pelo administrador e a prestação de serviço que este deverá realizar, pois a nova redação do artigo 36 da Instrução CVM prevê que remuneração deverá estar

---

63 Coelho, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial:** direito de empresa. 17. edição. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 34. 1 v.

64 Artigo 27 da Instrução da CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008.

65 Castro, Leonardo Freitas de Moraes e (org.). **Mercado Financeiro & de Capitais**: Regulação e Tributação – São Paulo: Quartes Latin, 2015. Texto: **A Dinâmica dos Fundos de Investimentos Imobiliário e Seus Aspectos Regulatórios**, Menniti, Marcelo Teixeira e Mattar, Elvis Camargo Silva Brong. p. 559-575.

atrelada ao valor de mercado, ao risco ou à rentabilidade dos fundos de investimento imobiliário. Lembrando mais uma vez que a remuneração mínima prevista no Parágrafo 3º do Artigo 36 da Instrução CVM 472 deverá cobrar apenas as despesas incorridas com os serviços prestados para fundo, como já destacado acima.

Mesmo diante de todos os pontos mencionados acima, a CVM ao publicar a nova Instrução CVM 571 está seguindo o histórico de decisões internas da própria autarquia, bem como de outras autarquias, entidades e instituições do Brasil e ao redor do mundo. Importante realizar um breve destaque que essas alterações ou propostas que estão ocorrendo no mercado financeiro e de capitais do mundo são decorrentes da crise de 2008, de forma que houve e ainda está ocorrendo diversas transformações com o objetivo de padronizar as informações, limitar ganhos de grandes banqueiros e executivos, bem como priorizar a divulgação de informações aos investidores.

No Brasil, os precedentes recentes, que serão mencionados abaixo, deverão ser interpretados de forma análoga ao caso em tela para entender os motivos e razões da CVM em alterar a forma de cálculo e a base da remuneração do administrador, conforme previsto acima no artigo 36 da Instrução CVM 472.

Em 07 de dezembro de 2009, a CVM editou a Instrução CVM 480 que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentos de valores mobiliários ("Instrução CVM 480"). Entre as diversas obrigações prevista na referida instrução, a divulgação no site do menor, médio e maior valor das remunerações individuais dos administradores de cada órgão social das companhias abertas (conselho de administração, diretoria e conselho fiscal) trouxe uma grande polêmica ao sistema jurídico brasileiro no âmbito do mercado de capitais.

A polêmica apresentada se deve ao fato da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 ("Lei das S.A.") em seu artigo 152 dizer que cabe à assembleia geral fixar o montante global ou individual da remuneração dos administradores, levando em consideração as responsabilidades dos administradores. Portanto, para o advogado

Rodrigo Piva Menegat no seu artigo “A Polêmica da remuneração na Instrução CVM 480/09” a Lei S.A. já regula a transparência das informações quando à remuneração dos administradores, devido ao fato que os acionistas possuem esse direito[66], bem como a forma e as informações que devem ser prestadas, não sendo obrigatório incluir o valor da remuneração individual dos administradores[67].

Ainda assim, há uma grande argumentação que a Instrução CVM 480 ao prever a obrigação de divulgação do menor, médio e maior valor das remunerações individuais dos executivos das companhias abertas viola o direito à intimidade e à vida privada, garantias fundamentais previstas no Artigo 5º, inciso X da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988 (“Constituição Federal”).

Diante das possíveis violações, o Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças – IBEF do Rio de Janeiro entrou perante a Justiça Federal com uma medida liminar em face da CVM para impedir a obrigação prevista na Instrução CVM 480. Esta medida processual está até hoje nos tribunais sem uma definição final, entretanto, já tivemos importantes decisões, conforme segue abaixo.

O Tribunal de Justiça Federal da 2ª Região ao analisar o agravo de instrumento interposto pela CVM em face da decisão proferida pelo juízo da primeira instância que deferiu o pedido de medida liminar, decidiu dar provimento ao agravo de instrumento, nos termos da seguinte ementa:

> AGRAVO DE INSTRUMENTO. PROCESSUAL CIVIL. ADMINISTRATIVO. ART. 526 DO CPC. CUMPRIMENTO. CVM. COMPETÊNCIA. INSTRUÇÃO NORMATIVA N. 480/09. LEI N. 6.385/76. LEI N. 6.404/76. INFORMAÇÕES. REMUNERAÇÃO DOS

---

[66] Artigo 157, Parágrafo Primeiro da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.
[67] MENEGAT, Rodrigo Piva. **A polêmica da remuneração na Instrução CVM 480/09**. Disponível em: <http://www.mfra.com.br/portal/attachments/article/714/2010.04%20-%20RPM.CA.especial.pdf>. Acesso em: 01 de junho de 2016.

ADMINISTRADORES. DIREITO DE PRIVACIDADE. DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS. INTERESSE PÚBLICO. TRANSPARÊNCIA. ADEQUAÇÃO AO SISTEMA INTERNACIONAL.

1 - A apresentação de petição informando a interposição de recurso de agravo de instrumento, na forma prevista no art. 526 do Código de Processo Civil, a fim de que o Juízo a quo possa, querendo, proferir juízo de retratação da decisão impugnada, ainda que poucos minutos após o final do término do expediente forense do último dia do prazo, não afasta o conhecimento do referido recurso, visto que a finalidade da regra prevista no artigo em comento restou atendida, não sendo possível vislumbrar qualquer prejuízo para a parte agravada.

2 - A Lei 6.385/76 atribui à CVM competência para disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários, tendo a referida autarquia a incumbência de fiscalizar permanentemente a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e os valores nele negociados, bem como expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre a divulgação das referidas informações, não sendo possível vislumbrar a existência de conflito entre a norma reguladora prevista na Instrução Normativa n. 480/09, que passou a exigir a divulgação institucional dos valores máximo, médio e mínimo da remuneração atribuída a cada órgão social (conselho de administração, diretoria e conselho fiscal), e o disposto nos artigos 152 e 157 da Lei n. 6.404/76.

3 - A norma impugnada não viola o direito de privacidade e de segurança dos administradores, considerando-se que, primeiramente, o regramento estabelecido pela CVM, após ampla discussão pública, apenas determinou a divulgação pública não dos valores individualizados por administrador, mas sim dos valores mínimo, médio e máximo por órgão social (conselho de administração, diretoria e conselho fiscal), sendo descabida a consideração feita acerca dos riscos de atos de violência a que poderiam ser submetidos os administradores, aos quais toda população brasileira, especialmente

> nos grandes centros urbanos, se encontra exposta diariamente, independentemente da divulgação de seus ganhos.
> 4 - Não se pode olvidar que o apontado direito à privacidade dos administradores das empresas de capital aberto venha a se sobrepor ao interesse público inerente ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, sendo dever da CVM, como órgão regulador, criar mecanismos que facilitem o acesso, pelo investidor, a informações fidedignas e tempestivas sobre as oportunidades e condições de investimento, considerando-se que é extremamente relevante que exista credibilidade dentro do sistema de mercado de capitais, cujas regras devem estar integradas com as já existentes no mercado internacional, em relação ao qual a nossa economia está diretamente ligada, não sendo plausível permitir que eventuais diferenças culturais justifiquem a falta de transparência.
> 5 - Agravo de instrumento provido, para revogar a liminar concedida.[68]

Diante da posição do TRF, podemos concluir que os desembargadores entendem que a CVM possui competência para disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários, portanto, a Instrução CVM 480 não está em conflito com os artigos 152 e 157 da Lei das S.A. Além disso, para eles a norma editada pela CVM não viola o direito de segurança e privacidade dos administradores, pois as obrigações impostas na Instrução CVM 480 prevê apenas a divulgação púbica dos valores mínimos, médio e máximo.

Outro ponto relevante da decisão que merece atenção, é o fato dos desembargadores entenderem que a privacidade dos administradores não pode se sobrepor ao interesse público no desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, destacando mais uma vez o dever do órgão regulador em criar procedimentos e mecanismos que buscam dar aos investidores as informações mais realistas e

---

[68] Brasil. 8ª Turma Especializada do Tribunal Regional Federal da 2ª Região. Juiz convocado Marcelo Pereira da Silva no afastamento do relator. **Agravo de Instrumento** 2010.02.01.002742-8. Publicado no Diário Eletrônico da Justiça Federal da 2ª Região em 13 de julho de 2010.

confiáveis, com o objetivo de criar um mercado de capitais confiável e de acordo com as normas e as práticas estabelecidas com os padrões internacionais.

Outra decisão do mesmo tribunal que corrobora pelo mesmo entendimento foi julgado pela Sexta Turma Especializada do Tribunal Regional Federal da 2ª Região, tendo como Desembargador Relator o Sr. Guilherme Calmon Nogueira da Gama, que decidiu negar provimento à apelação interposta por TEKA - Tecelagem Kuehrich S.A, em face de sentença proferida pelo juízo de primeira instância, em Mandado de Segurança impetrado contra ato praticado pelo Presidente da CVM, pelo Superintendente Administrativo financeiro da CVM, e pelo Superintendente de Relações com empresas da CVM, com o objetivo de impedir obrigatoriedade de publicar a remuneração dos administradores (órgão social das companhias abertas) nos termos da Instrução CVM 480[69].

Outro exemplo que podemos mencionar é a Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 3.921 de 25 de novembro de 2010, emitida pelo Banco Central do Brasil e que dispõe sobre a política de remuneração de administradores das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil

---

[69] APEÇÃO. ADMINISTRATIVO. **MANDADO DE SEGURANÇA.** INSTRUÇÃO CVM 480/09 E 481/09. OBRIGATORIEDADE DE INFORMAR A REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES OU DOS ORGÃOS DA ADMINISTRAÇÃO. INTERESSE PÚBLICO. IMPROVIMENTO. I. Trata-se apelação interposta por em Mandado de Segurança objetivando que as autoridades coatoras se abstenham de exigir que a impetrante cumpra as Instruções da CVM nº 480/09 e 481/09, nos pontos em que lhe obrigam a informar a remuneração dos administradores ou dos órgãos da administração, inclusive o valor total pago a título de remuneração por órgão da companhia. II. Com efeito, a CVM, com base na competência que lhe foi atribuída pela Lei nº 6.385/76 passou a exigir a divulgação de informações sobre remuneração não de forma individualizada e específica, como a lei o faz no art. 157, §1º, alínea c, mas de maneira consolidada por órgão social, com discriminação apenas dos valores mínimos, médio e máximo de cada um deles, de forma a dar maior transparência quanto ao formato remuneratório utilizado pela empresa ao mercado como um todo. III. Destarte, para que se conceda maior segurança e credibilidade ao sistema de valores mobiliários das companhias abertas, deve-se sempre buscar a plena divulgação de informações e, com a edição das regras em comento, a CVM buscou alinhar o ordenamento às regras internacionais já existentes sobre a obrigatoriedade de divulgação da remuneração dos administradores. IV. Frise-se que a edição das Instruções Normativas em apreço, cujas razões estão centradas no interesse público, comporta a necessária razoabilidade, além do que se encontra em perfeita harmonia com o poder de fiscalização conferido à CVM, efetivado através do poder de polícia, que fora exercido nos padrões da legalidade e sem excesso. V. Apelação conhecida e improvida. (Brasil. 6ª Turma Especializada do Tribunal Regional Federal da 2ª Região. Desembargados Relator Guilherme Calmon Nogueira da Gama. Apelação Cível de 14 abril de 2012. 2010.51.01.005763-0).

("Resolução nº 3.921").[70] Esta resolução passou a produzir efeitos a partir de 1ª de janeiro de 2012 e tem como objetivo implementar as políticas de remunerações dos administradores[71] das instituições financeiras, que deverão estar de acordo com a política de gestão de riscos de cada uma das instituições. Importante destacar que a remuneração dos administradores de controle interno e gestão de riscos deve ser determinada de forma independente para evitar conflito de interesse.

A Resolução nº3.921 prevê em seu artigo 6º que a remuneração variável pode ser paga em espécie, ações, instrumentos baseados em ações ou outros ativos, em proporção que leve em consideração o nível de responsabilidade e a atividade de administradores. O Artigo 4º prevê também que os pagamentos de remuneração variável devem observar os seguintes fatores: (a) os riscos correntes e potenciais; (b) o resultado geral da instituição, em particular o lucro recorrente realizado; (c) a capacidade de geração de fluxos de caixa da instituição; (d) o ambiente econômico em que a instituição está inserida e suas tendências; e (e) as bases financeiras sustentáveis de longo prazo e ajustes nos pagamentos futuros em função dos riscos assumidos, das oscilações do custo do capital e das projeções de liquidez.

Diante das previsões da Resolução nº 3.921, verificamos que as novas regras têm como objetivo evitar que as remunerações dos administradores sejam acima da exposição de risco das respectivas instituições, portanto, o Banco Central do Brasil buscou atrelar os salários dos administradores de acordo com o risco de uma das instituições.

---

[70] BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução nº 3921. Dispõe sobre a política de remuneração de administradores das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do BrasilBrasília, D.F. 2010. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2010/pdf/res_3921_v1_O.pdf>. Acesso em: 26 de março de 2016.

[71] Nos termos do Parágrafo Segundo do Artigo 1º da Resolução 3.921, os administradores são os diretores estatutários e os membros do conselho de administração das sociedades anônimas, bem como os administradores das sociedades limitadas.

A Resolução nº 3.921 surgiu após o G-20, grupo das principais economias industrializadas e emergentes do mundo, decidir ser essencial a criação de políticas mais rígidas para o pagamento de remunerações em instituições financeiras, principalmente, após estudos apontarem que as remunerações dos administradores das instituições financeiras contribuíram para a crise de 2008 nos Estados Unidos, uma vez que tais remunerações estavam atreladas a resultados de curto prazo[72].

Posto isso, as recentes manifestações da CVM estão seguindo as decisões de instituições nacionais e internacionais, tendo como principal motivo atrelar a prestação de serviço com o risco do negócio. Dessa forma, a CVM busca proteger os investidores, principalmente, aqueles com poucos conhecimentos técnico e profissionais na área de mercado de capitais. A CVM agiu ainda com o propósito buscar o interesse público em detrimento de qualquer interesse particular.

---

[72] VALOR Econômico. **Remuneração em instituições financeiras**. 09 jan. 2012. Disponível em: <http://www.valor.com.br/legislacao/1175846/remuneracao-em-instituicoes-financeiras>. Acesso em: 26 de março de 2016.

5. CONCLUSÃO

Diante do exposto acima, podemos concluir que o fundo de investimento imobiliário surgiu recentemente na legislação brasileira e hoje se tornou um dos principais investimentos destinado ao público em geral. A alta liquidez e o benefício tributário são um dos fatores que atraíram os investidores pessoas físicas.

A evolução histórica da legislação dos fundos de investimento imobiliário contribui de forma significante para esse crescimento, tendo o seu grande início no surgimento dos REITs nos Estados Unidos e no Brasil com a publicação da Lei nº 8.668, a qual dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos fundos imobiliários.

As principais características apontadas na Lei nº 8.668 e Instrução CVM 472 deixam muito bem claro que os investidores não possuem qualquer direito real sobre os imóveis ou empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo, sendo certo que a instituição administradora do referido fundo é a sua representante legal, tendo em vista que os fundos de investimento imobiliário na legislação brasileira são constituídos sob a forma de condomínio fechado, sem personalidade jurídica, portanto, possui uma natureza jurídica condominial.

As demais alterações trazidas pela CVM no âmbito de tentar atualizar o entendimento do regulador e do mercado de fundos foi fundamental para fundos de investimento imobiliários se adaptarem aos momentos econômicos à época, tendo sempre como objetivo o desenvolvimento do mercado de capitais e a proteção dos investidores.

As recentes alterações da Instrução CVM 571 com os assuntos relacionados (a) à divulgação de informações periódicas, (b) à governança dos fundos; (c) à atuação dos representantes de cotistas; e (d) à alteração da remuneração do administrador mostram o claro interesse da CVM em criar e manter um padrão de divulgação de informação, tendo como objetivo facilitar a comparação dos investidores em relação aos demais

fundos disponíveis no mercado, bem como a própria prestação de serviço realizadas pelos administradores.

Em relação à alteração da remuneração do administrador, questão central deste trabalho, no primeiro momento apontamos aspectos relevantes e jurídicos com a intenção de demonstrar o possível conflito e possibilidade da CVM intervir na relação contratual existente entre o administrador do fundo e o cotista. Assim, destacamos acima alguns elementos que poderão ser considerados contraditórios aos princípios presentes na relação contratual de duas partes privadas, destacando, principalmente, o fato de um ente público, no caso a CVM que se trata de uma autarquia federal, intervir diretamente na remuneração do administrador do fundo, fato este que poderá afetar diretamente o faturamento dessas empresas.

Por outro lado, foi necessário realizar estudos dos precedentes recentes no Brasil e no mundo para entender as razões e os motivos que baseiam e norteiam as alterações trazidas pela CVM na Instrução CVM 571. Como resultado, concluímos que as alterações trazidas na Instrução CVM 571 com relação à alteração da remuneração do administrar está consonante com decisões judiciais apresentadas no Tribunal de Justiça Federal da 2ª Região, com as resoluções do Conselho Monetário Nacional e decisões realizadas por instituições internacionais, as quais sempre buscaram manter o interesse público em detrimento a qualquer interesse particular com o objetivo de proteger os investidores e manter o desenvolvimento do mercado de capitais.

Em face do exposto acima, destacamos ainda que atualização da legislação referente aos fundos de investimento em geral deve sempre buscar por um padrão de divulgação de informações e transparência, fato este que trará segurança aos investidores e, consequentemente, trará crescimento sustentável ao mercado de capitais brasileiro. Assim, a CVM, autarquia federal responsável por regular e fiscalizar o mercado de capitais brasileiro, deve manter-se atenta à evolução do mercado, levando em consideração os interesses dos administradores, gestores e demais participantes da indústria dos fundos e, principalmente, os interesses dos investidores.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

CARTER, W.D. em Mutual Investment Funds**. Harvard Bussiness Review,** New York, CCVII, n. 6, nov. 1999.

CARVALHO, Mario Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes e (org.). **Mercado Financeiro & de Cap**itais: Regulação e Tributação – São Paulo: Quartes Latin, 2015. Texto: **A Dinâmica dos Fundos de Investimentos Imobiliário e Seus Aspectos Regulatórios.** Autores: Menniti, Marcelo Teixeira e Mattar, Elvis Camargo Silva Brong.

Coelho, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial:** direito de empresa. 17. edição. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 34. 1 v.

COMPARATO, Fábio Konder. **Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial**. Forense: Rio de Janeiro, 1981.

DINIZ, Maria Helena. **Tratado Teórico e Prático dos Contrato**, 6. ed. rev., ampl. e atual.de acordo com o Novo Código Civil (Lei nº 10.406, de 10-1-2002). São Paulo: Saraiva, 2006. 1 v.

DOTTA, Eduardo Montenegro**. A Responsabilidade dos Administradores de Fundos de Investimento no Novo Código Civil**. São Paulo. TextoNovo Editora, 2005.

Eizirik, Nelson; Gaal, Ariádna; Parente, Flávia; Henriques, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais**: Regime Jurídico 3. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 83.

FREITAS, Ricardo dos Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

PINTO, Luis Felipe Carvalho. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. Tese de mestrado pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, sob a orientação do Professor Haroldo Malheiros Duclerc, São Paulo, 2002.

SALOMÃO Neto, Eduardo. **O Trust e o direito brasileiro**. São Paulo: LTR, 1996.

WALD, Arnoldo. Da Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário. **Revista de Direito Mercantil**, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 80, 1990.