NICOLE MATTAR HADDAD TERPINS

**A NATUREZA JURÍDICA DOS
FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO**

Dissertação de Mestrado

Orientador:

Prof. Associado Dr. Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

São Paulo

2013

NICOLE MATTAR HADDAD TERPINS

**A NATUREZA JURÍDICA DOS
FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO**

**Dissertação de mestrado apresentada ao
Departamento de Direito Comercial da
Faculdade de Direito da Universidade de São
Paulo, como requisito parcial para obtenção
de título de mestre.**

**Orientador: Prof. Associado Dr. Haroldo
Malheiros Duclerc Verçosa**

Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

São Paulo

2013

Agradeço, primeiramente, a Deus, pois foi quem me sustentou durante todo o tempo aplicado na obtenção dos créditos para o mestrado e realização deste trabalho, me capacitando e permitindo que fosse possível a conciliação de todas as tarefas às quais me propus. Agradeço à minha amada filha Beatriz, por seu carinho e compreensão, mesmo quando eu não podia dar a ela a atenção que tanto merece, bem como por me alimentar, todos os dias, com sua pureza e sua alegria, que me fortalecem. Agradeço, ao meu querido marido, Ricardo, por estar sempre ao meu lado, me suportando e auxiliando no atingimento de todos os meus objetivos, mesmo quando estes exijam dele sacrifícios. Agradeço ainda ao meu filho Leo, que me acompanhou dias e noites ao longo do desenvolvimento deste trabalho, enquanto aguardava para vir ao mundo. Agradeço imensamente ao meu orientador, Prof. Haroldo Duclerc Malheiros Verçosa, por sua paciência e valiosa instrução durante todo o curso de mestrado. Seus conselhos serão guardados e lembrados por toda a minha trajetória.

RESUMO

O presente trabalho trata de tema extremamente útil, porém ainda pouco trabalhado pela doutrina brasileira. A Lei nº 8.668/93, que criou os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) no Brasil, foi o primeiro diploma a permitir a securitização e fracionamento da propriedade imobiliária, convertendo-a em valores mobiliários passíveis de negociação no mercado de capitais. Os Fundos de Investimento Imobiliário viabilizaram o acesso de pequenos investidores, incluindo pessoas físicas, ao mercado imobiliário, viabilizando a aplicação em empreendimentos de alto retorno que, entretanto, demandam grandes investimentos. A análise da natureza jurídica do FII se justifica pela importância econômica e social do instituto, mas a esta não se restringe, tendo em vista a riqueza do conteúdo jurídico-normativo que culminou na criação de uma modalidade diferenciada de fundo de investimento, espelhada no modelo norte americano, o *Real Estate Investment Trust*. O Fundo de Investimento Imobiliário é um exemplo bem sucedido da criatividade legislativa, que através da combinação de institutos alcançou o que consideramos ser a figura no Brasil que mais se assemelha ao *trust* anglo saxão. A estrutura atribuída ao FII, marcada, em especial, pela propriedade fiduciária e pelo regime de afetação, revestem o Fundo de peculiaridades que reclamam a análise de sua natureza jurídica sob uma perspectiva própria, e diferenciada dos demais fundos de investimento. A investigação acerca da natureza jurídica do FII requer a releitura de conceitos que transitam entre o Direito Civil e o Direito Comercial, tais como de comunhão, condomínio e sociedade, negócio fiduciário, negócio indireto, propriedade, direitos reais e pessoais, patrimônio separado, pessoa jurídica e sujeito de direito, de cujo resultado decorre o reconhecimento do Fundo de Investimento Imobiliário como contrato de sociedade, caracterizado pela perseguição de uma finalidade econômica através de uma organização. O escolha do tema e a metodologia empregada no desenvolvimento deste trabalho tiveram por objetivo não só o aprofundamento da matéria, mas também a inspiração de outros estudos com base na *common law*, que possam igualmente levar à conclusão a respeito da beleza e eficiência de um sistema legal construído sobre estruturas abertas e mais flexíveis.

ABSTRACT

The theme of this paperwork is extremely useful, but not so much explored by Brazilian doctrine. The Law 8.668/93, which created in Brazil the Real Estate Investment Funds (*Fundos de Investimento Imobiliário* – FII), was the first statute to allow the securitization and fractionation of real estate, converting it into subject securities traded in the capital market. The Real Estate Investment Funds enabled retail investors, including individuals, to access the real estate market, qualifying them to apply their resources on high-return ventures that, however, require large investments. The analysis of the legal nature of the FII is justified by the economic and social importance of the institute, but is not restricted thereto taken the enriched content of the legal-normative framework that culminated in the creation of a unique model of investment fund, mirrored in the North American *Real Estate Investment Trust*. The Real Estate Investment Fund is a successful example of legislative creativity that by combining institutes reached what we consider to be the figure in Brazil that most resembles the Anglo Saxon trust. The structure assigned to the FII, marked in particular by the fiduciary property and the rules of affectation, lines the Fund with certain peculiarities that demand the analysis of its legal nature under its own perspective, isolated from the other investment funds. Research on the legal nature of FII requires the reinterpretation of concepts that integrate both the Civil and Commercial Law, such as communion, condominium and company, fiduciary relationship, indirect relationship, property, real rights and personal rights, separated patrimony, legal person and capacity, which result leads to a due recognition of the Real Estate Investment Fund as a corporate agreement, characterized by the pursuit of an economic purpose through an organization. The choice of the theme and the methodology applied for the development of this paperwork aimed not only to deepen the matter, but also to inspire further studies based on the *common law* that could also lead to the conclusion about the beauty and efficiency of a legal system built on open and more flexible structures.

SUMÁRIO

A NATUREZA JURÍDICA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

1. INTRODUÇÃO	8
2. PRINCIPAIS FONTES JURÍDICAS DO FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	19
2.1. O <i>Trust</i>	19
2.1.1. Histórico	19
2.1.2. Definição, Estrutura e Funcionamento	22
2.1.3. Responsabilidades perante Credores do <i>Settlor</i>, do <i>Trustee</i> e dos Beneficiários	28
2.2. Natureza Jurídica do <i>Trust</i>	29
2.3. Dificuldades na Assimilação do <i>Trust</i> no Sistema Jurídico Brasileiro	32
2.3.1. O Contrato de Fidúcia: Tentativa Brasileira	36
2.4. <i>Trust</i> como Negócio Fiduciário	38
2.5. <i>Trust</i> como Instrumento de Comércio	46
2.6. <i>Trust</i> como Veículo de Investimento Coletivo – o <i>Investment Trust</i>	52
2.7. <i>Real Estate Investment Trust</i>	56
2.7.1. Histórico	56
2.7.2. Definição, Modalidades e Requisitos Legais	62
3. FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO	65
3.1. Breve Histórico dos Fundos de Investimento no Brasil	65
3.2. Criação do Fundo de Investimento Imobiliário – A Lei nº 8.668/93	70
3.3. Atuação da CVM na Regulação dos Fundos de Investimento Imobiliários	73
3.4. Principais Diferenças entre o FII e os Demais Fundos de Investimento que Justificam a Análise Isolada de sua Natureza Jurídica	75

4. NATUREZA JURÍDICA DO FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	80
4.1. Notas sobre a Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento em Geral	80
4.2. Comunhão, Condomínio e Sociedade	87
4.2.1. Comunhão e Condomínio	87
4.2.2. Diferenças entre Comunhão, Condomínio e Sociedade	95
4.3. Dos efeitos da Propriedade Fiduciária do Administrador na Definição da natureza jurídica do FII	99
4.4. Sujeito e Objeto do Patrimônio do Fundo	107
4.5. Críticas à Classificação do Fundo de Investimento Imobiliário como Condomínio e Justificativa à Classificação como Sociedade	118
5. PERSPECTIVA EM DIREITO COMPARADO: TENDÊNCIA GLOBAL À ADOÇÃO DO MODELO SOCIETÁRIO (“CORPORATIZAÇÃO” DOS REAL ESTATE INVESTMENT TRUST)	129
6. CONCLUSÃO	135
7. BIBLIOGRAFIA	139

1. INTRODUÇÃO

O Fundo de Investimento Imobiliário (FII) foi criado em 1993, através da Lei nº 8.668 de 23.03.93, com o objetivo de fomentar o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro.

A Lei nº 8.668 de 23.03.93 foi o primeiro diploma legal que efetivamente previu a securitização da base imobiliária no Brasil. Segundo Rachel Sztajn¹, o FII veio a permitir a securitização e distinto fracionamento da propriedade imobiliária, frações estas que passaram a ser representadas por valores mobiliários e negociadas no mercado de capitais. Através do FII, pretendeu-se promover a captação de recursos destinados a empreendimentos imobiliários junto a um público diversificado, incluindo pequenos investidores e pessoas físicas, estes atraídos pelas oportunidades de um mercado até então restrito a grandes investidores, por envolver altos investimentos e elevado risco de iliquidez.

O FII está sujeitos à regulação e fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A primeira norma expedida pela Autarquia relativamente ao FII foi a Instrução Normativa 205/94. Atualmente, o FII é governado pela Lei nº 8.668/93, alterada pela Lei nº 9.779/00, e pela Instrução Normativa CVM nº 472/08, que veio a substituir a instrução 205/94 e posteriores alterações.

Seguindo a experiência dos demais países onde figuras semelhantes foram implementadas, o FII veio acompanhado de uma estrutura tributária incentivada, tornando-se investimento ainda mais atrativo. Inspirado no modelo norte-americano, o *Real Estate Investment Trust*, o FII é considerado como uma entidade “transparente” para fins fiscais (em inglês, a *pass throug entity*), em outras palavras, o Fundo é isento de impostos sobre a renda gerada pela sua carteira de ativos. A tributação incide apenas quando da distribuição de resultados aos quotistas, sobre os quais recai a obrigação quanto ao pagamento do imposto².

Para que possa usufruir do tratamento fiscal mais vantajoso, é necessário que o FII cumpra com todos os requisitos legais, dentre os quais aqueles relativos à:

¹ SZTAJN, Rachel. Quotas de Fundos Imobiliários – Novo Valor Mobiliário, **Revista de Direito Mercantil**,

² De acordo com a Lei nº 8.668/93, a tributação incide apenas sobre os cotistas, no momento do resgate, amortização e distribuição de resultados pelo FII.

- (i) forma: o FII deve ser organizado sob a forma de condomínio fechado;
- (ii) distribuição de resultados: a cada 6 meses o FII deve distribuir pelo menos 95% do seu resultado de caixa aos quotistas;
- (iii) composição de sua carteira: pelo menos 75% da carteira deve ser composta por títulos ou propriedades imobiliárias relacionados no art. 45 da IN CVM 472/08³;
- (iv) restrição a determinados investidores: o FII não deve aplicar recursos em empreendimentos imobiliários que tenha como incorporador, construtor ou sócio, quotista que possua, isoladamente ou em conjunto com pessoas a ele relacionadas, mais de 25% das quotas do Fundo.

Ainda, foi estendido aos quotistas pessoas físicas de Fundos de Investimento Imobiliário negociados em bolsa e balcão organizado o regime de isenção de imposto de renda na fonte previsto na Lei nº 11.033/04⁴, incrementando de modo significativo a captação de recursos junto a este público. Como resultado, o FII tem sido comumente utilizado para empreendimentos focados em investidores de varejo⁵.

³ Art. 45. A participação do fundo em empreendimentos imobiliários poderá se dar por meio da aquisição dos seguintes ativos: I – quaisquer direitos reais sobre bens imóveis; II – desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM, ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, desde que se trate de emissores cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII; III – ações ou cotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII; IV – cotas de fundos de investimento em participações (FIP) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII ou de fundos de investimento em ações que sejam setoriais e que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário; V – certificados de potencial adicional de construção emitidos com base na Instrução CVM nº 401, de 29 de dezembro de 2003; VI – cotas de outros FII; VII – certificados de recebíveis imobiliários e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII e desde que sua emissão ou negociação tenha sido registrada na CVM; VIII – letras hipotecárias; e IX – letras de crédito imobiliário.

⁴ A Lei 11.196/05 estendeu os benefícios do inciso III do artigo 3º da Lei 11.033/04, de isenção do Imposto de Renda sobre as distribuições pagas a cotistas de Fundos de Investimento Imobiliários Pessoa Física, desde que observadas as seguintes condições: (i) as cotas do Fundo sejam negociadas em bolsa de valores ou balcão organizado; (ii) o Fundo tenha pelo menos 50 cotistas; (iii) tais investidores não detenham individualmente mais do que 10% das cotas do Fundo.

⁵ Em 2010, os investidores pessoas físicas foram responsáveis por aproximadamente 71,6% do valor total emitido pelos FIIs. WESTPHALEN, Luísa. Valor Econômico. Publicado em 19/05/2011. Disponível em: <http://www.valoronline.com.br/impresso/investimentos/119/429281/carteiras-imobiliarias-devem-girar-r-1-bi-na-bolsa-em-2011>. Acessado em: 21/07/2011.

Tais características refletem do veículo que serviu de modelo ao FII brasileiro: o *Real Estate Investment Trust* norte-americano (REIT), então criado em 1960 através do *REIT Act*, como resposta ao aquecimento do mercado imobiliário americano após a Segunda Guerra Mundial. Bem como o FII, o REIT foi introduzido com o objetivo de possibilitar o financiamento de empreendimentos imobiliários mediante a captação de recursos em larga escala.

Embora criado com foco primordialmente tributário, o REIT americano serviu de modelo para o desenvolvimento de veículos de investimento coletivo em ativos imobiliários em todo o mundo, emprestando sua experiência não somente em matéria fiscal, mas também no que respeita à sua organização, estrutura e funcionamento. Assim, embora o termo REIT seja próprio da legislação americana, é geralmente utilizado para identificar, de forma generalizada, os veículos de investimento coletivo em ativos imobiliários criados por outros países a sua semelhança.

Os REITs foram inicialmente concebidos sob a forma de *trusts*, mais precisamente, de *business trusts*, modalidade híbrida entre *trust* e sociedade, empregada com o objetivo de propiciar a participação e distribuição de resultados aos beneficiários seguindo o modelo então aplicável aos tipos societários. Ocorre, que em que pese as vantagens do *business trust*, sua hibridez passou a gerar inúmeras questões legais, tanto no que diz respeito à responsabilidade dos beneficiários — cujas Cortes entenderam sujeitar-se às regras de responsabilidade ilimitada próprias da *partnership*⁶ — bem como no que dizia respeito aos deveres e responsabilidades do *trustee* em relação aos beneficiários e a terceiros, dividindo-se as correntes entre a atribuição de responsabilidades próprias de agente-principal e entre o caráter pessoal das obrigações assumidas pelos *trustees*, como se verdadeiros proprietários fossem⁷.

⁶ “This often proved a difficult task, for there was another form of business which the particular association might parallel — namely the so called joint stock company, or put differently, the enlarged partnership. The threshold problem, then was one categorizing the association, and the related issue of its essential characteristics would follow from the characteristics of its model. Thus, if the association were held a trust, shareholders would escape liability for the acts of the trustee, as in normal express trust. But if the association were held a joint stock company, then partnership liability would follow”. (P.W.L. Liability of Shareholders in a *BusinessTrusts*. The Control Test. *Virginia Law Review*, Vol. 48, nº 6, Real Estate Investment Trusts (Oct., 1962), p. 1106-1107)

⁷ “A trustee is not an agent. An agent represents and acts for its principal, who may be either a natural or artificial person. A trustee may be defined generally as a person in whom some estate, interest or power in or affecting a property is vested for the benefit of another. When an agent contracts in the name of his principal, the principal contracts and is bound, but the agent is not. When a trustee contracts as such, unless he is bound,

Em 1976 foi promovida alteração no REIT Act⁸, permitindo a criação de REITs sob a forma de *corporations*, colocando fim às discussões. Atualmente, predominam os REITs organizados como corporações⁹, e as antigas discussões acerca das responsabilidades dos acionistas e *trustees* deram lugar a debates sobre governança corporativa e regulação.

Houve crescimento significativo do mercado de REITs norte-americano, e estes transformaram-se em grandes companhias, geridas por fortes marcas do mercado imobiliário¹⁰.

A experiência americana que resultou na adoção do modelo societário (*corporations*) para os REITs, foi aproveitada por outros países, de modo que hoje é permitida a organização dos REITs sob tipos societários semelhantes às sociedades por ações na maior parte das jurisdições, incluindo países de *civil law*. Tal fenômeno é por vezes referidos pela doutrina estrangeira como “corporitização dos Real Estate Investment Trusts”, ou, no idioma original, “*corporatization of the Real Estate Investment Trusts*”¹¹.

Atualmente, os REITs se organizam sob diferentes modalidades, de acordo com a regras das respectivas jurisdições, havendo, entretanto, uma inclinação para a adoção do tipo societário dotado de personalidade jurídica como forma de padronizar e assim facilitar o fluxo internacional de recursos direcionados aos REITs de todo o mundo¹².

no one is bound, for he has no principal. The trust estate cannot promise; the contract is therefore the personal undertaking of the trustee”. (The Real Estate Investment Trust: State Tax (...), p. 813.)

⁸ Tax Reform Act of 1976.

⁹ Esta tendência já havia sido observada por Oscar Barreto desde 1956: “(...) Observa-se, aliás, uma preferencia cada vez maior dos investment *trusts* pela forma jurídica da Corporation, ao invés da forma clássica do trust”. (BARRETO FILHO, Oscar. **Regime jurídico das sociedades de investimento (“investment trusts”)**. São Paulo: Max Limonad, 1956, p. 97)

¹⁰ Disponível em: www.nareit.com. Acesso em: 21.07.2011.

¹¹ LEE, Suet Fern; FOO, Linda Esther. Real Estate Investment Trust in Singapore: Recent Legal and Regulatory Developments and the Case for Corporatisation. **Singapore Academy of Law Journal**, Vol. 22, 2010, p. 36-65.

¹² As formas comumente utilizadas para a estruturação dos REITs são os *unit trusts* (e.g. Austrália, Canadá, Grécia, Honk Kong, Japão, Malásia, México, Singapura e Estados Unidos); as *corporations* (e.g. Bélgica, Bulgária, França, Alemanha, Grécia, Itália, Japão, México, Holanda, Coreia do Sul, Turquia, Inglaterra e Estados Unidos); as *partnerships* (e.g. Bélgica, França, e Estados Unidos); e os *funds* (e.g. Brasil e Holanda). SIMONTACCHI, Stefano e STOSCHEK, Uwe. Op. cit. **Guide to Global Real Estate Investment Trusts**. General Report. Kluwer Law International, Holanda, 2010, p. 8.

No Brasil, a experiência com as sociedades de investimento inspiradas nos *investment trusts* não logrou os resultados esperados, e consolidou a escolha legislativa pela forma condominial dos fundos de investimento, incluindo o FII¹³.

Não obstante a opção legal, nossa doutrina ainda não atingiu consenso no que diz respeito à natureza jurídica do FII, e tampouco dos fundos de investimento em geral.

Diversas teorias foram desenvolvidas sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento. Segundo Erasmo Valladão de Azevedo e Moraes França, “de início preconizou-se até que os mesmos deveriam ser organizados como uma forma especial de sociedade em conta de participação. Outros autores defenderam a tese de que se trata de condomínio especial. E outros, ainda, sustentam a ocorrência de um contrato de sociedade entre os participantes do fundo”¹⁴. Outras teorias também foram desenvolvidas, mas com menor expressão¹⁵, de modo que a elas não devemos nos ater neste trabalho.

Especificamente no que diz respeito aos Fundos de Investimento Imobiliário, encontramos poucos trabalhos disponíveis em nosso repertório doutrinário, e aqueles existentes não podemos classificar como recentes.

No Brasil, um dos primeiros artigos de peso sobre a natureza jurídica do FII foi publicado por Arnaldo Wald, em 1990, quando ainda não havia sido editada a Lei nº 8.668/93. Entretanto, sua análise foi direcionada à investigação acerca da possibilidade, ou não, do fundo imobiliário ser titular, em nome próprio, de direitos e obrigações, sendo positiva sua conclusão ao final. A respeito da natureza jurídica dos fundos de investimento, Wald cogitou serem estes espécie de “condomínio de natureza especialíssima”, mas defendeu

¹³ PINTO, Luis Felipe Carvalho. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. Tese apresentada para a obtenção do título de mestre pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, sob a orientação do Prof. Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, São Paulo, 2002, p. 2.

¹⁴ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa: A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. Conflito Apurado pela Própria Assembleia de Cotistas. Quorum Qualificado para Destituição do Administrador do Fundo. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 187.

¹⁵ Ricardo dos Santos Freitas, em obra específica sobre o tema, aborda as seguintes teorias: (i) teoria condominial; (ii) teoria da comunidade dos bens não condominial; (iii) teoria da propriedade em mão comum; (iv) teoria da propriedade fiduciária; e (v) teoria da organização associativa. (FREITAS, Ricardo de Santos. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latim, 2005).

que esta seria uma das possíveis designações ou semânticas, secundárias frente à capacidade do fundo de praticar atos da vida comercial¹⁶.

Em sentido oposto, em 1994 foi escrito por Rachel Sztajn artigo então denominado “Quotas de Fundos Imobiliários – Novo Valor Mobiliário”, no qual é feita uma análise crítica da classificação do FII como “condomínio fechado”. Rachel Sztajn concluiu pela melhor adequação do instituto como espécie societária¹⁷, tendo em vista as semelhanças entre o FII e as sociedades por ações.

A semelhança entre o FII e as sociedades por ações tem sido objeto de discussões no âmbito da CVM desde a elaboração da primeira norma acerca do instituto. Exemplo disso é que a então Diretora Maria Isabel Bocater, já por ocasião da aprovação da minuta submetida à audiência pública que deu origem à IN CVM 205/94, destacou: “embora o novo produto seja denominado Fundo Imobiliário, ele tem características mais próximas a de um Empreendimento (sociedade anônima) do que propriamente de um Fundo”¹⁸. De fato, embora denominado fundo de investimento, o FII possui algumas características próprias, que não se encontram nos demais fundos.

Dentre as diferenças entre os Fundos de Investimento Imobiliários e os demais Fundos de Investimento, citamos, com relevo, a *propriedade fiduciária do administrador* e o *regime de afetação*.

Enquanto os demais fundos são dotados de capacidade jurídica para adquirir bens em seu próprio nome, ao FII foi emprestada a personalidade jurídica do administrador, que deve,

¹⁶“Quer se cogite de um condomínio especialíssimo ou *sui generis*, de uma sociedade sem personalidade jurídica, na terminologia do Código de Processo Civil ou de uma forma de *trust* já adaptado e consagrado pelo direito pátrio, a designação e a semântica são secundários, pois o importante é a capacidade substantiva e adjetiva do Fundo para adquirir e transmitir direitos, atuar em juízo e praticar todos os atos da vida comercial, embora só possa exercer a sua atividade por intermédio de seu gestor.” (WALD, Arnaldo. A Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário. **Revista Forense**, Volume 309, 1990, p. 11).

¹⁷ SZTAJN, Rachel. Quotas de Fundos Imobiliários – Novo Valor Mobiliário, **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 93, p. 108.

¹⁸ “A Diretora Maria Isabel Bocater teceu comentários a respeito do projeto, seu histórico e os fundamentos que orientaram a minuta apresentada, destacando que, embora o novo produto seja denominado Fundo Imobiliário, ele tem características mais próximas a de um Empreendimento (sociedade anônima) do que propriamente de um Fundo. Em seguida, passou-se à discussão da minuta, destacando-se os dispositivos que ainda suscitam maiores polêmicas. O Colegiado, após analisar o projeto, deliberou submeter à audiência pública, até o dia 08.10.93, a minuta de Instrução, incumbindo a SDM de consolidar as sugestões apresentadas.” (Minuta de Instrução que Regulamenta os Fundos Imobiliários - Reg. Col. nº 084/93, Anexo: MEMO/GJ1/209/93, Relator: DIB):

necessariamente, ser instituição financeira. Nestes termos, os bens e direitos destinados à composição do patrimônio do fundo são adquiridos pelo administrador, em caráter fiduciário¹⁹. O administrador tem liberdade para dispor dos bens integrantes da carteira imobiliária, e adquirir outros bens com o resultado, subrogando os bens adquiridos nas restrições impostas pelo regulamento. Os quotistas, portanto, são desprovidos de propriedade sobre os bens integrantes da carteira do Fundo, e a eles é vedado o exercício de qualquer direito real sobre tais bens²⁰.

Tal estrutura, peculiar ao FII, desafia a sua classificação como condomínio, cujo fundamento é a propriedade, e demanda a perquirição acerca do objeto de suposta propriedade atribuída aos condôminos à luz da teoria condominial. Por outro lado, a propriedade fiduciária pode ser vista como mero instrumento à operacionalização das transferências e circulação de bens entre o fundo e terceiros, caracterizando, portanto, negócio indireto tendo por escopo a administração dos bens objeto do condomínio. Ambas as proposições, entretanto, devem passar pela identificação do sujeito ao qual diz respeito o patrimônio do Fundo, tarefa esta de elevada complexidade, tendo em vista a divisão entre propriedade, então conferida ao administrador, e o benefício oriundo do patrimônio, que cabe aos quotistas.

Outra característica própria com efeitos relevantes na configuração do FII é o patrimônio de afetação. Tal como ocorre com o *trust*, o patrimônio do FII não se confunde com o patrimônio geral do administrador, mas trata-se de patrimônio especial, totalmente distinto e separado do primeiro²¹. Os bens e direitos mantidos sob a propriedade fiduciária do administrador, bem como seus frutos e rendimentos, são dotados por Lei de regime

¹⁹ Neste aspecto, o FII pode ser comparado com as sociedades de investimentos quando operavam contas de terceiros: “Se a sociedade de investimentos é de capital variável, os poupadores (a) podem ser acionistas; ou (b) não o serem. (...) A sociedade de investimento da espécie (b), essa, recebe os capitais dos poupadores e faz o fundo comum, com que há de operar, fiduciariamente. Af, houve e persiste a concepção inglesa do trust, to trustee, que administra e tem a propriedade (trust property), e do cestui que trust (beneficiário)” (MIRANDA, Pontes de. **Tratado de Direito Privado, Parte Especial, Tomo LI**, 1ª edição, Campinas: Bookseller, 2007, p. 436-437)

²⁰ Art. 13, inciso I da Lei nº 8.668/93

²¹ Lei nº 8.668/93: Art. 6º - O patrimônio do Fundo será constituído pelos bens e direitos adquiridos pela instituição administradora em caráter fiduciário. Art. 7º - Os bens e direitos integrantes do fundo (...), bem como seus frutos e rendimentos não se comunicam com o patrimônio desta [administradora], observadas, quanto a tais bens e direitos, as seguintes restrições: (...).

especial de afetação, de forma que não integram o ativo do administrador, nem respondem por quaisquer obrigações deste último²².

Ademais, do patrimônio de afetação também decorre a *responsabilidade limitada dos quotistas do fundo*, exclusiva do FII comparativamente aos demais fundos de investimento. De acordo com o art. 13, inciso II da Lei nº 8.668/93, os quotistas não respondem 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”. Esta regra não é comum aos demais fundos de investimento, aos quais, embora também organizados como condomínios, a Lei não atribui o regime de afetação.

Também sob ponto de vista regulamentar, o FII parece estar trilhando o modelo das sociedades por ações, e destas se aproximando mais a cada dia. A IN CVM 472/08, seguindo a tendência geral do mercado de capitais, replica conceitos próprios da Lei Acionária, tais como os relativos a conflito de interesses, responsabilidade dos administradores, exercício do direito a voto e avaliação de ativos para integralização do capital social. Em 2011 foi editada a Instrução CVM 516/2011 dispondo sobre as regras aplicáveis à elaboração e divulgação das demonstrações financeiras, propondo que os critérios contábeis de reconhecimento, classificação e mensuração dos ativos e passivos, assim como o reconhecimento das receitas e apropriação de despesas dos Fundos de Investimento Imobiliário, sejam os mesmos aplicáveis às companhias abertas, com apenas algumas exceções próprias a atender particularidades do mercado imobiliário²³.

Diante deste cenário, indaga-se sobre as razões que levaram à escolha legislativa pela forma condominial, em que pese a malograda experiência com as sociedades de investimento. Quando da promulgação da Lei 4.728/65, o legislador permitiu a criação de veículos de investimento coletivo tanto sob a forma societária como sob a forma condominial. A estrutura legal seguia o modelo já proposto pela Portaria 309 de 30.11.1959, que se referia tanto a “fundos” em conta de participação como em condomínio.

²² Art. 11 da Lei 8.668/93.

²³ Art. 2º Os FII devem aplicar os critérios contábeis de reconhecimento, classificação e mensuração dos ativos e passivos, assim como os de reconhecimento de receitas e apropriação de despesas, previstos nas normas contábeis emitidas por esta Comissão aplicáveis às companhias abertas, ressalvadas as disposições contidas nesta Instrução.

A expressão “fundos de investimento” acabou então por abranger tanto as sociedades de investimento (constituídas como espécies societárias) como os fundos organizados sob a forma condominial²⁴. Ocorre que as sociedades não personificadas não ofereciam aos investidores a segurança própria das sociedades por ações. A sociedade por ações, por sua vez, foi considerada à época como um modelo inflexível, incapaz de acomodar as necessidades dos fundos de investimento, em especial, em relação às chamadas de capital²⁵. Neste contexto, as sociedades de investimento acabaram restritas à administração de carteiras de terceiros, com o tempo caindo em desuso e consolidando por definitivo a opção pelo condomínio.

Os fundos de investimento passaram então a ser classificados como condomínio embora com estrutura muito similar às das sociedades, emprestando ao novo tipo as características necessárias para sua eficiência e funcionamento em consonância com as regras próprias do mercado de capitais.

Neste contexto, também o FII foi dotado de extenso e sofisticado arcabouço regulatório, que procura suprir as lacunas de sua disciplina legal e a este empresta normas próprias das sociedades, não obstante defina-o a Lei como da espécie condominial. O esforço regulatório se justifica, visto que o Direito Societário é a pedra fundamental do Mercado de Capitais, mas, infelizmente, não impede o surgimento de discussões envolvendo a disciplina legal do FII, que por vezes resultam na invocação de regras próprias de Direito Civil, relativas ao condomínio, o que não contribui, mas tende a afetar adversamente a segurança jurídica necessária às relações no âmbito dos mercados organizados.

O cenário desenhado pelo histórico, construção e regulamentação do FII demanda e justifica o estudo sobre sua natureza jurídica sob perspectiva própria, apartada dos demais fundos de investimento, do qual é espécie. Embora a pesquisa deva navegar pelos institutos comuns aos demais fundos de investimento, como o negócio fiduciário, o condomínio e a sociedade, estes serão revisitados neste trabalho sob a ótica exclusiva do FII.

²⁴ PINTO, Luis Felipe Carvalho. Op. cit., p. 60-63.

²⁵ A despeito das normas constantes na Lei 4.728/65 acerca do capital autorizado, posteriormente aprimorada pela Lei 6.404/76, entendia-se o processo ainda complexo e demorado, por demandar a necessidade de deliberação da Assembléia Geral ou do Conselho de Administração. BARRETO FILHO, Oscar. Op. cit., p. 116.

O presente estudo foi então conduzido com o objetivo de testar os fundamentos das principais teorias relativas à natureza jurídica dos fundos de investimento à luz das peculiaridades do FII, identificando o instituto que melhor espelha sua essência, assim definindo a disciplina legal a esse aplicável.

Como complemento, pretendemos explorar os fatos e fundamentos históricos que têm motivado o que chamamos, em direito comparado, de “corporatização” do REITs, questionando, dessa forma, a viabilidade de adaptação da Lei Societária aos fundos de investimento em geral, seguindo a inspiração Europeia, que encontrou na criação das Sociedades de Investimento de Capital Variável (“SICAV’s”) a solução para a utilização da forma societária como veículo de investimento²⁶, superando o problema decorrente da tradicional rigidez de capital das sociedades.

Realmente, se considerarmos as sociedades por ações segundo a estrutura que lhes é atribuída nos dias de hoje, esta tenderia a impor certas dificuldades à dinâmica dos fundos, em especial no que diz respeito ao procedimento para aumento e redução de capital dos fundos abertos (o que por si só não justifica o seu abandono em relação aos fundos fechados). Por outro lado, desde que criado o FII, passaram-se quase 20 anos, e inúmeras leis foram editadas alterando a LSA. Se tivéssemos insistido com a utilização das sociedades na formatação de fundos de investimento, como o fez tantos outros países, nossa legislação, a exemplo da legislação americana e inglesa, poderia estar bem mais avançada.

O Direito é ciência que se renova, e, nas palavras de Ascarelli, “é através desta contínua adaptação de velhos institutos a novas funções que o direito, às vezes, se vai desenvolvendo; não raro, ostentando, então, a história do seu passado, nas formas, que permanecem idênticas, a despeito da renovação das funções”.²⁷

²⁶ MATIAS, Tiago dos Santos; LUIS, João Pedro A. Fundos de Investimento em Portugal. Análise do Regime Jurídico e Tributário. Coimbra: Almedina, 2008, p. 18.

²⁷ ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. São Paulo: Quorum, 2008, p. 154

Esta renovação, entretanto, não ocorre em um ambiente conformado, mas depende do espírito crítico daqueles que veem e vivem o Direito como instrumento de otimização das relações sociais.

Em que pese a discussão acerca de sua natureza jurídica, o FII reflete experiência bem sucedida do legislador, que pela combinação de diversos institutos concebeu veículo de investimento muito próximo ao *Real Estate Investment Trust*, dotado de modelo de gestão de investimentos dinâmico e eficiente, atrativo sob a perspectiva de diferentes grupos de investidores.

A construção legal que resultou na criação do FII, a nosso ver, é um exemplo da criatividade legislativa, que deve servir de inspiração para adaptação de outros institutos, motivando, desta forma, a renovação e inovação do direito. É essa a visão que nos impulsiona a realização do presente trabalho.

2. PRINCIPAIS FONTES JURÍDICAS DO FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

2.1. O *Trust*

2.1.1. Histórico

A compreensão do *trust* depende da recuperação de eventos históricos, dos quais extraímos o processo de formação e evolução do instituto. Como bem acentuado por René David, o *trust* “explica-se unicamente pela história”²⁸.

A figura do *trust* passou a ser delineada na Inglaterra a partir da conquista normanda, em 1066, ocasião em que as terras da nobreza foram tomadas por Guilherme I, que as concentrou em sua propriedade e estabeleceu o sistema feudal. A concessão das terras foi formalizada pelo Rei através do regime dos *tenures*, caracterizado pelo desdobramento do domínio das terras entre domínio direto, pertencente ao senhor, e domínio útil, pertencente aos vassallos, denominados *tenants*. No princípio, o Rei era o único *tenure*, e os concessionários originais, seus vassallos. Os vassallos, por sua vez, passaram a constituir outros vassallos, tornando-se, portanto, *tenures* destes últimos, e o Rei, senhor de todos os senhores.

Os direitos sobre a terra, conferidos pelo Rei aos seus vassallos, e assim sucessivamente, eram chamados de *interests*, ou *estates*. Esta denominação se explica pela ideia original do Direito Anglo-Saxão, de que ninguém, senão o Rei, ou melhor, a Coroa (*Crown*), teria a propriedade plena sobre a terra. Assim sendo, todos os demais direitos sobre a mesma eram tratados como interesses, e não, propriamente, como propriedade²⁹. A este respeito

¹ DAVID, René. **Os grandes sistemas de direito contemporâneo**. São Paulo: Martins Fontes, 1996. Apud COSTA, Judith H. Martins. Os negócios fiduciários: considerações sobre a possibilidade do acolhimento do “Trust” no Direito Brasileiro. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, ano 79, n. 657, p.39-60, jul. 1997.

²⁹Segundo Waters, *estate* era a medida de quanto tempo um homem era intitulado a permanecer na terra, ou seja, a deter sua posse (WATERS, Op. cit., p. 182). A concepção da propriedade como direito exclusivo da Coroa explica também a competência do Chanceler na validação dos *uses*. Conforme Waters: “Whatever it was the Chancellor was doing in enforcing the use, he was the senior judicial officer of the supreme authority in a jurisdiction that conceived of land as owned exclusively by that supreme authority, namely, the Crown. Any person other than the Crown could merely have a holding in land that entitled him to “best possession” (Ibidem, p. 178). Tradução livre: “Seja o que for que o Chanceler estava fazendo ao impor o uso, ele era o oficial judicial maior da autoridade suprema em uma jurisdição que concebia a terra como se de propriedade

importa esclarecer que os conceitos de *propriedade* e de *direito real* adotados nos sistemas de *Civil Law* divergem do conceito de propriedade concebido na *Common Law*, e, quando emprestados à análise de institutos do Direito anglo-saxão, em especial do *trust* — prática frequentemente adotada com o objetivo de proporcionar uma melhor compreensão do instituto sob a perspectiva civilista —, devem ser considerados com esta ressalva³⁰.

Retomando a história, característica peculiar do regime dos *tenures* era a submissão do *tenant* a certas restrições relativas ao uso e transferência da terra, sendo a maior parte delas relacionadas à sucessão hereditária³¹.

Além dessas restrições outras passaram a ser impostas, em especial sob o reinado de Rei Henrique VIII, desta vez tendo por alvo a acumulação de patrimônio por parte das corporações religiosas, principalmente através dos legados e doações pelos fiéis.

Tais limitações começaram a gerar tensão, que se alastrou em parcela expressiva da sociedade medieval inglesa: os *tenants*, que desejavam conservar suas terras livres dos ônus advindos da sucessão e assim atribuí-las aos herdeiros de sua escolha, e os monges, que desejavam poder adquirir os bens para sustento de seus mosteiros, escolas e igrejas.

Foi então que surgiram os *uses*, prática que correspondia à transferência da terra a terceiro, em caráter fiduciário, “para uso” (*to the use*) de outro. Por este meio, o terceiro (*feoffee to*

exclusiva daquela autoridade suprema, a saber, a Coroa. Qualquer pessoa outra que não a Coroa teria apenas a detenção da terra que lhe era intitulada para “melhor posse”.

³⁰ “Nos sistemas de tradição romana, a ideia fundamental é a da exclusividade da propriedade, concentrada em um único titular, não admitindo desmembramentos, a não ser aqueles previstos de maneira explícita pela lei, ou seja, os direitos reais são limitados àqueles enumerados taxativamente pela lei, prevalecendo o princípio *numerus clausus*. Já a formação do conceito no direito inglês parte do princípio de que a propriedade garantida por uma ação real não existe em relação aos imóveis, pois “ninguém, exceto o rei, seria capaz de concentrar em suas mãos a totalidade dos atributos da propriedade” (pois a propriedade correspondia à soberania) (DAVID, René. **O direito Inglês: a propriedade e o trust**. São Paulo: Martins Fontes, 1997. p.97). “Disso resultará um conceito segundo o qual, no direito inglês uma pessoa não teria uma propriedade plena sobre um imóvel, mas um determinado interesse, a que se denomina *estate*, não tendo especial relevância a distinção entre direitos reais e pessoais” (CHALHUB, Melhim Namem. **Trust**. Rio de Janeiro: Renovar, 2001. p. 15).

³¹ As mais conhecidas restrições eram: o *Escheat*, que determinava o retorno da terra ao suserano após a morte do vassalo (posteriormente se estendendo à morte de seu herdeiro), o *Relief*, pelo qual o herdeiro era obrigado a pagar a quarta parte da renda produzida ao suserano por aquisição de seu direito hereditário, o *Wardship*, que atribuíu ao suserano o direito às rendas relativas à exploração da terra até que o herdeiro menor do falecido vassalo completasse 21 anos, e o *Marriage*, que assegurava ao suserano o direito de indicar conjugue a um vassalo do qual fosse tutor e receber indenização se não houvesse casamento. SALOMÃO NETO, Eduardo. **O Trust e o direito brasileiro**. São Paulo: LTR, 1996, p. 12.

use) passava a ostentar a posição de titular da terra, devendo, entretanto, administrá-la de acordo com os interesses do transmitente (*cestui que use*).

O *use* era inicialmente desprovido de proteção jurídica no caso de quebra do dever por parte do fiduciário, pois, segundo o sistema da *Common Law*, este último se tornava o proprietário legal da coisa, podendo dar a esta o destino que melhor lhe prouvesse. Assim sendo, o relacionamento entre as partes baseava-se inteiramente na confiança, e a sanção para sua quebra ou abalo tinha alcance apenas moral.

Ocorre, entretanto, que nos casos de quebra de confiança dos fiduciários, e desprovidos de remédio junto às cortes da *Common Law*, os *cestui que use* passaram a acionar a Corte da Chancelaria, e não raro o Chanceler, após a análise do objeto do *use*, emitia ordens no sentido de fazê-lo cumprir-se com base no princípio da equidade. O resultado foi a validação dos *uses* com base nos princípios da *Equity*, em detrimento das regras mais rígidas da *Common Law*.

A este respeito, explica Orlando Gomes:

A posição do fiduciário (*trustee*), encarava-se diferentemente nas duas jurisdições. Para os tribunais comuns, era ele o único e verdadeiro proprietário dos bens, enquanto para a Corte de Chancelaria não passava de simples intermediário, ou, quando muito, proprietário provisório. Tinha este um direito legal (*legal right*), e, o beneficiário, um direito de equidade (*equitable right*), e, como prevalecia a equidade no conflito com a lei, o direito do beneficiário assegurava-se pelo recurso à Corte da Chancelaria. Por força dessa duplicidade, admitiu-se o desdobramento do direito, ficando o título de propriedade (*legal title*) com o fiduciário (*trustee*) e o domínio útil (*beneficial use*), com o beneficiário.³²

Obviamente, a validação dos *uses* trouxe perda patrimonial para os suseranos, em especial para o Rei. Assim, em 1535, o Rei Henrique VIII promulgou o *Statute of Uses*, que tinha por objeto a extinção dos *uses*, justificada como medida de combate à fraude. De acordo com o referido dispositivo, o beneficiário era considerado como único e legítimo titular dos direitos sobre a terra, e, portanto, era ele tomado por base para aplicação das restrições.

Não obstante a tentativa do Rei de extinguir os *uses*, a Corte da Chancelaria, de certa forma, continuou a decidir em prol dos mesmos, relativizando, de pouco a pouco, a

³² GOMES, Orlando. Contrato de Fidúcia (trust). **Revista Forense**, Rio de Janeiro, v. 211, p. 12.

aplicação do *Statute of Uses*, até que, entre os Séculos XVII e XVIII, adotou entendimento decisivo à consolidação do instituto em comento. Citada Corte passou a entender que, quando da constituição de dois *uses*, apenas o primeiro seria atingido pelo *Statute of Uses*, permanecendo intacto o segundo, o que levou as partes a praticar a constituição de dois *uses*, um seguido do outro, como forma de validar o segundo *use*, ao qual se atribuía a denominação de *trust*. Daí se origina a designação do instituto.

Em 1893, foi emitido o *Trustees Act*, condensando a jurisprudência da Corte da Chancelaria a respeito dos *trusts*. Foi então que o instituto tomou seus contornos decisivos³³.

2.1.2. Definição, Estrutura e Funcionamento

A definição de *trust* não é tarefa fácil, e encontramos na doutrina nacional e estrangeira conceitos que variam conforme o elemento tomado sob perspectiva e as teorias às quais se filiam os diversos autores.

Ao introduzir sua definição sobre o *trust* (abordada mais adiante), Eduardo Salomão Neto alerta para o fato de que qualquer conceituação deve revestir-se de caráter tipológico, de modo que os elementos que a compõe não precisem se manifestar todos cumulativamente para permitir o enquadramento de dada situação dentro de um respectivo conceito. Por outro lado, reconhece que o processo ao qual se chama definição implica na fixação de notações de verificação obrigatória, o que demanda um nível de abstração muito elevado, que tem o inconveniente de prejudicar o valor prático da definição, motivo pelo qual conclui tratar-se de processo que deveria ser evitado na maioria dos casos³⁴. Sob o mesmo fundamento, Waters atenta para o risco da utilização de definições pré-fixadas, em especial, no exercício da atividade jurisdicional, visto que sua aplicação pode ocorrer a casos futuros não previstos quando tal definição fora formulada³⁵.

Devemos concordar com Salomão e Waters, em especial quando nos referimos ao *trust*. Destarte, tamanha a flexibilidade oferecida pelo instituto, que o nível de abstração

³³ GOMES, Orlando, Op. cit., p. 12.

³⁴ SALOMÃO NETO, Op. cit., p. 20.

³⁵ Op. cit., p. 214

necessário ao seu completo e seguro enquadramento conduziria a uma definição vazia de conceitos jurídicos, mas voltada a sua estrutura e funcionamento, sobre os quais trataremos na sequência. Tal definição, pois, mais provavelmente resultaria em uma extensa descrição de seus mecanismos e variantes, e, ainda assim, dificilmente conseguiria abrigar todas as suas possíveis construções.

A dificuldade na concepção de uma definição homogênea para o *trust* é, de fato, reconhecida globalmente, inclusive pela doutrina inglesa, de modo que encontramos juristas de peso, como a seguir veremos, optantes por definições que, ao menos na percepção de um civilista, melhor descrevem do que definem o instituto. Tal prática se justifica pelas peculiaridades inerentes ao processo de formação do *trust*, uma vez que este foi formado por imperativos derivados de realidades históricas e sociais, às quais foi adaptado³⁶. Este fenômeno, diga-se de passagem, verifica-se na maioria dos institutos do Direito Anglo-Saxão.

Ressaltada a dificuldade, trataremos, neste tópico, de algumas das definições propostas pela doutrina estrangeira e nacional, para, a seguir, abordarmos, especificamente, a estrutura e funcionamento dos *trusts*, visto serem estes mais úteis à análise do que sua própria definição³⁷.

Uma das definições mais conhecidas e divulgadas na Inglaterra foi proposta por G. W. Keeton, o qual, segundo Waters, reclamou sua obra como sendo “o melhor que poderia fazer com um conceito construído empiricamente ao qual não se empresta definição” (tradução livre)³⁸. Dada a explicação, escreve Keeton³⁹:

³⁶ SALOMÃO NETO, Op. cit., p. 20.

³⁷ HAYTON, David; MATTHEWS, Paul ; MITCHELL, Charles. **Underhill and Hyton Law of Trusts and Trustees**. 14. ed. London: Butterworths, 1987. p. 3. SCOTT, Austin. **Scott on Trusts**. 4. ed. Boston: Little Brown and Company, 1987. Tais autores defendem que a definição do trust é de importância secundária, e serve apenas para resumir o efeito de várias regras que são responsáveis pelo conceito do *trust*, propondo, desta forma, que o instituto seja analisado por tais regras, citando, como inspiração, o Artigo 2 da *Hague Convention of the Applicable to Trusts and on Their Recognition* (Apud WATERS, D.W.M., Op. cit., p. 126).

³⁸ KEETON, G.W.; SHERIDAN, L.A. **The Law of Trusts**. 10. ed. London: Professional Books, 1974. p.5. Apud WATERS, D. M.W., Op. cit., p. 124.

³⁹ “All that can be said of a trust, therefore, is that it is a relationship which arises whenever a person called trustee is compelled in equity to hold property, whether personal or real, or whether by legal or equitable title, for the benefit of some persons (of whom he may be one, and who are termed beneficiaries) or some object permitted by law, in such way that the real benefit of property accrues, not to the trustees, but to the beneficiaries or others objects of the trust” (Idem, Ibidem, p. 124).

Tudo o que pode ser dito de um *trust*, portanto, é que consiste na relação que resulta quando uma pessoa denominada *trustee* é compelida com base nos princípios de equidade a deter a propriedade, seja pessoal ou real, ou ainda a título legal ou com base na equidade, para o benefício de algumas pessoas (das quais ela pode ser uma, e que são chamadas beneficiários) ou propósito permitido por lei, de modo que o real benefício da propriedade reverta, não para os fiduciários, mas para os beneficiários ou para outros propósitos do *trust*. (tradução livre)

Também o ilustre jurista inglês F. W. Maitland⁴⁰ curvou-se à complexidade do instituto⁴¹, igualmente optando por uma definição descritiva, assim conceituando o *trust*:

Quando uma pessoa tem um direito que ela é obrigada a exercer por conta de outrem ou para o cumprimento de algum propósito particular ela é dita como tendo tal direito em *trust* para aquele outrem ou para tal propósito e é chamada de *trustee*. (tradução livre)⁴²

Embora os ensinamentos de Maitland tenham exercido incomparável influência à criação de diretrizes para aplicação dos princípios da *Equity* no contexto da *Common Law*, sua definição de *trust* não teve a mesma recepção, por não contemplar o caráter real dos direitos atribuídos aos beneficiários, então tido como um dos principais diferenciais entre o *trust* e outros negócios fiduciários.

Philip H. Petit, autor inglês, nos trás a definição então recepcionada pelas Cortes Inglesas, e utilizada no *Judicial Trustees Act* de 1896, a qual também resulta de uma análise sob a perspectiva do *trustee*. Tal definição foi extraída do julgamento do caso *Green v. Russel*⁴³, e classifica o *trust* como uma *equitable obligation*, ou, na melhor tradução que podemos fazer de um termo que não encontra correspondência em nosso direito, uma obrigação estabelecida com base nos princípios de equidade:

O *trust* é uma obrigação estabelecida com base nos princípios de equidade, obrigando uma pessoa (que é chamada de *trustee*) a lidar com a propriedade sobre a qual tem o controle (que é chamada de *trust property*), tanto para o benefício de pessoas (que são chamadas beneficiários ou *cestui que trust*), das

⁴⁰ Maitland foi professor na Universidade de Cambridge no final do século dezenove e início do século vinte, e influenciou por demasiado a doutrina e jurisprudência sobre a aplicação dos princípios de Equity, em especial pela sua uma *Equity*.

⁴¹ Ao conceituar o *trust*, ressaltou Maitland: “It is a wide vague definition, but it is the best I can make” (CLAYTON, A. H.; WHITTAKER, W. J. **Equity**. Cambridge: University Press, 1936. p.44. Apud WATERS, D.W.M., Op. cit., p. 126).

⁴² “When a person has the right which he is bound to exercise upon behalf of another or for the accomplishment of some particular propose he is said to have those rights in trust for that other or for that purpose and he is called trustee” (Idem, Ibidem, p. 126).

⁴³ WATERS, D.W.M., Op. cit., p. 215.

quais ela pode ser uma, e qualquer uma das quais pode impor a obrigação, ou para um propósito de caridade, que pode ser imposto na instância do Procurador Geral, ou para algum outro propósito então permitido por lei”. (tradução livre)⁴⁴ (grifo nosso)

Nenhuma das definições citadas acima, entretanto, faz menção expressa à duplicidade da propriedade, conceito importante à compreensão do instituto. Assim sendo, a fim de suprir tal omissão, citamos a definição proposta na doutrina americana por Robert L. Mennel, a saber:

Um *trust* é uma relação fiduciária intencionalmente criada com respeito à propriedade na qual o título legal está no *trustee*, mas o benefício da propriedade está em outra pessoa. Uma relação fiduciária que impõe deveres “fiduciários” para o *trustee* para o benefício do beneficiário. Estes deveres fiduciários são o sangue vital da relação. (tradução livre)⁴⁵ (grifo nosso)

Já Pierre Lappoule, precursor da teoria da afetação (a ser analisada a seguir), cuja influência fora decisiva à introdução do *trust* nos países da América espanhola através da adequação do instituto do fideicomisso, considera o *trust* uma afetação patrimonial, destinada ao cumprimento de uma finalidade específica:

El trust es una afectación de bienes garantizada por la intervención de un sujeto de derechos, que tiene la obligación de haber todo lo que sea razonable necesario para realizar esa afectación, y que es titular de todos los derechos que sean útiles para cumplir dicha obligación⁴⁶.

Observe-se que a dificuldade em definir o *trust* se agrava quando o instituto é tratado por doutrinadores de tradição romanística. Deveras, não encontramos na *Civil Law* conceitos que traduzam os preceitos da *Common Law* e a noção de dupla propriedade, de modo que há certa tendência na doutrina civilista, incluindo a nacional, em definir o *trust* a partir de seus elementos e processos constitutivos, evitando abordagens atreladas à natureza do instituto. Tal tendência se verifica, por exemplo, na definição utilizada por Arnold Wald e

⁴⁴ “A trust is an equitable obligation, binding a person (who is called a trustee) to deal with property over which he has control (which is called the trust property) either for the benefit of persons (who are called the beneficiaries or *cestui que trust*) or whom he may himself be one, and any one of whom may enforce the obligation, or for a charitable purpose, which may be enforced at the instance of the Attorney General, or for some other purpose permitted by law though enforceable” (PETIT, Philip H. **Equity and the law of trusts**. Londres, Butterworths, 17 ed., 1993, p.23. Apud CHALHUB, Melhim Namem. Op. cit., p. 31).

⁴⁵ “A trust is an intentionally created fiduciary relationship with regard to property in which legal title is in the trustee, but the benefit of the ownership is in another person. The trust relationship imposes “fiduciary” duties upon the trustee for the benefit of the beneficiary. These fiduciary duties are the life-blood of the relationship” (MENNEL, Robert L. **Wills and Trusts in a nutshell**. Saint Paul: West Publishing, 1994. p. 170).

⁴⁶ LAPPOULE, Pierre. La naturaleza del trust. México, **Revista general de derecho y jurisprudencia**, v. III, p. 115, 1932.

Eduardo Salomão Neto, ambos os quais consideram o *trust* uma “transferência de propriedade”⁴⁷.

Abordadas suficientes tentativas de definição do instituto, passemos a sua estrutura e funcionamento.

Em linhas gerais, podemos dizer que o *trust* é estruturado sobre quatro principais alicerces: o instituidor (*settlor*, *grantor* ou *trustor*), o fiduciário (*trustee*), o patrimônio (*res*), e os beneficiários (*cestui que trust*). Em algumas espécies de *trust* pode ocorrer de uma ou mais destas figuras estarem ausentes. Para melhor compreensão do instituto, e seguindo a prática da melhor doutrina acerca do tema, trataremos a seguir da estrutura dos *express trusts*, correspondente aos *trusts* formados por expressa manifestação do instituidor, onde todas as citadas figuras são encontradas⁴⁸.

O *trust* é constituído por um ato unilateral de vontade do instituidor (*settlor*), mediante a destinação de certo patrimônio (*res*) para uma finalidade específica, e sua transferência para uma determinada pessoa (*trustee*), para que cumpra com esta finalidade, administrando os bens e direitos em favor de terceiros, chamados beneficiários (*cestui que trust*), nos quais o instituidor pode estar presente ou até mesmo ser o único.

⁴⁷ Segundo Wald, o *trust* seria “[...] a transferência da propriedade de bens a um administrador, por um determinado período de tempo, em certas condições, para que o patrimônio seja gerido e reverta em favor de um beneficiário, que pode, inclusive, ser o proprietário original” (WALD, Arnaldo. Algumas considerações a respeito da utilização do “Trust” no Direito Brasileiro. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 99, p. 109, 1995). Salomão Neto, na mesma linha, considera o *trust* como “[...] a transferência de propriedade ou titularidade sobre um bem corpóreo, móvel ou imóvel, ou incorpóreo, como os direitos, a um terceiro denominado “trustee”, a quem incumbe exercer os direitos adquiridos em benefício de pessoas designadas expressamente no instrumento criador do *trust*, ou indicadas pela lei ou jurisprudência na falta de tal instrumento, chamadas de beneficiários ou “cestui que trust” (SALOMÃO NETO, Eduardo. Op. cit., p. 20).

⁴⁸ Os *trusts* são classificados pela doutrina inglesa de acordo com o método de sua constituição, sendo assim divididos entre duas principais categorias: os *express trusts* e os *implied trusts*. Os *express trusts* são também conhecidos como *voluntary trusts*, e são os *trusts* constituídos por expressa manifestação de vontade pelo *settlor*. Já os *implied trusts* são aqueles decorrentes da operação da lei, criados com o objetivo de fazer justiça entre as partes quando não há clara indicação de que o *settlor* tinha real intenção de criar o *trusts*. De ambas as classificações acima derivam outras tantas classificações, consideradas sob diferentes perspectivas. Os principais atributos considerados na classificação dos *trusts* são: a forma como são criados, a voluntariedade, o propósito, a legalidade e o tipo de beneficiário. Para mais detalhes acerca da classificação dos *trusts* recomendamos nossa obra: TERPINS, Nicole M. H. Algumas Considerações sobre o Trust e as Perspectivas de sua Assimilação no Direito Brasileiro, **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, v. 153/154, jan./jul. 2010, p. 175-176.

Pela transferência dos bens ao fiduciário, o instituidor, salvo se de outra forma fizer prever no instrumento constitutivo do *trust*, esvai-se de seu direito ou de qualquer atributo decorrente da propriedade, que é então fracionada e passa a ser exercida em determinados aspectos, mais precisamente, nos aspectos formais, pelo fiduciário, e, em outros aspectos, notadamente relacionados ao benefício da propriedade, pelos beneficiários. Cria-se então uma nova relação, composta por obrigações, a cargo do *trustee*, e correspondentes direitos, por parte dos beneficiários, todos os quais versam sobre um mesmo patrimônio, aquele dado em *trust* pelo instituidor⁴⁹.

Da estrutura e funcionamento do *trust*, conforme abordamos acima, extraímos suas principais características:

- a) A coexistência sobre o mesmo bem de dois direitos de propriedade, sendo do *trustee* a *legal property* ou *legal estate* (propriedade legal), e do beneficiário a *equitable property* ou *equitable estate* (propriedade substancial, beneficiária ou econômica);
- b) A destinação da propriedade para um propósito específico, extraído do conteúdo da manifestação de vontade (intenção) do *settlor* quando da constituição do *trust*;
- c) A imposição de deveres ao *trustee* de acordo com os princípios da equidade, que, por consequência, geram direitos aos beneficiários de recorrer às cortes de *equity* para fins de fazer cumprirem tais deveres;
- d) A existência do direito de seqüela conferidos aos beneficiários (salvo contra terceiros de boa fé), resultante da combinação entre o seu direito real em relação à propriedade e o direito de ação junto aos tribunais de *equity*.
- e) A existência de uma relação de confiança entre as partes.

No que diz respeito aos itens (c) e (d) acima, importa ressaltar que a quebra de *trust*, assim considerado o descumprimento dos deveres a cargo do fiduciário, faculta não só o exercício do direito de seqüela e a execução específica da obrigação (*injunctions*) por parte

⁴⁹ WATERS, D.M.W., Op. cit., p. 130.

dos beneficiários, mas também o direito de substituir o *trustee* e exigir reparação pelos danos causados pelo mesmo.

Observa-se, portanto, que os beneficiários são dotados tanto de direitos reais como de direitos pessoais em relação ao *trustee* e ao patrimônio, sendo a presença dos primeiros (direitos reais) o principal ponto de diferenciação entre o *trust* e outros negócios fiduciários inominados concebidos pela nossa doutrina brasileira, como veremos adiante.

2.1.3. Responsabilidades perante Credores do *Settlor*, do *Trustee* e dos Beneficiários

Os bens ou direitos constituídos em *trust* deixam de integrar o patrimônio do *settlor* desde o momento em que o ato de constituição é formalizado, passando a formar o patrimônio do *trustee*. Assim sendo, os bens conferidos em *trust* não podem ser alcançados pelos credores do *settlor*, salvo no caso de fraude, em que o ato de constituição pode ser anulado⁵⁰.

Embora passem à propriedade do *trustee*, os bens ou direitos dados em *trust* formam um patrimônio separado do resto do seu patrimônio, e, portanto, não respondem pelas dívidas pessoais do mesmo e tampouco ingressam em sua massa concursal no caso de insolvência. Restritas exceções são baseadas na titularidade aparente (*reputed ownership*) ou no caso de ilicitude do *trust*, pautados no princípio de que os credores não podem ser fraudados por basearem suas expectativas de garantia na aparência do patrimônio do devedor.

Em relação aos credores dos beneficiários, em regra, estes somente poderão executar os bens e direitos objeto do *trust* se o respectivo beneficiário for também o instituidor do *trust* (caso dos *passive trusts*), ou se os ativos foram transferidos de forma fraudulenta⁵¹.

A compreensão da estrutura de responsabilidades no *trust* é muito importante, tendo em vista sua influência e similitude quanto à estruturação do FII.

⁵⁰ Como meio de prevenção à fraude, o direito inglês contempla espécie de ação revocatória falimentar nos casos de *trusts* constituídos a título gratuito ou mediante contraprestação desproporcional, desde que a constituição seja verificada nos dois anos anteriores à falência, havendo igualmente uma ação revocatória ordinária para os casos em que a constituição implique em desfalque do patrimônio do *settlor*, em fraude a execução ou contra credores. HALBACH JR., Edward. **Trusts**. Gilbert Law Sumaries. 13 ed., Chicago, Thompson West, 2008, p. 6-16.

⁵¹ HALBACH JR., Edward. Op. cit., p. 10-12.

2.2. Natureza Jurídica do *Trust*

É mais comum encontrarmos, na doutrina anglo-saxã, análises comparativas entre o *trust* e outras figuras da *Common Law* do que abordagens específicas acerca de sua natureza jurídica. São frequentemente comparados ao *trust* a agência (*agency*), o depósito (*bailment*), o contrato, o empréstimo (*debt*), o mandato (*mandate*), entre outros, comparações estas que conduzem à inegável distinção entre tais institutos⁵². A natureza jurídica do *trust* é então melhor abordada entre os operadores da *Common Law* como parte do processo de definição, ou da abordagem de aspectos conceituais relativos à sua formação.

Neste contexto, com base na definição legal adotada pelas Cortes Inglesas, conforme vimos acima, Waters classifica o *trust* como uma “equitable obligation”, expressão esta de difícil compreensão para os civilistas, visto que desprovida de significado fora do ambiente da *Common Law*. Em suma, tal expressão deseja traduzir a obrigação do *trustee* de respeitar os direitos dos beneficiários em relação ao patrimônio dado em *trust*, obrigação esta exequível apenas com base na *Equity*, visto que decorrente de conceito de propriedade reconhecido originalmente apenas sob a jurisdição da Chancelaria.

Nestes termos, se preocupa o autor em deixar claro que o direito conferido aos beneficiários é de natureza real, a fim de afastar a dúvida a respeito de seu caráter pessoal, ainda defendido por alguns juristas. Para tanto, Waters nos reporta para o ano de 1648, quando, por decisão do Lord Nottingham, restou consignado, com a merecida clareza, o caráter de propriedade (*proprietary interest*) dos direitos atribuídos aos *cestui que trust* sobre a *res*, os quais, portanto, não se restringiam à possibilidade de ação indenizatória contra o *trustee*⁵³.

Por outro lado, esclarece Waters que, atualmente, em decorrência de conceitos desenvolvidos em meados do Século XIX sob a influência do Lord Hardwicke e Lord Eldon, ganhou expressão o entendimento de que o *trust* seria uma relação fiduciária, baseada, portanto, na confiança, sem, entretanto, descaracterizar o caráter real dos direitos

⁵² MENNEL, Robert L., Op. cit., p. 175-185, WATERS, D.W.M., Op. cit., 264 – 276. HALBACH JR., Edward. **Trusts**. Gilbert Law Sumaries. 13 ed., Chicago, Thompson West, 2008, p. 6-16.

⁵³ WATERS, D.W.M., Op. cit., p. 201-203.

conferidos aos beneficiários. Tal conceito foi necessariamente introduzido no ordenamento inglês em vista às alterações percebidas durante a evolução industrial, tais como a profissionalização dos *trustees*, o aumento do poder discricionário a estes conferido, e, conseqüentemente, a necessidade de se atribuir segurança ao mercado quanto à responsabilidade dos gestores pela administração eficiente de suas carteiras⁵⁴.

Em que pese a propriedade dos argumentos que sustentam referida tese, ainda esbarramos em teorias que defendem o caráter eminentemente pessoal do direito conferido aos beneficiários, ou que consideram o *trust* como um patrimônio de afetação.

Eduardo Salomão Neto reuniu em sua monografia algumas das principais teorias encontradas no direito comparado acerca da natureza jurídica do instituto, dividindo sua análise em duas diferentes abordagens, *imediata* e *mediata*, a primeira focada no estudo isolado sobre o alcance e significado dos elementos internos do *trust*, e a segunda privilegiando sua função, seu significado e impacto sobre o sistema jurídico⁵⁵.

Sob a abordagem *imediata*, Salomão considerada três diferentes teorias, que então conceituam o *trust* como: um *direito obrigacional do beneficiário*; um *patrimônio autônomo*; e uma *divisão da titularidade entre os beneficiários e o trustee*.

Passemos a abordar cada uma individualmente:

a) Direito obrigacional do beneficiário

Tal teoria propõe assentar-se o instituto sobre a relação obrigacional entre o beneficiário e o *trustee*, sendo este último o verdadeiro titular dos bens sob *trust*. Sob esta perspectiva, o beneficiário seria apenas um credor do *trustee* por obrigações de dar e/ou fazer.

Segundo Melhin Namen Chalhuh⁵⁶, referida teoria (de que o beneficiário seria apenas credor) é baseada na doutrina de F.W. Maitland, e sustenta que os direitos conferidos aos beneficiários seriam apenas direitos *in personam*, pois não seriam oponíveis contra

⁵⁴ Idem, Ibidem, p. 201-203.

⁵⁵ SALOMÃO NETO, Op. cit., p. 58.

⁵⁶ CHALHUB, Melhim Namen. Op. cit., p. 70.

terceiros, a exemplo, terceiros de boa fé. Entretanto, ressalta o autor que a inoponibilidade a terceiros de boa fé também se verifica nos direitos reais, de modo que não seria suficiente para retirar os direitos dos *cestui que trust* deste campo.

Essa teoria, de fato, mereceu várias críticas da doutrina, pautadas, em especial, no direito de sequela conferido ao beneficiário, o qual, não há dúvidas, reflete de uma característica própria dos direitos reais.

b) Patrimônio autônomo

Essa teoria tem origem nas ideias de Pierre Lappoule⁵⁷, segundo o qual o *trust* constituiria um patrimônio separado e autônomo, desprovido de titular. Sua teoria repercutiu forte influência na adequação do fideicomisso nos países da América espanhola.

Tal teoria, entretanto, também não se presta à correta concepção do *trust*. Ocorre que tanto o *trustee*, como o beneficiário, ostentam direitos e obrigações inerentes à titularidade sobre o bem, ainda que esta esteja restrita a determinados aspectos da propriedade.

Eduardo Salomão Neto escreve que seria melhor dizer que o *trust* é um patrimônio com muitos titulares do que sem nenhum titular⁵⁸.

c) Divisão da Titularidade entre Trustee e Beneficiário

A terceira teoria, e aquela que recebeu melhor acolhimento na doutrina e jurisprudência, assimila o instituto como uma divisão do direito de propriedade, ou titularidade sobre os bens objeto do *trust*, entre o *trustee* e os beneficiários. Essa tese tem fulcro no fato de que, conforme abordamos acima, o *trustee* detém a propriedade ou titularidade legal dos bens (*legal title*), e o beneficiário a propriedade derivada da *equity* (*equity estate*) que se manifesta, principalmente, pelo direito de sequela conferido a este último.

⁵⁷ LAPPOULE, Pierre. La naturaleza del trust. México, **Revista general de derecho y jurisprudencia**, v. III, 1932.

⁵⁸ SALOMÃO NETO, Eduardo. Op. cit., p. 63.

Essa teoria, como dito alhures, ganhou força nas reiteradas decisões por parte do Lord Nottingham em meados do Século XVII, e prevalece até hoje, adotada pela doutrina e jurisprudência mundialmente predominante.

Pela abordagem *mediata* de Salomão, o *trust* seria considerado uma relação fiduciária entre os *trustees* e os beneficiários, conforme já abordamos acima.

Entretanto, importa que fique claro que a relação fiduciária concebida pelo Direito Anglo-Saxão e aplicada na definição da natureza jurídica do *trust* não se confunde com a fidúcia concebida na tradição romana e germânica. Passemos então à análise do *trust* enquanto negócio fiduciário e as principais diferenças entre tais institutos.

2.3. Dificuldades na assimilação do *Trust* no sistema jurídico brasileiro

A discussão acerca da assimilação do *trust* pelos países da *Civil Law* é debate que vem há tempos ocupando tanto civilistas como operadores da *Common Law*. É claro que o debate é compreensível, tendo em vista a importância que o *trust* vem ganhando mundialmente, e a dificuldade dos sistemas da *Civil Law* de entender e recepcionar o instituto. Tal dificuldade se agrava quando considerada a tendência dos juristas de tradição romanística de explicar o instituto segundo os conceitos civilistas, e dos juristas anglo-saxões de rebater os argumentos civilistas com interpretações recheadas de conceitos da *Common Law*⁵⁹.

Por outro lado, o esforço de alguns países da *Civil Law* em recepcionar o *trust* tem surtido ótimos resultados, de modo que encontramos hoje soluções criativas que, a exemplo do FII, possibilitam o alcance de resultados muito similares, e, em alguns casos, até mesmos superiores àqueles almejados pela utilização do instituto anglo-saxão.

Os principais pontos de preocupação dos estudiosos civilistas em relação ao acolhimento do *trust* estão relacionados ao conceito de propriedade na tradição romano-germânica, e suas características.

⁵⁹ Waters cita, a exemplo, a discussão acerca do usufruto, e a tentativa dos juristas da *Common Law* de classificá-lo como um desdobramento do direito de propriedade, a fim de rebater o argumento civilista de que a propriedade deve ser tida como um conceito uno e indissociável. WATERS, D.W.M., in. ob.cit., p. 343.

O conceito de propriedade construído originalmente no direito anglo-saxão era baseado em *estates*, conceito este criado durante o regime feudal, baseado na premissa de que somente o Rei exerceria o direito de propriedade em sua plenitude. Os juristas da *Civil Law* — que, inclusive, defendem que com o desaparecimento do sistema feudal o conceito de *estates* teria se tornado anômalo —, pregam a concepção de propriedade absoluta, que, segundo estes, aliada aos direitos sobre propriedade de terceiros, deve traduzir o conceito moderno de propriedade⁶⁰.

De acordo com os juristas nacionais, a propriedade se caracteriza por ser absoluta, exclusiva e irrevogável, sendo estes os seus principais atributos⁶¹. Pelo caráter absoluto da propriedade, entende-se a prerrogativa do proprietário de dispor da coisa como bem entender, sujeito apenas a determinadas limitações, impostas no interesse público ou pela coexistência do direito de propriedade de terceiros. Pelo seu caráter exclusivo, prega-se que a mesma coisa não pode pertencer com exclusividade e simultaneamente a duas ou mais pessoas. Nestes termos, o direito do proprietário sobre determinada coisa exclui a possibilidade de que qualquer outra pessoa detenha o mesmo direito sobre aquela coisa⁶². Tal atributo vem expresso no art. 1.231 do Código Civil Brasileiro. Por irrevogável entende-se que, uma vez adquirida, em regra a propriedade não pode ser perdida senão pela vontade do proprietário. Seria, portanto, perpétua a propriedade, visto que ela subsiste independentemente de seu exercício⁶³.

O conceito de propriedade que vigora em nosso direito codificado encontra suas raízes nas origens mais remotas do Direito romano, ganhando reforço com a instituição do Código de Napoleão em 1804⁶⁴. Nestes termos, o conceito de propriedade se encerra em si mesmo, e quaisquer direitos e interesses que a estes se assemelhem seriam tratados como direitos sobre propriedade alheia.

Tendo em vista os atributos da propriedade, não se admite entre os civilistas o seu desmembramento, como ocorre no caso do *trust*. Admite-se, sim, que haja o

⁶⁰ WATERS, D.W.M., Op. cit., p. 342.

⁶¹ MONTEIRO, Washington de Barros. **Curso de Direito Civil**. 23ª Edição, São Paulo: Saraiva, 1984, p. 89.

⁶² Em latim: *duorum vel plurium dominus in solidum esse non potest*. MONTEIRO, Washington de Barros. Op. cit., p. 89.

⁶³ MONTEIRO, Washington de Barros. Op. cit., p. 89-90.

⁶⁴ HAWARD, Carly, Op. cit., p. 5.

desmembramento de certas parcelas da propriedade, e sua constituição em direitos separados, em favor de terceiros⁶⁵. Entretanto, tais direitos se manifestam como limitações, ou restrições, do direito de propriedade, que gravam a propriedade detida por um indivíduo em favor de terceiros, mas de modo algum a excluem ou geram para tais terceiros direito concorrente com o do proprietário. A propriedade é, pois, tida como parte nuclear ou central de todos os demais direitos reais, que se manifestam como modificações ou limitações do direito de propriedade, ao passo que o direito de propriedade pode existir independentemente da existência de outro direito real em particular, enquanto que os demais dependem desta para existir. O desmembramento de propriedade próprio do *trust* ocorre com a divisão entre propriedade legal e beneficiária⁶⁶, esta a qual só é possível em virtude do histórico e evolução do direito de propriedade próprio do Direito Anglo-Saxão, fundamentado na *Equity* e fortalecido ao longo do tempo na mesma proporção desta última.

Ainda no que diz respeito aos atributos da propriedade e dos direitos reais desta decorrentes, fazemos a devida referência ao princípio *numerus clausus*. É princípio básico decorrente de prática comum nos sistemas da *Civil Law* a codificação dos direitos reais de forma taxativa, de modo que não são reconhecidos quaisquer outros direitos reais que não aqueles. Consequentemente, a concepção de outros direitos reais além daqueles codificados somente é possível por iniciativa legal. Dessa forma, ausente qualquer disposição legal que venha a classificar os direitos conferidos aos beneficiários do *trust* como reais, não poderiam as cortes civis fazê-lo, e tampouco justificar o direito de sequela como decorrência de um direito real sobre o bem perseguido. Por esta, dentre outras razões, W.F. Fratcher indica que princípio *numerus clausus* é a principal barreira doutrinária à recepção do *trust* pelos países da *Civil Law*⁶⁷.

Além dos já citados obstáculos⁶⁸, encontramos no Brasil duas outras importantes barreiras à assimilação do *trust* segundo sua original concepção.

A primeira decorre do princípio contido no artigo 591 do Código de Processo Civil, de que o devedor deve responder com todo o seu patrimônio pelo cumprimento de suas obrigações,

⁶⁵ Idem, Ibidem, p. 5.

⁶⁶ WATERS, D.W.M., Op. cit., p. 343.

⁶⁷ **International Encyclopedia of Comparative Law**, Vol. VI, Mohr, Tubingen, 1973, Cap. 11, Trust, p. 89.

⁶⁸ O conceito de propriedade, do qual decorre também a sua indivisibilidade, está expresso no artigo 1.228 do Código Civil, e a regra do *numerus clausus* encontra-se no seu artigo 1.225.

ressalvada expressa previsão legal. Nas palavras de Wald, a luz de tal dispositivo, “salvo estipulação legislativa em contrário, qualquer bem do devedor pode, em tese, ser objeto de execução, não havendo como opor a qualquer credor do fiduciário o contrato existente entre ele e o fiduciante”⁶⁹.

Diante de tal vedação, não resta dúvidas de que qualquer tentativa proposta sob uma concepção contratualista do *trust* encontraria fortes obstáculos, inviabilizando o atingimento dos resultados esperados. Nestes termos, a importação do instituto na construção de qualquer negócio jurídico sujeito à jurisdição local deve ser precedida de expressa previsão legal, da qual decorram efeitos *in rem*, a exemplo do regime de afetação dos Fundos de Investimento Imobiliário, sobre o qual falaremos mais adiante. Também o Contrato de Fidúcia constante do Projeto do Código das Obrigações adotava este conceito, de forma que lamentamos não ter sido aprovado.

Por outro lado, ainda que apartado o óbice à tipificação legal do instituto, haveria ainda outro obstáculo a ser superado para que pudéssemos vislumbrar a sua adoção eficiente: a questão tributária.

No México, onde o fideicomisso foi adaptado de forma a aproximar-se do *trust*, a classificação do instituto para fins fiscais gerou intransponível barreira ao seu desenvolvimento. Jorge Alfredo Dominguez Martinez explica a situação:

Y no son las autoridades fiscales, las autoridades oficiales, sino el gobierno federal el que regula este nuevo reglamento, poniendo de esta forma, um freno al fideicomisso gravándolo de una manera indiscriminada, torpe, errónea y todo, simplemente por política fiscal. (Martinez, 2005, p. 221)⁷⁰

Na Itália, inúmeras discussões surgiram após a sua adesão à Convenção de Haia, tornando necessária a alteração da legislação tributária com o objetivo de adequá-la às normas relativas ao reconhecimento dos *trusts* estrangeiros⁷¹.

⁶⁹ In Op. cit..., p. 111.

⁷⁰ MARTÍNEZ, Jorge Alfredo Domínguez. El Fideicomisso em México. **Actividades Institucionales**, n. 32, p. 221, Dez. 2005.

⁷¹ SACCARDO, Nicolas, Op. cit..., p. 20-24.

Waters também abordou a problemática ao tratar da discussão relativa à natureza dos direitos conferidos aos beneficiários do *trust*, e as questões tributárias que podem advir a respeito de quem seria o titular da propriedade e direitos a esta relativas⁷²:

A conceituação é concernente às diferenças entre um direito pessoal contra outro (o *trustee*) para atingir o direito de alguém à distribuição de propriedade, uma demanda direta quanto à propriedade; litígios fiscais tomarão quase sempre a forma de um duelo entre as autoridades fiscais que alegam “simples senso comum” na abordagem do caso e os contribuintes que irão argumentar com base na análise conceitual da situação. (tradução livre)

Assim sendo, a não ser que seja feita expressa menção legal quanto à classificação do instituto para fins tributários, certamente haverá dúvidas quanto à correta identificação do fato gerador, e, conseqüentemente, do momento da incidência tributária sobre a transferência de propriedade de e para o *trustee*.

A exemplo dos Fundos de Investimento Imobiliário, far-se-á necessária a criação de legislação específica, a fim de evitar (i) a confusão entre o patrimônio do *trustee* e aquele sujeito ao *trust*; (ii) a dupla tributação sobre o mesmo fato gerador (*e.g.* tributação quando dos rendimentos a nível do *trustee* e também dos beneficiários) e (iii) a ocorrência de fatos geradores sem conteúdo econômico (*e.g.* transferência dos bens para o *trustee*). A combinação desses fatores, traduzidos ao Fundo de Investimento Imobiliário, aproximam-no materialmente do *trust*, e, como veremos neste trabalho, autorizam entendimento já então expressado em nossa doutrina de que esse seria o instituto que no Brasil mais se assemelha ao *trust* anglo saxão.

2.3.1. O Contrato de Fidúcia: Tentativa Brasileira de Importação do *Trust*

Na década de 50, sob a denominação de Contrato de Fidúcia, foi objeto dos artigos 672 a 683 do Projeto do Código das Obrigações elaborado pela comissão dos renomados juristas Caio Mário Pereira da Silva, Orozimbo Nonato, Sylvio Marcondes, Teófilo Azevedo Santos, Nehemias Queiros e Orlando Gomes, a figura que poderia ter vindo a ser o “*trust* brasileiro”.

⁷² “The conceptualist is concerned with the differences between a personal right against another (the trustee) in order to assert one’s right to property distribution, a direct claim to property; tax litigation will almost always take the form of a duel between the tax authorities who argue “plain common sense” in their approach to the issue and the taxpayer who will argue on the basis of a conceptualist analysis of the situation” (In Op. cit., p. 275).

Orlando Gomes definiu o Contrato de Fidúcia como sendo o negócio pelo qual “mediante a transferência de bens móveis ou imóveis que formem patrimônio separado, confere uma pessoa a outra o encargo de administrá-los em proveito de outrem, a quem deve entregá-los a certo tempo ou sob determinada condição”⁷³.

Referido autor reconhece que o Contrato de Fidúcia não se trata de figura idêntica ao *trust* com todas as suas implicações práticas e teóricas, mas sim de um negócio similar que incorpora os principais elementos úteis ao instituto.

De fato, o Contrato de Fidúcia apresenta importantes similitudes com o *trust*, em especial quanto aos resultados alcançados pela sua celebração. Por outro lado, há duas grandes diferenças entre o Contrato de Fidúcia e o instituto anglo-saxão.

A primeira decorrente do fato de que o instituto brasileiro foi concebido como forma de contrato. Assim sendo, é imprescindível sua celebração por escrito, respeitadas ainda as formalidades legais com relação à transferência de direitos reais⁷⁴. Outrossim, por ser figura contratual, não poderia o Contrato de Fidúcia ser objeto de testamento ou de declaração unilateral de vontade.

A segunda grande diferença está relacionada à exclusividade da propriedade. Distintamente do que ocorre no *trust*, o fiduciário receberia a propriedade plena sobre bem, pesando-lhe apenas uma espécie de gravame. Tal gravame decorreria do caráter resolúvel da propriedade, a qual estaria sujeita ao implemento do termo ou condição estabelecida pelo fiduciante.

Similitude entre o *trust* e o Contrato de Fidúcia era o patrimônio separado. A este respeito, esclarece Caio Mário Pereira da Silva, que “o mecanismo do contrato de fidúcia pressupõe a noção de “patrimônio separado”, pois que, adquirindo os bens, o fiduciário, sob esta condição, deve conservá-los”⁷⁵.

⁷³ GOMES, Op. cit., p. 12-13.

⁷⁴ PEREIRA, Caio Mário da Silva, Op. cit., p. 432.

⁷⁵ PEREIRA, Caio Mário da Silva, Op. cit., p.432-433.

Neste aspecto, temos que a propriedade fiduciária constituída por meio do Contrato de Fidúcia se assemelha à propriedade fiduciária do administrador nos Fundos de Investimento Imobiliário, o que reforça a ideia de que o caminho para a instituição do *trust* é a criação de figuras jurídicas pelas quais se instrumentalize o patrimônio de afetação.

A adoção legislativa do Contrato de Fidúcia certamente traria inúmeros benefícios para a sociedade. Entretanto, o Projeto acabou sendo retirado do Congresso Nacional em 1967, mas continua sendo fonte de inesgotáveis estudos jurídicos.

2.4. O *Trust* como Negócio Fiduciário

A concepção brasileira de negócio fiduciário foi desenvolvida com base nos conceitos próprios da Fidúcia romana, radicada na ideia clássica da *fides*. Caracteriza-se pela atribuição de um direito pleno e incondicionado de propriedade, que envolve o poder de abuso de uma parte em relação à outra⁷⁶.

De acordo com Paulo Restifffé Neto, a fidúcia romana tem sua origem na Lei das XII Tábuas, vindo a ser encontrada em textos interpolados do Digesto. Ela foi introduzida inicialmente como uma regra de comportamento aceita pela coletividade, até que se tornou norma obrigatória corporizada no sistema jurídico romano, daí a dificuldade de se definir com precisão a época de seu aparecimento e primeira manifestação. Segundo Álvaro Villaça Azevedo, a fidúcia foi referida no assento da Tábua Sexta⁷⁷, que tem por título *De Domínio et Possessione*, e estabelece que “se alguém empenha a sua coisa ou vende em presença de testemunhas, o que prometeu tem força de lei ‘quum nexus faciet mancipiumque, uti lingua nuncupassit, ita jus esto’”, embora o pacto tenha efeito moral, sem o cunho de obrigatoriedade e coerção inerente às regras jurídicas⁷⁸.

⁷⁶ CARVALHO, Orlando de. Negócio Jurídico Indireto. **Boletim da Faculdade de Direito**, Coimbra, supl. X/1, 1954. p. 98.

⁷⁷ Consoante José Inácio Benevides de Rezende, a figura do contrato de fidúcia não figurou nas Institutas de Gaio, nem nas de Justiniano, devendo ter desaparecido antes do império, dada a falta de vestígio na época imperial, no período do Direito clássico. REZENDE, José Inácio Benevides de. Epítome do Curso de Direito Romano, 1956, p. 120-121, Apud RESTIFFE NETO, Paulo. Garantia Fiduciária. 2ª Edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1976, p. 1.

⁷⁸ RESTIFFE NETO, Paulo. Op. cit., p. 1-3.

Originalmente, a fidúcia romana manifestou-se sob feições e funções diversificadas, a saber: (a) *fidúcia cum amico*, consistente na transferência de propriedade sobre uma coisa de um amigo para o outro, para dela fazer uso como até que pleiteada a sua restituição; (b) *fidúcia cum creditore*, em que o devedor, por força de contrato, transfere a propriedade da coisa ao credor, em garantia ao pagamento de uma dívida, comprometendo-se o credor a restituir a coisa ao devedor após o recebimento de seu crédito; e (c) *fidúcia remanipationis causa*, pacto pelo qual o *paterfamilias* vende filho a outro *paterfamilias*, sob o compromisso deste último de libertá-lo em seguida, de forma a obter-se a sua emancipação⁷⁹.

O conceito de fidúcia, segundo sua aceção no ordenamento jurídico brasileiro, e nos dizeres Melhim Namem Chalhub, “encerra a ideia de uma convenção pela qual uma das partes, o fiduciário, recebendo da outra (fiduciante) a propriedade de um bem, assume a obrigação de dar-lhe determinada destinação e, em regra, de restituí-lo uma vez alcançado o objetivo enunciado na convenção”⁸⁰. A atribuição da propriedade ao fiduciário é plena, assumindo este, entretanto, obrigação de natureza pessoal, consistente na destinação do bem ao fim determinado no pacto bilateral, o pacto *fiduciae*, que regula a relação entre fiduciário e fiduciante e deste último para com o bem ou direito que recebe.

Nos dizeres de Caio Mário Pereira da Silva, o negócio fiduciário de origem romana, segundo a sua etiologia, desdobra-se em dois momentos: (a) um *real* e *ostensivo*, que consiste na transmissão dos bens ao fiduciário em caráter de venda aparentemente pura e simples, pois do instrumento nada consta a presença do elemento fiduciário; (b) outro *pessoal* e *secreto*, que se formula na ressalva dada ao fiduciante, contendo a obrigação de retransmitir a coisa adquirida, dentro do prazo e sob condição estipulada⁸¹.

Independentemente da modalidade, característica principal da fidúcia do direito romano era a aquisição da plena propriedade pelo fiduciário, que da coisa passava a ser o exclusivo senhor, restando, tão somente, ao fiduciante, confiar na lealdade e honestidade do fiduciário quanto ao cumprimento do pacto *fiduciae*, e restituição da coisa no tempo e

⁷⁹ RESTIFFE NETO, Paulo. Op. cit., p. 3.

⁸⁰ Op. Cit., p. 9.

⁸¹ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil**: contratos. 12. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008. v. 3., p. 431.

modo devidos. A única sanção no caso de violação do fiduciário que indevidamente dispusesse da coisa, era de ordem pessoal, consistente no direito do fiduciante de pedir indenização, sem, entretanto, operar qualquer efeito em relação ao terceiro adquirente⁸². Esta concepção, sem dúvida alguma, expõe o fiduciante a riscos decorrentes de quebra de confiança e/ou insolvência do fiduciário.

Tal característica permanece na fidúcia dos dias de hoje, ressalvados os negócios fiduciários tipificados, para os quais a lei prevê remédio específico⁸³. Não obstante, a doutrina atual reconhece ao fiduciante o direito de pleitear a restituição da coisa, não sob o viés de um direito real, mas do cumprimento de uma obrigação de fazer. Neste sentido, Caio Mário explica que “nem pelo fato de ser a confiança a base do negócio se pode concluir que a remancipação fica no arbítrio do fiduciário, pois, muito ao revés, trata-se de obrigação suscetível de execução específica”⁸⁴. Entretanto, justamente por seu caráter pessoal, a prerrogativa do fiduciante de perseguir o cumprimento da obrigação específica a cargo do fiduciário opera apenas efeito entre as partes, e não se estende a terceiros, incluindo eventual adquirente.

O direito a execução específica da obrigação a cargo do fiduciário também é reconhecida por Pontes de Miranda, não obstante, restritamente às hipóteses em que a transferência se realizou sob condição resolutiva⁸⁵. Tal condição resolutiva poderia, por hipótese, ser acionada no caso de inobservância dos deveres e obrigações do fiduciário, ou, ainda, na hipótese de sua insolvência, cabendo a restituição ao instituidor, ou, ainda, ao beneficiário, se tal transferência fosse feita por estipulação em favor de terceiros. A condição resolutiva, neste caso, seria a previsão da qual resultaria o direito exequível em favor do autor.

⁸² RESTIFFE NETO, Paulo. Op. cit., p. 12-13.

⁸³ A este respeito, escreve FERRARA: “La disposizione há piena efficacia e, nel caso di abuso del fiduciário, può solo nascere una obbligazione di rissarcimento a favore dell’alienante tradito” (Dela simulazione dei negozi giuridici, 3 ed., 1909, p. 57). No mesmo sentido, GIOVENE: “Il transmitente ... há soltano um credito per la restituzione e, nel caso de violazione da parte del fiduciario, um diritto al rissarcimento dei danni”. Il negozio giuridico, Torino, 1917, p. 35. Apud MORATO, Francisco. Negócio Fiduciário. Parecer. **Revista dos Tribunais**. v. 184, p. 558.

⁸⁴ In Op. cit., p. 430.

⁸⁵ “(...) o direito à separação ou restituição da coisa (Decreto-Lei n. 7.661, de 21 de junho de 1945, arts. 76-79), ou a pretensão à execução por coisa certa (Código de Processo Civil, arts. 992-997), só existe se a transferência se deu sob condição resolutiva e essa se realizou”. **Tratado de Direito Privado**, Parte Geral, Tomo III, Negócios Jurídicos. Representação. Conteúdo. Forma. Prova. São Paulo: Revista dos Tribunais, 4 edição, p. 119.

Todavia, se pela aplicação da condição resolutiva alcançarem-se os efeitos da propriedade resolúvel prevista nos artigos 1.359 e 1.360 do Código Civil, teríamos, a princípio⁸⁶, por descaracterizado o negócio fiduciário, tendo em vista a existência de sanção perfeita contra o abuso, e, portanto, o esvaziamento da *fides*. Mas, como se sabe, na fidúcia romana tradicional a transmissão se fazia de maneira plena, sem condição resolutiva⁸⁷, diferentemente da fidúcia germânica, como veremos a seguir.

Importa aqui esclarecer, que quando tratamos do negócio fiduciário sob a perspectiva do direito romano, seja em sentido amplo ou sentido estrito, não estamos nos referindo à alienação fiduciária em garantia ou qualquer outra figura tipificada em lei. Neste sentido, Judith Martins Costa defende que não se pode pretender que o negócio fiduciário se torne *típico*, isto porque a tipificação cessaria sua própria razão de ser considerado fiduciário, visto que, como tal, não está pautado em rigorosos meios de coação legal, mas, ao contrário, está voltado ao atendimento de um leal comportamento⁸⁸. No mesmo sentido se pronunciou Pontes de Miranda⁸⁹.

De fato, a tipificação legal tende a esvaziar o objeto da *fides*, desde que crie sanção perfeita à restituição do bem. Nestes termos, a rigor, não poderíamos falar em negócio fiduciário, tendo em vista que a confiança é elemento básico desse tipo de negócio jurídico.

A concepção brasileira de fidúcia, baseada na tradição romanística, difere da concepção germânica, que compreendia a propriedade resolúvel sobre o bem. Na fidúcia germânica, a transferência de propriedade estava sujeita a condição resolutiva, verificada no momento em que atingida a finalidade esperada, ou quando desrespeitado o propósito convencionado. Desta forma, impossibilitava-se qualquer modalidade de abuso por parte do fiduciário, visto que a condição resolutiva assegurava ao transmitente a restituição da propriedade, não se verificando, por conseguinte, a *fides* em um sentido próprio⁹⁰.

⁸⁶ Ressalvada a discussão quanto aos direitos de terceiros de boa-fé no caso de a este ser negado conhecimento da condição resolutiva.

⁸⁷ CHALHUB, Melhim Namem. **Negócio Fiduciário**. 4 edição. São Paulo/Rio de Janeiro/Recife: Renovar, 2009, p. 48.

⁸⁸ COSTA, Judith Martins. Op. cit., p. 45.

⁸⁹ “Se a lei transforma esse material de confiança, criado no terreno deixado à autonomia das vontades, e o faz conteúdo de regras jurídicas cogentes, a fidúcia passa a ser elemento puramente histórico do instituto, salvo no ato mesmo de se escolher a categoria” (Op. cit., p. 118)

⁹⁰ NUZZO, Massimo *Apud* COSTA, Judith Martins. Op. cit., p. 38.

Nestes termos, segundo o entendimento de José Carlos Moreira Alves⁹¹, o negócio fiduciário do tipo germânico não seria considerado, a rigor, como negócio fiduciário, pois o que caracteriza o negócio fiduciário é o elemento da *fides*, ou seja, a confiança depositada no fiduciário pelo fiduciante.

Nesta esteira, após fazer paralelo entre a fidúcia romana e a fidúcia germânica com base no repertório de Cariota-Ferrara, Otto de Souza Lima e Álvaro Villaça Azevedo, Paulo Restiffe Neto resume as principais diferenças entre os dois tipos de fidúcia⁹²:

O direito real decorrente da fidúcia de origem romana é absoluto, enquanto que no germânico é relativo e limitado, ou seja, sujeito a reverter para o fiduciante. Schultze, invocado por Álvaro Villaça Azevedo, mostra a causa da distinção entre as duas fidúcias: a profunda diversidade da atuação do princípio da publicidade, relativamente às situações de direito real desses ordenamentos jurídicos. No sistema romano, essas situações reais eram oponíveis a terceiros, independentemente de qualquer reconhecimento e insuscetíveis de limitações, enquanto que, no Direito germânico, com um sistema que garantia a terceiros que não podiam sofrer prejuízos por limitações de caráter real a não se que elas se fizessem publicamente, são perfeitamente admissíveis essas limitações.

Não obstante os traços distintivos dos dois ordenamentos, Stefan Grundman chama a atenção para a evolução da fidúcia germânica até os dias hoje, e a diferença entre a fidúcia concebida na ideia do *Salmann*, e a fidúcia atualmente vigente, estruturada sobre o modelo do *Treuhand*⁹³.

Ocorre que na Alemanha do Século XIX existiam duas escolas de pensamentos jurídicos: a romana e a germânica. Tanto uma como a outra reclamavam a origem do *Treuhand*; a romana, como esperado, defendia sua origem nos princípios da tradição romanística, enquanto a germânica pregava ser esta baseada na ideia do *Salmann*⁹⁴. Durante o debate, levantaram-se novos conceitos sobre o *Treuhand* e a natureza dos direitos e obrigações deste resultantes. Os romanistas defendiam a pureza da relação contratual decorrente do *Treuhand*, enquanto os defensores do modelo germânico sustentavam a existência de uma

⁹¹ MOREIRA ALVES, José Carlos. **Da alienação fiduciária em garantia**. São Paulo: Saraiva, 1973. p. 27-29.

⁹² Op. cit., p. 4.

⁹³ GRUNDMAN, Stefan. Trust and Treuhand at the End of the 20th Century. Key problems and Shift of Interests. **The American Journal of Comparative Law**. Vol. XLVII, n. 3, 1999, p. 404-405.

⁹⁴ VAN RHEE, C.H.. Trusts, Trust-like Concepts and Ius Commune, **European Review of Private Law**, 3/2000, p. 453-462.

condição resolutiva intrínseca à transferência de propriedade, da qual resultava o dever de restituição no caso de quebra de confiança⁹⁵.

Ao final, venceram os defensores do então chamado *modelo legal romano*⁹⁶, e, atualmente, não se reconhece mais a existência de condição resolutiva a não ser que expressamente imposta. A vitória final do modelo legal romano de *Treuhand* se deu pela prática adotada pelos tribunais alemães, conforme nos explica Grundman⁹⁷:

Os defensores do tipo germânico de *Treuhand* proclamavam que qualquer propriedade fiduciária atribuída pelo fiduciante ao fiduciário deveria ser considerada como tendo sido criada sob a condição subsequente de que os limites impostos pela relação fiduciária deveriam ser respeitados. Qualquer violação a estes limites tornaria então nula tal atribuição. Na jurisprudência nenhuma destas condições têm sido deduzidas pelo mero fato de que os objetivos da relação fiduciária foram fixados. Apenas em raros casos onde houve explícita estipulação de uma condição subsequente é que esta foi honrada. Esta disputa surgiu no final do último e começo deste século. (tradução livre)

Mas a discussão não se deu por encerrada. Outra questão que marcou a evolução do instituto do *Treuhand* e sua atual concepção diz respeito à natureza dos direitos conferidos ao beneficiário. Isto porque, enquanto alguns autores alemães consideravam os direitos dos beneficiários como um direito real de propriedade ou quase-propriedade (*quasidingliches Recht*), outros, defensores do modelo legal romano de *Treuhand*, defendiam o caráter eminentemente pessoal deste direito⁹⁸.

A ideia do direito beneficiário como um direito real é vista na abordagem de Waldemar Ferreira⁹⁹ sobre o instituto:

Nesta instituição germânica, o *Treu-geber* entrega ao *Treuhand* certa coisa, chamada *Treugut*. Nesse negócio, adquire o *Treuhand* direito de natureza real, mas diferentemente do de propriedade, como quando se entrega a coisa com

⁹⁵ GRUNDMANN, Stefan. Op. cit., p. 406-407.

⁹⁶ Idem, Ibidem, p. 406-407.

⁹⁷ “The supporters of a Germanic type of *Treuhand* proclaimed that any conveyance of trust property from the trustor to the trustee must be considered to have taken place under the condition subsequent that the limits imposed by the fiduciary relationship should be respected. Any violation of these limits or seizure contrary to these limits would therefore render the conveyance void. In jurisprudence, however, no such condition has been deducted from the mere fact that the aims of the fiduciary relationship have been fixed. Only in the rare cases where there been an explicit stipulation of a condition subsequent this has been honored. This dispute arose at the end of last and beginning of this century”. (GRUNDMANN, Stefan, Op. cit., p. 406-407)

⁹⁸ Idem, Ibidem, p. 406-407.

⁹⁹ FERREIRA, Waldemar. O Trust no anglo-americano e o fideicomisso Latino Americano, **Revista da Faculdade de Direito da USP**, São Paulo, v. LI, p. 196, 1956.

reserva de domínio, que subsiste no Treugeber e lhe permite retomar o Treugut em mãos do Treuhander, ou de terceiro, por via de ação real.

Grundman, por sua vez, defende o caráter pessoal (ou contratual) dos direitos beneficiários originados do *Treuhand*, decorrentes de uma relação fiduciária, à qual a Lei concede efeitos contra terceiros¹⁰⁰. Seja como for, não temos no *Treuhand* o desdobramento de propriedade que ocorre no *trust*, mas espécie de propriedade resolúvel, sendo esta, provavelmente, a sua principal diferença com o instituto anglo-saxão.

Por outro lado, não se diga que o *Treuhand* se encontraria no mesmo nível da fidúcia romana, por importar em direito com eficácia evidentemente superior a esta última. De fato, em sua concepção teórica de relação fiduciária inspirou-se o sistema alemão nos conceitos oriundos da *Common Law*, adotando, por princípio básico, a completa vedação à apropriação dos bens dados em fidúcia¹⁰¹. Nestes termos, tanto a lei¹⁰² como a jurisprudência vem evoluindo no sentido de criar mecanismos de proteção do fiduciante contra a insolvência e abusos por parte do fiduciário¹⁰³.

Na visão de Grundmann, a solução germânica contratual para os efeitos da relação contra terceiros deve ser vista de forma benéfica, e economicamente mais eficiente do que a solução construída com base na caracterização de um direito real de propriedade, uma vez que o conceito de propriedade deve, necessariamente, ser aplicado de forma homogênea, obstando a adoção de conduta flexível frente às diferentes situações¹⁰⁴. Tal afirmação poderia levar à conclusão de que o *Treuhand* seria instituto superior ao *trust* para o fim econômico ao qual se destina. Todavia, Grundmann ressalva em tempo que o favorecimento da abordagem contratual na teoria não significa o favorecimento de seus resultados na prática, visto que sua eficiência depende da forma como os direitos e permissividades são desenhados e aplicados no sistema legal que desta abordagem se utilize. Conclui, dizendo ser mais provável que, em relação aos resultados práticos, a

¹⁰⁰ “Under the view all third party effects (externalities) of the Treuhand are best been characterized as third party effects of a contract, the contractual fiduciary relationship (Treuhanvertrag), which have been approved implicitly by the legislator (GRUNDMANN, Stefan, Op. cit., p. 411).

¹⁰¹ GRUNDMANN, Stefan, Op. cit., p. 414-415.

¹⁰² V.f. Seção 51 do Código de Insolvências Alemão.

¹⁰³ GRUNDMANN, Stefan, Op. cit., p. 415.

¹⁰⁴ Idem, Ibidem, p. 412.

solução anglo-saxã seja economicamente mais eficiente ou superior àquela adotada pela lei alemã, visto que confere mais flexibilidade¹⁰⁵.

No caso do *trust*, há um desdobramento de propriedade, próprio do direito anglo-saxão. Tal desdobramento, como visto, não ocorre na fidúcia romana e tampouco na germânica. Os bens ou direitos conferidos ao fiduciário deixam de integrar o patrimônio do *settlor* e passam a integrar o patrimônio do *trustee*, que passa a deter a propriedade legal sobre a *res* (*legal interest*). A transferência se opera, pois, de pleno direito, semelhantemente ao que ocorre na fidúcia romana e germânica, entretanto, no caso do *trust*, os beneficiários são dotados da propriedade em equidade (*equitable interest*), o que lhes garante o direito de perseguir a coisa contra quem quer que indevidamente a detenha. Os beneficiários do *trust* anglo-saxão encontram remédio na *Equity* (ressalvadas exceções, como a venda a terceiros de boa-fé), remédio este estranho ao fiduciário da tradição civilista.

Ademais, os bens e direitos dados em *trust* formam um patrimônio separado do resto do patrimônio do *trustee*, e, portanto, não respondem pelas dívidas pessoais do mesmo e tampouco ingressam em sua massa concursal no caso de insolvência¹⁰⁶. A afetação do patrimônio a um propósito específico, instituído em favor do beneficiário, é o elemento do qual decorre o seu direito de sequência, e que, portanto, caracteriza o direito do beneficiário como espécie de direito real. A separação patrimonial é, pois, a principal diferença entre o *trust* e a fidúcia, e instrumento pelo qual este adquire maior nível de segurança.

Em que pese as diferenças entre o *trust* e a fidúcia romana, já mencionadas, se analisarmos o *trust* sob os conceitos da tradição romanística, este não deixaria de ser caracterizado como um negócio fiduciário em sentido amplo, pois os beneficiários não detêm sanção perfeita contra o abuso de confiança por parte do *trustee*. De fato, também o *trust* é um dos institutos relacionados com a *fides* e, bem como a fidúcia germânica, segundo Paulo Restiffe Neto citando Otto Souza Lima, não é mais do que o “ressurgimento da fidúcia romana, moldada segundo os fins de atender, ‘como uma imposição própria da vida

¹⁰⁵ Idem, Ibidem, p. 412.

¹⁰⁶ Restritas exceções são baseadas na titularidade aparente (*reputed ownership*) ou no caso de ilicitude do *trust*, pautados no princípio de que os credores não podem ser fraudados por basearem suas expectativas de garantia na aparência do patrimônio do devedor.

jurídica e para preencher, como no Direito romano, lacunas e deficiências da legislação atual”¹⁰⁷.

Não obstante a estrutura de proteção conferida ao beneficiário como proprietário em equidade, também no caso do *trust* não há remédio contra a venda a terceiros de boa fé, de modo que a *fides* desempenha papel preponderante à eficácia do negócio. Esta foi a conclusão de Eduardo Salomão Neto após minuciosa análise acerca do tema¹⁰⁸:

Em razão de tais considerações cumpre definir como negócio fiduciário em sentido amplo inicialmente aquele envolvendo a transferência da titularidade sobre coisas, transferência essa moderada por pacto paralelo de caráter obrigacional, a que poderemos chamar de negócio fiduciário em sentido estrito. Entretanto, cabem dentro da noção de negócio fiduciário considerado em seu sentido amplo também aqueles em que uma das partes não pode valer-se de sanção absolutamente perfeita contra a outra em caso de descumprimento de suas obrigações, de forma a supor-se que é a confiança o substrato do negócio. Esse é o caso do *trust*, que deve em decorrência ser considerado um negócio fiduciário em sentido amplo.

Traduzido o instituto do trust segundo os conceitos próprios de nosso ordenamento jurídico, temos, pois, que trata-se de espécie de negócio fiduciário em sentido amplo.

2.5. O *Trust* como Instrumento de Comércio

Conforme abordamos acima, o *trust* foi criado e se desenvolveu no contexto de discussões sobre o direito de propriedade. Seu histórico, e posterior utilização na estruturação de planejamentos sucessórios e transferências gratuitas, perpetuou a matéria como parte do direito das sucessões¹⁰⁹.

¹⁰⁷ Ainda neste sentido, explica Restiffe Neto: “Para estabelecimento da correspondência do sentido na determinação das origens, consigne-se que o *trust* em ingles, que traduz fé, confiança, crédito e segurança e que é a palavra da mesma raiz que *true*, indicativa da ideia do que é verdadeiro, fiel, constante, exato e seguro, mais não é que a raiz inglesa corresponde ao vocábulo germânico *treuhand* e a *fiducia* romana formada pela raiz latina *fid* (do verbo *fidere*), que teve a sua origem no vocábulo grego *peitho*, *pidos*”. RESTIFFE NETO, Paulo. Op. cit., p. 8-9.

¹⁰⁸ SALOMÃO NETO, Op. cit., p. 76.

¹⁰⁹ “In the culture of Anglo-American law, we think of the trust as a branch of the law of gratuitous transfers. That is where we teach trusts in the law school curriculum, that is where we locate trusts in the statute books and that is where American lawyers typically encounter the trust in their practice. The trusts originated at the end of the Middle Ages as a means of transferring wealth the family, and the trust remains our characteristic device for organizing intergenerational wealth transmission when the transferor has substantial assets or complex family affairs. In the succinct formulation of Burner Rudden, Anglo-American lawyers regard the trust as “essentially a gift, projected on the plane of time and so subjected to a management regime”. LANGBEIN, John H. The secret life of the trust: the trust as an instrument of commerce. Yale, *Yale law journal*, 1997, p. 1.

Entretanto, a prática legal acabou por consolidar o *trust* como eficiente instrumento de comércio. Tal fenômeno levou John H. Langbein, professor na Universidade de Yale, a escrever artigo específico sobre o tema, no qual nos informa que, atualmente, a maior parte do patrimônio estruturado sob *trusts* está direcionado a transações comerciais, incluindo operações de investimento e negócios empresariais. Segundo Langbein, 90% do patrimônio mantido em *trust* nos Estados Unidos está concentrado em *trusts* comerciais (*commercial trusts*), e não em *trusts* pessoais (*personal trusts*)¹¹⁰.

De fato, os *trusts* são hoje utilizados na estruturação de diversas modalidades negociais, distanciando-se cada vez mais do *trust* original, destinado à manutenção e transferência de propriedade sobre a terra. Os *trusts* comerciais pressupõe uma relação onerosa entre duas ou mais partes, contrastando, neste aspecto, com o *trust* originário, constituído por força de ato unilateral e gratuito do instituidor (*settlor*), onde o beneficiário atuava como mero espectador do cumprimento das obrigações a cargo do *trustee*¹¹¹.

Em seu trabalho, Langbein aborda os principais *trusts* comerciais, ressaltando o traço em comum a todos eles, a saber a existência de uma relação de *troca*, ou nas palavras de Langbein, espécie de “*bargaining for exchange*”.

Não obstante a diferenciação feita por Langbein entre *commercial* e *personal trust*, este reconhece que embora o *personal trust* pressuponha um ato de transferência gratuita que não se verifica no primeiro, ambos decorrem de uma relação contratual, por meio da qual é regulada a promessa do *trustee* de cumprir com o propósito para o qual foi destinado o patrimônio e o direito do *settlor* de executar o cumprimento de suas obrigações. Neste aspecto, o *trust* se distancia de uma relação gratuita: uma promessa de doação, por exemplo, não seria exequível¹¹². O principal efeito da diferenciação entre o *trust*, seja comercial ou pessoal, e um contrato gratuito, é que os deveres fiduciários do *trustee* não dependem da motivação das partes ou da contraprestação à sua atuação como fiduciário.

¹¹⁰ Op. cit., p. 2.

¹¹¹ Importa que fique claro que os *trusts* gratuitos, tanto os pessoais como os institucionais (*charitable trusts*), continuam a ser largamente utilizados e a se manifestar como instrumentos eficazes tanto para questões sucessórias como para a estruturação de atividades beneficentes. O objetivo de nossa abordagem é enfatizar as peculiaridades do uso do *trust* como instrument de comercio e seu contraste com o” *trust* concebido na era medieval.

¹¹² FARNSWORTH, E. Allan. Contracts 2.5. 2nd Edition. 1990, p. 69-71.

Tais deveres nascem a partir do momento em que o *trustee* aceita o encargo de fiduciário, sendo, portanto, exigíveis em toda e qualquer circunstância, e independentemente de contraprestação.

Dentre os *trusts* comerciais citados por Langbein, destacam-se os *pension trusts* (cujos objetivos são similares aos nossos fundos de pensão), os *investment trusts* (veículo de investimento coletivo sobre os quais falaremos adiante), os *corporate trusts* fiduciários (exerce funções de agente fiduciário em operações de dívida), os *regulatory compliance trusts* (criados com o objetivo de cumprir com demandas regulatórias¹¹³), e os *remedial ou settlement trusts* (utilizados na resolução de disputas judiciais ou administrativas, onde as partes designam terceiro para fins de dar cumprimento a seus acordos)¹¹⁴.

De acordo com Langbein, os quatro principais atributos do *trust* que convidam a sua utilização em atividades negociais são¹¹⁵:

- a) Proteção no caso de Insolvência: Por se tratar de patrimônio separado, afetado ao cumprimento de uma finalidade, os bens dados em *trust* são destacados do patrimônio do *trustee*, e não respondem por suas dívidas, inclusive em caso de insolvência. Os beneficiários, então considerados como detentores da propriedade em equidade (ou *equitable interest*, conforme abordamos no início deste trabalho), possuem ação contra os credores gerais do *trustee*, e podem reclamar o patrimônio de qualquer um que contra este venha a insurgir-se. Essa doutrina vem acompanhada de regras sobre a correta contabilização dos ativos, e outras medidas necessárias à clara segregação patrimonial, de modo a evitar lesão a direitos de terceiros de boa fé¹¹⁶. Também de acordo com a regra geral, os bens dados em *trusts* não são alcançados por dívidas dos beneficiários, por estarem integrados a um patrimônio de afetação, destinado, portanto, ao cumprimento de um propósito específico. Consequentemente, os beneficiários também não respondem pelas dívidas do *trust*, estando sua responsabilidade limitada a sua parcela do *trust estate*

¹¹³ A exemplo, o *environmental remediation trust* e o *liquidation trust*, o primeiro destinado à realização de remediações ambientais e o segundo à operação de ativos de sociedades em liquidação, ambos necessários à afetação de patrimônio para fins de aproveitamento de benefícios fiscais.

¹¹⁴ Op. cit. p. 2-6.

¹¹⁵ Op. cit. p. 7-9.

¹¹⁶ LANGBEIN, John H. Op. cit. p. 7.

(patrimônio do *trust*). Esta regra, entretanto, comporta algumas exceções, como vimos no Capítulo 2.1.3. deste trabalho. Neste aspecto, a estrutura de responsabilidades do *trust* é muito similar a das *corporations*, tipo societário de responsabilidade limitada (embora dotadas de personalidade jurídica, diferentemente do *trust*), atributo estranho a outras sociedades, como as *partnerships*, cujos sócios respondem ilimitadamente pelas obrigações sociais.

- b) Regime Tributário: Outro forte atrativo dos *trusts* é o regime tributário a eles aplicado. Tal regime, também conhecido como regime de *pass-through*, permite que a tributação de receitas ocorra apenas no nível do beneficiário, por ocasião da distribuição de rendimentos ou do resgate de suas quotas, e não no nível do *trust*. Ocorre que o regime de *pass through* não se aplica a todos os tipos societários, em especial, às *corporations*, salvo no caso de lei específica (como é o caso dos REITs, conforme veremos mais adiante). Nas *corporations* em geral a receita é tributada no nível da sociedade, acarretando dupla tributação quando também tributada no momento da distribuição aos acionistas. O regime de *pass-through* foi o fator determinante à criação e ao desenvolvimento dos *business trusts*, que deram origem aos *investment trusts* e suas posteriores derivações, abordados no capítulo seguinte.
- c) Regime Fiduciário: Como vimos anteriormente, os *trusts* caracterizam espécie de relação fiduciária, que, como tal, está sujeita a diretrizes próprias no âmbito da *common law*, as quais incluem normas extensas visando a proteção de investidores e outros beneficiários. O arcabouço legal que rege a relação fiduciária entre os *trustee* e os beneficiários do *trust* permite que os beneficiários exerçam controle sobre a conduta do fiduciário, de modo a assegurar que o mesmo aja de acordo com seus interesses, sem, entretanto, obstar sua atuação proativa e flexível, necessárias à dinâmica das relações comerciais. Os dois principais princípios de uma relação fiduciária de acordo com o Direito Anglo-Saxão são: *lealdade* e *prudência*. O dever de lealdade requer que o trustee administre a propriedade “*solely in the interest of the beneficiaries*”¹¹⁷, proibindo o mesmo de agir de acordo com seus próprios interesses ou de atuar em casos em que possa haver conflito entre os seus interesses e os interesses dos beneficiários. O princípio da administração prudente impõe ao

¹¹⁷ “(...) exclusivamente no benefício dos fiduciários” (tradução livre). LANGBEIN, Op. cit., p. 8.

fiduciário que aja de forma razoável, empregando “*such care and skill as a man of an ordinary prudence would exercise in dealing with his own property*”¹¹⁸. Exemplos incluiriam o dever de investir prudentemente, diversificar investimentos, prestar contas, preservar os ativos em *trust* e torná-los produtivos, executar e defender direitos, e minimizar custos. Embora as partes tenham autonomia para modificar os níveis de lealdade e prudência exigidos dos *trustees*, a prática tem demonstrado a preferência pela manutenção dos padrões de conduta definidos por lei, tendo em vista sua demonstrada eficácia ao longo dos tempos.

- d) Estrutura Flexível: Segundo Langbein, as partes que optam por utilizar o *trusts* em relações comerciais parecem valorizar a flexibilidade conferida por sua disciplina legal, tanto em matéria de governança quanto no tocante à estruturação dos interesses dos beneficiários. O melhor exemplo da flexibilidade do *trust* é o *investment trust*, o qual permite a emissão de diferentes tranches de títulos, a serem desenhadas de acordo com os interesses de diferentes classes de investidores, sem que haja a necessidade de se observar as tradicionais regras sobre a emissão de classes diferenciadas de ações, então aplicadas às *corporations*. Ademais, o afastamento de algumas regras de governança próprias das corporações simplifica procedimentos, dispensando, por exemplo, a realização de assembleias então obrigatórias nos termos da *corporate law*, levando à redução de custos de administração, dentre outros. Outro importante atrativo dos *trusts* relativamente às *corporations* é a facilidade de se emitir e cancelar cotas, sem que haja a necessidade de aprovação em assembleia geral de acionistas, como ocorre nas companhias¹¹⁹. Neste aspecto, a preferência pelo *trust* em detrimento ao modelo

¹¹⁸ “tal nível de cuidado e habilidade que um homem de prudencia ordinária exerciria enquanto lidando com sua própria propriedade” (tradução livre). Em casos específicos, os níveis de lealdade e prudência requeridos podem ser ainda mais elevados, de acordo com a função desempenhada pelo *trustee*. *Ibidem*.

¹¹⁹ “Another aspect of the flexibility of the trust form that appeals to the mutual fund industry is the comparative ease in creating and extinguishing trust shares. The so-called money Market funds that burst upon the scene in the mid-1970s, being quite sensitive to short-term interest-rate fluctuations, are subject to large variations in the number of outstanding shares. When interest rates decline, redemptions increase; when rates rise, billions of new shares are issued. Money Market funds prefer the trust form because the trust instrument can be drafted to allow an unlimited number of shares. Corporate law limits a company to the maximum number of shares authorized in the corporation’s certificate of incorporation. Increasing that number puts the fund and its shareholders to the expense of soliciting and obtaining shareholder approvals. On the other hand, avoiding that expense by having the fund’s certificate authorize some vast number of presently unneeded and unissued shares has a different drawback: State corporate franchise and filing fees (taxes in effect) increases with the number of authorized shares.” LANGBEIN, Op. cit., p. 8.

societário segue o mesmo racional que levou à escolha pelo condomínio para a estruturação dos fundos de investimento no Brasil.

Os atributos do *trust* citados por Langbein certamente justificam a sua disseminação e asseguram a sua perpetuidade como instrumento de fomento às relações comerciais. O *trust* se desenvolveu muito ao longo de toda a sua história: ganhou ainda mais flexibilidade e resolveu questões problemáticas que afetavam a atratividade dos *business trusts*, como a relativa à responsabilidade limitada e capacidade processual¹²⁰. São largamente utilizados tanto no campo financeiro, na estruturação de operações securitizadas, como no mercado de capitais, sendo ainda a forma adotada em mais da metade dos *mutual-funds*¹²¹.

Entretanto, no que tange ao uso do *trust* como forma de organização, a escolha pelo *business trust* em detrimento das *corporations* é realidade ainda restrita a limitadas circunstâncias. Segundo Robert H. Sitkoff, a despeito das diferenças doutrinárias, há um consenso global crescente quanto à prevalência do modelo societário em detrimento dos *business trusts*, que inclui a primazia das sociedades na geração de valor aos acionistas a longo prazo. Ademais, embora tenha se proliferado e ganhado importância entre países de tradição civilista, o *trust* ainda é instituto restrito ao domínio da *Common-Law*, o que dificulta as relações negociais com países que não estão familiarizados com o instituto, levantando diversas questões sobre capacidade, personalidade jurídica, tornando assim emblemática sua submissão a normas internacionais, incluindo tratados de bitributação. Tais fatores manifestam-se como fortes entraves à disseminação do *trust* em nosso mundo globalizado¹²².

¹²⁰ “To be sure the proliferation of business trusts statutes – in particular the 1988 Dalaware Business Trust (which has since been recast as the Dalaware Statutory Business Trust Act) – has wrought significant change in the law of business trusts. But the entity that arises under those statutes might better be thought of as the “statutory business trust”. It is useful to distinguish the common-law business trust from the statutory business trust, because what I am calling the statutory business trust appears to differ, by design, on several margins from the common-law business trust. The statutory business trust is not only exceedingly flexible, but more important it resolves the problems of limited liability and spotty judicial recognition that have cast a pall over the use of the common law business trust”. (SITKOFF, Robert H. Trust as “Uncorporation”: A Research Agenda. **University of Illinois Law Review**. No 1, 2005, p. 32-33)

¹²¹ Idem, Ibidem, p. 34.

¹²² A respeito da dificuldade criada pela utilização do *trust* em negócios internacionais, especialmente no que tange à aplicação dos tratados de bitributação: TROST, Andreas. El Truste n La Planificación Fiscal Internacional. In **Fiscalidad Internacional**. ANTÓN, Fernando Serrano (Coord.). 4ª Edição, Madrid: Centro de Estudios Financieros, 2010, p. 1241 a 1263.

O esforço das autoridades e demais agentes de mercado em superar tais dificuldades tem levado as autoridades fiscais a flexibilizar as normas tributárias, permitindo que modalidades antes estruturadas como *trusts* se organizem como *corporations*, sem perder o regime de *pass-through*. Este é o caso específico dos *REITs*, o que tem gerado um movimento de “corporitização” de tais veículos de investimento, como veremos ao final do presente trabalho.

2.6. Trust como Veículo de Investimento Coletivo – o *Investment Trust*

A origem dos *investment trusts* remonta à expansão marítima do Império Britânico no Século XVI. Naquela época, surgiram as primeiras companhias, tais como Cia. das Índias Ocidentais em 1600, o Banco da Inglaterra em 1694, e a Companhia dos Mares do Sul em 1.711.

Não obstante a enorme utilidade das companhias, então criadas com o propósito de financiar as empreitadas marítimas, essas passaram a ser utilizadas também com intuítos especulativos, desviando-se da causa que motivou a sua criação¹²³. Em 1720 foi então publicado o *Bubble Act* na Inglaterra, proibindo a criação de companhias sem autorização do governo, através de Carta Real ou Ato do Parlamento. Tal autorização era extremamente difícil de conseguir. Assim, tendo em vista a dinâmica e necessidade das relações comerciais, os comerciantes passaram a organizar suas atividades através de *trusts*, desta forma escapando das restrições impostas pela nova legislação. Neste contexto, o *trust*, inicialmente concebido para o tratamento de questões relacionadas a terra, passou a ser utilizado como substitutivo das sociedades.

¹²³ Eduardo Salomão Neto conta que o sucesso da Companhia dos Mares do Sul estimulou a formação de vários empreendimentos similares “alguns em torno de objetos exóticos como a engorda de elefantes e mesmo, em um caso, ‘um certo propósito a ser revelado no devido tempo’”. Chegaram-se até mesmo a montar barracas na rua para vender ações de novos negócios em formação. Tal fenômeno deu origem a especulação desenfreada e o crescimento artificial do valor dos títulos negociados, que “em dado momento no século XVIII chegaram a valer o dobro do valor de mercado de todo o território da Inglaterra”. A quebra da corrente especulativa foi aparentemente provocada por ações judiciais intentadas contra algumas das companhias que davam base à especulação, evidenciando a inconsistência dos valores pelos quais seus títulos eram negociados. Com isso, houve uma oferta generalizada de títulos a preços inferiores ao de Mercado, acarretando uma revolta generalizada contra os responsáveis pela especulação. SALOMÃO NETO, Eduardo. Op. Cit., p. 98.

Tais restrições foram mantidas por mais de um século, sendo derrubadas por derradeiro em 1855, com a edição do *Companies Act*, e alterações posteriores¹²⁴.

Não obstante a liberalização das companhias pelo *Companies Act*, estas não lograram êxito como veículo de investimento coletivo, tendo em vista sua rigidez de capital. Sua estrutura comportava apenas a modalidade *closed-end* (fundos fechados), mas inviabilizava a adoção do tipo societário para a modalidade de *open-end* (fundos abertos). A nova legislação acabou, pois, por privilegiar os *unit trusts*, a saber, os *trusts* direcionados à captação e aplicação no mercado de capitais através da emissão de certificados, chamados *units*.

Não se sabe, exatamente, qual o foi o primeiro *investment trust* do mundo. Alguns doutrinadores defendem que foi o *Foreign & Colonial Investment Trust*, criado na Inglaterra em 1868¹²⁵, então destinado à captação pública de grandes volumes por meio da emissão de certificados. Outros identificam o *Algemeene Nederlandsche Maatschappij ter Bergunstiging van de Volkslijt* – Sociedade Geral dos Países Baixos para Favorecer a Indústria Nacional, constituída em 1822, pelo Rei Guilherme de Orange, em Bruxelas¹²⁶. Há ainda autores que reclamam o surgimento dos primeiros *investment trusts* em Genebra, em 1849, e na Escócia, entre 1830 e 1860¹²⁷. A dificuldade em se identificar os primeiros *investment trusts* decorre em parte da amplitude de situações cobertas pelo emprego do termo. O termo *investment trusts* é utilizado globalmente como gênero de mecanismos de investimento em geral¹²⁸.

Nos Estados Unidos, o desenvolvimento dos *investment trusts* seguiu caminho semelhante. Inspirados no modelo inglês, os *trusts* passaram a ser utilizados na organização de atividades econômicas, especialmente empreendimentos imobiliários, com o objetivo de propiciar responsabilidade limitada e contornar restrições então existentes à possibilidade de uma sociedade participar de transações imobiliárias¹²⁹. Entre 1910 e 1925 surgiram os

¹²⁴ SALOMÃO NETO, Eduardo. Op. cit., p. 101.

¹²⁵ FREITAS, Ricardo de Santos. Op. cit., p. 67.

¹²⁶ PAJISTE, Bernard. Investimentos. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1954, p. 169. *Apud* Carvalho, Mario Tavernard Martins de. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 36.

¹²⁷ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Op. cit., p. 36-37.

¹²⁸ CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Op. cit., p. 35.

¹²⁹ SALOMÃO NETO, Eduardo. Op. cit., p. 102.

então conhecidos “Massachussets trusts”¹³⁰, uma variação da forma do *trust* empregada “para a conjugação de patrimônios com vistas ao desenvolvimento de atividade empresarial”¹³¹, os quais deram origem ao que conhecemos até hoje como *business trusts*. A escolha de Massachussets devia-se à consistência da legislação estadual relativa aos *trusts*, considerada mais evoluída do que a *trust law* de outros Estados¹³².

Com o desenvolvimento do mercado de capitais, os *business trusts* se tornaram uma boa opção como veículos de investimento coletivo, ocupando espaço originalmente destinado às *corporations*. Organizados como verdadeiras corporações, dotados de livre transferibilidade de ações, responsabilidade limitada e administração centralizada, o *business trust* se valia ainda do regime tributário beneficiado (*pass-through*), permitindo a redução da carga tributária, uma vez que as receitas não eram tributadas no nível da corporação mas apenas quando distribuída aos beneficiários, evitando dupla tributação dos rendimentos gerados pelo empreendimento¹³³.

Em resposta à disseminação dos *business trusts*, em 1.935, ao julgar o caso *Morrissey v. Commissioner*, a Suprema Corte Americana tornou-os inelegíveis para o regime fiscal de *pass-through*, determinando que tais *trusts* deveriam ser tributados como verdadeiras *corporations*. Com isto, o *business trust* deixou de ser uma boa opção.

A pedra fundamental do desenvolvimento dos *investment trusts* nos Estados Unidos foi o *Investment Company Act*, publicado em 1940. A nova lei regulamentou os veículos de investimento coletivo, autorizando sua criação em três diferentes categorias¹³⁴: *Face-*

¹³⁰ “The term “Massachussets trust”, otherwise known as the “business” or “common law” trust is used generally to denote an incorporated organization created for profit under a written instrument or declaration of trust, the management to be conducted by compensated trustees for the benefit of persons whose legal interests are represented by transferable certificates of participation, or shares. The purposes for which such an organization may be formed are apparently without limit in absence of statutory restrictions”. (HUTCHINS, Robert M; SLESINGER, Donald; GREEN, Leon; TULIN, Leon A. and EVANS, Alvin E.. Massachussets Trusts. **The Yale Law Journal**, Vol. 37, nº 8, Jun. 1928, p. 1105)

¹³¹ SALOMÃO NETO, Eduardo. **O Trust e o direito brasileiro**. São Paulo: LTR, 1996, 102.

¹³² WALD, Arnaldo. A Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário. **Revista Forense**, Volume 309, 1990, p. 13.

¹³³ FASS, Peter M, SHAFF, Michael E., ZIEF, Donald B.. **Real Estate Investment Trusts Handbook – A Pass-Through Entity to Own and Operate Real Estate and Make Mortgage Loans**. 2008-2009 Edition, Thompson West., p. 3.

¹³⁴ Abaixo, a classificação oficial das companhias de investimento de acordo com o *Investment Company Act*:

(1) *Face Amount Certificate Company*: means an investment company which is engaged or propose to engage in the business of issuing face amount certificates of the installment type or which has been engaged in such business and has any such certificates outstanding.

*amount Certificate Company, Unit Investment Trusts e Management Companies (open-end e close-end)*¹³⁵, todos dotados do regime tributário de *pass-through*.

Na Inglaterra foi promulgado, em 1.986, o *Financial Services and Market Act*, introduzindo uma nova modalidade de companhia de capital variável (*open-ended investment companies*), solucionando a utilização da forma societária como veículo de investimento *open-end*.

Embora a legislação atual, tanto nos Estados Unidos como na Inglaterra, tenha consolidado a preferência pela forma societária como meio de captação e aplicação de recursos no mercado de capitais, o crescimento acentuado da utilização de veículos de investimento coletivo sob a modalidade de *investment trusts* ao longo dos anos, deu tamanha exposição e expressão ao instituto, que a terminologia continuou a ser utilizada para identificar os

(2) *Unit Investment Trusts*: means an investment company which (a) is organized under a trust indenture, contract of custodianship or agency, or similar instrument; (b) does not have a board of director and (c) issues only redeemable securities, each of which represents an individual interest in a unit of specified securities; but not include a voting trust;

(3) *Management Company*: means any investment company other than a face amount certificate company or a unit investment trust. Management Company are divided into (a) "Open End" (which offering for sale or has outstanding any redeemable security of which it is the issuer) and Closed End (any other than Open End); and (b) "Diversified Company" (at least 75% of the value of its total assets is represented by cash and cash items and Government Securities) and "Non-Diversified Company" (any other than Diversified Company).

(BORGES, Florinda Figueiredo. Os Fundos de Investimento, Reflexões sobre sua Natureza Jurídica. In FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quarter Latin, 2009, p. 46, Nota 11)

¹³⁵ A este respeito, não se estranhe o silêncio da Lei quanto aos *mutual funds* (fundos mútuos). Tal denominação foi adotada para identificar as *management companies open-end*, a saber, as companhias de investimento que emitem ações resgatáveis, e que por sua liquidez alastraram-se por sobremaneira e ganharam imensa expressão no mercado de capitais americano. "The first time the word 'mutual' ever crept into official language was in the Revenue Act of 1936, which permitted 'mutual investment companies' that distribute their taxable income to their shareholders to be themselves relieved of federal taxes on such income. But it was not until 1940s that management investment companies, divided by SEC into 'open-end' and 'closed-end', gradually began to refer to the 'open-end' variety as mutual investment companies and, in due course, as mutual funds". "A primeira vez que a palavra 'mútuo' foi utilizada em um texto oficial foi na Lei de Receitas de 1936, que permitia às companhias mútuas de investimento distribuir seus rendimentos tributáveis a seus acionistas sem a necessidade de pagar novamente os tributos federais desses rendimentos. Mas não foi até a década de 1940 que as management companies, divididas pela SEC em abertas e fechadas, gradualmente começaram a referir à modalidade aberta como companhias mútuas de investimento, e, no devido curso, como fundos mútuos" (tradução livre). BULLOCK, Hugh. *The Story of Investment Companies*. Nova Iorque: Columbia University Press, 1959, p. 73. Apud CARVALHO, Mario Tavernard Martins de. Op. cit., p. 35.

veículos de investimento coletivo independentemente de estes serem organizados como companhias ou *trusts*, prática esta que permanece até hoje¹³⁶.

2.7. Real Estate Investment Trust (REIT)

2.7.1. Histórico

Bem como o FII, o REIT foi introduzido nos Estados Unidos com o objetivo de possibilitar o financiamento de empreendimentos imobiliários mediante a captação de recursos em larga escala junto a um público diversificado, alcançando, desta forma, não apenas os detentores de grandes fortunas, mas também pequenos investidores, que se viram então capazes de investir em imóveis sem comprometer grandes quantias.

Embora criado com foco primordialmente tributário, o REIT Americano serviu de modelo para o desenvolvimento de veículos de investimento coletivo em ativos imobiliários em todo o mundo, emprestando sua experiência não somente em matéria fiscal, mas também no que respeita à sua organização, estrutura e funcionamento. Assim, embora o termo REIT seja próprio da legislação americana, é geralmente utilizado para identificar, de forma generalizada, os veículos de investimento coletivo em ativos imobiliários criados por outros países a sua semelhança¹³⁷.

A história do REIT norte-americano está diretamente relacionada ao desenvolvimento dos *Massachussets trusts*, ou *business trust* (formas originais do *investment trust*, conforme já abordado), e sua utilização na realização de empreendimentos imobiliários.

Como vimos, o *business trust* foi criado em Massachussets em meados do Século XIX. Nesta época, havia uma forte demanda por oportunidades de investimentos imobiliários,

¹³⁶ Segundo Oscar Barreto, “pode o *investment trust* revestir várias formas jurídicas, como o da *corporation* (que corresponde à nossa sociedade anônima), a de *joint stock company*, ou ainda, a de *Massachussets trusts* (ambas sem correspondência exata em nosso direito)”. BARRETO FILHO, Oscar. Op. cit., p. 225.

¹³⁷ Não há definição global para o REIT. De acordo com a definição utilizada pelo OCDE, REITs seriam: “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? Supplement to the Global REIT Survey: topical REIT-related articles. Disponível em: www.epra.com/media/EPRA_REIT_Survey_Supplement.pdf. Acessado em: 21.07.2011.

tendo em vista a riqueza acumulada pela revolução industrial. Ocorre que a legislação estadual daquele tempo proibia a *corporation* de deter imóveis a não ser que a propriedade fosse parte integral do negócio. Desta forma, não era possível utilizar *corporations* como veículos de investimento e negociação exclusiva de imóveis¹³⁸. O *Massachussets trust*, ou *business trust*, desenhado em resposta às restrições legais impostas às *corporations*, foi o primeiro instituto capaz de investir em imóveis. Além do mais, o *business trusts*, como já abordado, era dotado do regime fiscal de *pass through*.

Assim difundiram-se os *business trusts* destinados ao desenvolvimento imobiliários, até que em 1935, a Suprema Corte os tornou inelegíveis ao regime fiscal mais favorável, atribuindo-lhes o mesmo sistema de tributação então aplicável às *corporations*.

Em 1940, com a edição do *Investment Companies Act*, os *business trusts* remanescentes passaram a competir com as *investment companies* e os sindicatos imobiliários, perdendo expressão. A utilização do *Massachussets trust* como veículo de investimento imobiliário ressurgiu apenas por volta dos anos 1950, quando seus percussores, incluindo um dos *business trusts* remanescente — *The Real Estate Trust of America* — pressionaram o governo federal para que atribuísse a tais *trusts* o tratamento fiscal então conferido às *investment companies* pelo Investment Companies Act de 1940¹³⁹.

O esforço de tais percussores não foi em vão, e combinado ao aquecimento do mercado imobiliário americano após a Segunda Guerra Mundial, em 1960 foi aprovado pelo Congresso o *REIT Act*, através do qual foram criados os Real Estate Investment Trusts (REIT). Por trás da decisão do Congresso Americano estava o interesse do governo de propiciar substancial infusão de capital através da captação de recursos junto à pequenos investidores, a serem destinados a projetos imobiliários, tais como construção de edifícios de escritórios, complexos de apartamentos, centros de comércio, e outras instalações imobiliárias necessárias à economia em crescimento da nação pós-guerra¹⁴⁰.

¹³⁸ CHAN, Su Han; ERICKSON, John; WANG, Ko. **Real Estate Investment Trusts. Structure, Performance and Investment Opportunities**. Oxford University Press, 2003, p 14-15.

¹³⁹ Idem, Ibidem, p. 15.

¹⁴⁰ FASS, Peter M.; SHAFF, Michael E.; ZIEF, Donald B. **Real Estate Investment Trusts Handbook. A Pass-Through Entity to Own and Operate Real Estate and Make Mortgage Loans. Securities Law Handbook Series**. 2008-2009, p. 3-4.

Os REITs foram inicialmente concebidos sob a forma de *trusts*, e através do REIT Act foram devolvidos a estes as vantagens tributárias originalmente atribuídas aos *business trusts* organizados e operados com o objetivo de deter propriedade imobiliária, desde que cumprissem com certos requisitos legais¹⁴¹. Deu-se então por solucionada a questão fiscal, fortalecendo a opção pelos *business trusts* como forma de organização dos REITs.

Ocorre que o *business trust* oferecia outras vantagens aos investidores que desejavam investir em imóveis. Este era tido como um híbrido entre duas outras formas de organização comumente utilizadas para empreendimento imobiliários: as *corporations* e as *partnerships*, “oferecendo o melhor de cada e o pior de nenhuma¹⁴²” (tradução livre).

Como as *corporations*, os REITs organizados como *business trusts* ofereciam administração centralizada e livre transferibilidade das ações, e, na maioria dos Estados, responsabilidade limitada para os acionistas-beneficiários, refletindo, neste aspecto, a regra geral aplicável aos *trusts*¹⁴³. Isto tudo sem a dupla tributação geralmente aplicada às *corporations*, visto que, no âmbito fiscal, estes eram dotados do regime de *pass-through*, então aplicável às *partnerships*.

Entretanto, as *partnerships* tinham várias características que não se adequavam ao propósito do REIT e não foram neste refletidas¹⁴⁴. Dentre estas, citamos: restrições à transferibilidade das ações, vinculação às qualidades pessoais dos sócios e/ou administradores (cuja morte tenderia à dissolução), e responsabilidade ilimitada dos sócios pelos prejuízos da sociedade.

Em que pese as vantagens do *business trust*, sua hibridez passou a gerar inúmeras questões

¹⁴¹ FASS, Peter M, SHAFF, Michael E., ZIEF, Donald B. Op. cit., p. 29.

¹⁴² The Real Estate Investment Trust: State Tax, Tort and Contractual Liabilities of the Trust, Trustee and Shareholder. **Michigan Law Review**, vol. 71, nº 4, Mar. 1973, Published by: The Michigan Law Review Association, p. 811.

¹⁴³ Algumas leis estaduais, como de Massachussets não limitava a responsabilidade dos beneficiários do *business trust* ao valor de seus investimentos. Outras, como Califórnia, Dalaware, Florida, Illinois, Maryland e Texas limitava. Embora a lei de Massachussets não atribuisse responsabilidade aos beneficiários-acionistas do Massachussets *trusts*, a declaração de trust poderia conter determinadas previsões librando os beneficiários e *trustees* das responsabilidades por atos ou obrigações do trust e requerer que seja dada notícia desta liberação em cada contrato, obrigação ou instrumento celebrado pelo trust. Ainda, a declaração de *trusts* poderia prever a obrigação do trustee indenizar os beneficiários no caso de qualquer dos beneficiários ser julgado responsável por obrigações do trust. (FASS, Peter M, SHAFF, Michael E., ZIEF, Donald B. Op. cit., p. 192).

¹⁴⁴ The Real Estate Investment Trust: State Tax (...), p. 812.

legais, principalmente no que diz respeito à responsabilidade dos beneficiários por dívidas do *trust*. As Cortes manifestaram entendimento de que uma vez caracterizados como sociedade, os *business trusts* passariam a se sujeitar às regras de responsabilidade próprias da *partnership*, conferindo responsabilidade ilimitada aos seus beneficiários¹⁴⁵. Isto se devia a ausência de personalidade jurídica do *trust*.

Mas não era apenas em relação às responsabilidades dos beneficiários do REIT que pairavam incertezas. Outras questões passaram a surgir em função do novo modelo, em especial no que diz respeito aos deveres e responsabilidades do *trustee* em relação aos beneficiários e a terceiros. Neste tocante, havia correntes que atribuíam aos *trustees* responsabilidades próprias da relação agente-principal, e outras que defendiam o caráter pessoal das obrigações assumidas pelos *trustees* como se fossem verdadeiros proprietários¹⁴⁶.

Em 1976 foi promovida alteração no REIT Act¹⁴⁷, permitindo a criação de *Real Estate Investment Trusts* sob a forma de *corporations*, colocando fim à celeuma. Atualmente, predominam os REITs organizados como corporações¹⁴⁸, e as antigas discussões acerca das responsabilidades dos acionistas e *trustees* deram lugar a debates sobre governança corporativa e regulação.

Apesar das vantagens da estrutura do REIT, o mercado de REITs experimentou muito pouco crescimento durante os primeiros 30 anos de sua existência, por duas principais

¹⁴⁵ “This often proved a difficult task, for there was another form of business which the particular association might parallel – namely the so called joint stock company, or put differently, the enlarged partnership. The threshold problem, then was one categorizing the association, and the related issue of its essential characteristics would follow from the characteristics of its model. Thus, if the association were held a trust, shareholders would escape liability for the acts of the trustee, as in normal express trust. But if the association were held a joint stock company, then partnership liability would follow”. (P.W.L. Liability of Shareholders in a *BusinessTrusts*. The Control Test. **Virginia Law Review**, Vol. 48, nº 6, *Real Estate Investment Trusts* (Oct., 1962), p. 1106-1107)

¹⁴⁶ “A trustee is not an agent. An agent represents and acts for its principal, who may be either a natural or artificial person. A trustee may be defined generally as a person in whom some estate, interest or power in or affecting a property is vested for the benefit of another. When an agent contracts in the name of his principal, the principal contracts and is bound, but the agent is not. When a trustee contracts as such, unless he is bound, no one is bound, for he has no principal. The trust estate cannot promise; the contract is therefore the personal undertaking of the trustee”. (The Real Estate Investment Trust: State Tax (...), p. 813.)

¹⁴⁷ Tax Reform Act of 1976.

¹⁴⁸ Esta tendência já havia sido observada por Oscar Barreto desde 1956: “(...) Observa-se, aliás, uma preferência cada vez maior dos investment *trusts* pela forma jurídica da Corporation, ao invés da forma clássica do trust”. (BARRETO FILHO, Oscar. **Regime jurídico das sociedades de investimento (“investment trusts”)**. São Paulo: Max Limonad, 1956, p. 97)

razões. A primeira estava ligada ao fato de os REITs se comportarem apenas como carteira passiva de ativos imobiliários, ou seja, os REITs podiam apenas deter os ativos imobiliários mas não podiam gerir e administrar os seus próprios ativos. Os REITs precisavam, portanto, contratar com firmas independentes, terceirizadas, cujos interesses econômicos poderiam divergir dos interesses dos quotistas. Essa situação criou forte rejeição aos REITs no mercado de investimento. A segunda razão estava mais relacionada a questões fiscais, mais precisamente, à existência de regras gerais contábeis que permitiam às companhias de investimento imobiliário a redução drástica do lucro tributável através da dedução de juros e depreciação — em muitos casos conduzindo à então chamada “perda não realizada”, usada para abrigar outros rendimentos de um contribuinte. Tais regras não se aplicavam ao REIT, uma vez que este é orientado à geração de renda tributável sob estrutura que não lhe permite passar “perdas” para os acionistas (como ocorre, a exemplo, no caso das *partnerships*). Sua estrutura fiscal impedia o aproveitamento dos prejuízos sofridos pelo REIT, tornando-o pouco competitivo comparativamente com outras estruturas, em especial aquelas formadas através da utilização de paraísos fiscais¹⁴⁹.

A partir de 1986, com o *Tax Reform Act* (1986 Act), houve significativas alterações nas regras contábeis e fiscais em geral, limitando a dedutibilidade dos juros, a extensão dos períodos de depreciação e restringindo o uso de “perdas”, o que eliminou drasticamente o potencial de redução do lucro tributável das companhias de investimento imobiliário, criando um cenário mais competitivo e propício à proliferação dos REITs. Também como parte do 1986 Act, o Congresso liberalizou as restrições sobre os REITs, permitindo não somente que estes possuíssem mas também que gerenciassem a maior parte dos seus ativos (exceto hotéis, centros de saúde e algumas outras atividades que consistem de um nível mais elevado de serviços pessoais), através da prestação de serviços “habituais” associados com a posse de bens imobiliários, mitigando, desta forma, o risco de conflito de interesses que permeava a administração dos REITs¹⁵⁰.

Apesar das mudanças oriundas do 1986 Act, o crescimento significativo do REIT não se iniciou até 1992. A principal razão foi a recessão dos bens imobiliários no início da década de 1990, causada, em especial, pela intensidade de oferta criada durante a década de 1980,

¹⁴⁹ FASS, Peter M.; SHAFF, Michael E.; ZIEF, Donald B. Op. Cit., p. 3-6.

¹⁵⁰ FASS, Peter M.; SHAFF, Michael E.; ZIEF, Donald B. Op. Cit., p. 4.

que conduziu a uma depressão nacional na economia de bens imobiliários. Durante o início de 1990 os valores de propriedades comerciais caíram entre 30 e 50%. Crédito e capital para bens imobiliários tornaram-se amplamente indisponíveis. Como resultado desta crise de capital, muitos empreendedores tornaram-se inadimplentes, resultando em duras perdas para instituições financeiras. O *Resolution Trust Corporation (RTC)* assumiu os ativos de bens imobiliários das instituições financeiras falidas. Em 1990, em meio a uma recessão severa do mercado imobiliário, existiam 199 REITs, com uma capitalização em bolsa de meros US\$ 9 milhões. A média diária dos volumes de comercialização era muito pequena e não atraía investidores institucionais¹⁵¹.

Apenas a partir de 1992 foi que as empresas privadas de bens imobiliários entenderam que o melhor e mais eficiente caminho de acesso ao capital era através da captação pública por meio do mercado de valores mobiliários, e o melhor veículo para este tipo de captação era os REITs. De fato, embora existam outros mecanismos disponíveis à captação de recursos junto ao mercado de capitais, como, a exemplo, as *master limited partnerships (MPL)*, revestidas de vantagens tributárias muito similares àquelas então conferidas aos REITs, estas sofriam de outros males, relacionados a seus altos custos administrativos e questões de conflito de interesses¹⁵².

Ao mesmo tempo, muitos investidores decidiram que era uma boa hora para investir em propriedades comerciais — assumindo que a recuperação dos mercados de bens imobiliários estava além do horizonte. A partir de então, houve crescimento significativo do mercado de REITs norte-americano, e estes se transformaram em grandes companhias, geridas por fortes marcas do mercado imobiliário¹⁵³.

As principais características dos REITs estão consolidadas nos requisitos necessários à sua elegibilidade ao regime fiscal mais favorável, como veremos adiante.

¹⁵¹ Idem, Ibidem, p. 5.

¹⁵² “However, even though the MLP organizational structure offers tax advantages similar to those of a REIT, it also suffers from burdensome administrative costs and agency issues. Partnerships need to keep very good accounting records for tax purposes. In addition, limited partnerships have little operational control over the business decisions of the partnership. This problem is even greater if the partnership is formed by a parent company – when the parent company acts as the general partner of an MLP, there is serious potential for conflict of interest”. CHAN, Su Han; ERICKSON, John; WANG, Ko. Op. Cit., p.47.

¹⁵³ Disponível em: www.nareit.com. Acesso em: 21.07.2011.

2.7.2. Definição, modalidades e requisitos legais

O REIT *Act* de 1960 originalmente definiu o REIT como “*an unincorporated association with mutiples trustes as managers and having transferable shares of beneficial interests*”¹⁵⁴. Posteriormente, com a introdução do REIT sob a forma societária, a definição de REIT foi ampliada para refletir sua real abrangência e as modalidades de investimento às quais se direcionam suas aplicações. A definição foi então alterada para “*a corporation, a trust, ora an association or other legal entity (other than a real estate syndication) which is primarily engaged in investing in equity interests in real estate (including fee ownership and leasehold interests) or in loan secured by real estate or both*”¹⁵⁵.

O REIT é veículo de investimento coletivo organizado sob a forma societária ou sob a forma de *trust*, que combina capital de diversos investidores interessados em participar de empreendimento imobiliários através da aplicação de recursos em carteira diversificada e gerida por administração especializada. Os REITs também se dedicam ao financiamento de bens imóveis.

Há dois principais tipos de REITs: os *Equity* REITs e os *Mortgage* REITs. Os *Equity* REITs operam através da propriedade ou posse de bens imóveis. Estes podem possuir diretamente, investir, comprar, gerenciar, ou desenvolver bens ou empreendimentos imobiliários. O *Equity* REIT deriva sua receita primariamente dos rendimento gerados através da venda, aluguel ou arrendamento dos bens imóveis que compões sua carteira. O *Mortgage* REIT, por sua vez, concentra-se no financiamento imobiliário, através da concessão de empréstimos garantidos por hipotecas, securitizações de recebíveis e em modalidades de empréstimos lastreados em ativos imobiliários. Na essência, os *Mortgage* REITs emprestam dinheiro a proprietários de imóveis e derivam suas receitas dos juros obtidos por meio de tais empréstimos. Diferentemente dos *Equity* REITs, os *Mortgage* REITs genuínos não possuem bens imobiliários. Há ainda os *Hybrid* REITs, que conjugam ativos tanto na forma de propriedade como de financiamento, constituindo um híbrido entre as duas citadas modalidades¹⁵⁶.

¹⁵⁴ CHAN, Su Han; ERICKSON, John; WANG, Ko. Op. cit., p 15.

¹⁵⁵ FASS, Peter M, SHAFF, Michael E., ZIEF, Donald B. Op. cit., p. 729.

¹⁵⁶ MCall, Jack H. A Primer on Real Estate Investment Trusts: The Legal Basics of REITs. **The Tennessee Journal of Business Law – Transactions**. Special Report Spring 2001.

A fim de valerem-se da classificação e, assim, do tratamento fiscal mais vantajoso, os REITs devem observar os seguintes requisitos¹⁵⁷:

1. *Requisitos quanto à propriedade*: O REIT não pode ter mais do que 50% de suas quotas detidas direta ou indiretamente por um grupo de 5 ou menos investidores (originalmente se exigia que o REIT tivesse pelo menos 100 investidores, mas esta exigência foi sendo flexibilizada ao longo do tempo);
2. *Requisitos quanto ao tipo de receita e ativos que o REIT pode gerar e deter*: O REIT deve observar os percentuais de receitas e ativos exigidos por lei para o tipo específico (estes percentuais tem sido alterados de tempos em tempos). Há também limitação quanto ao percentual de receita originada com a venda de ativos detidos pelo REIT a curto prazo.
3. *Restrições quando à estrutura de administração*: No passado, o REIT não podia gerir a sua própria carteira e era obrigado a contratar gestor externo, habilitado para tanto. Em 1986, foram emitidas novas regras pelas autoridade tributária americana (*Internal Revenue Service – IRS*) (*rulings*), conferindo aos REITs a prerrogativa de gerir e administrar o seu próprio patrimônio (*self-advised* e *self-managed* status).
4. *Restrições quanto à distribuição de resultados*: para qualificar como REIT, a sociedade ou *trust* deve distribuir pelo menos 90% de sua receita tributável, que inclui ganhos de capital.

Uma vez satisfeitos tais requisitos, os REITs beneficiam-se do tratamento fiscal mais vantajoso, consistente no regime de *pass through*, que garante que os ganhos do REITs sejam tributados somente quando distribuídos aos investidores. Por outro lado, REITs pagam o preço de não ter lucros acumulados disponíveis para expandir seus negócios, demandando novas chamadas de capital para a realização de investimentos.

¹⁵⁷ CHAN, Su Han; ERICKSON, John; WANG, Ko. Op. cit., p 37.

Os REITs foram originalmente criados sob requisitos ainda menos flexíveis, os quais foram sendo moldados e adaptados de acordo com as reações e demandas do mercado. Conforme vimos acima, a flexibilização de tais requisitos teve importante impacto na proliferação e desenvolvimento dos REITs.

3. FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO

3.1. Breve Histórico dos Fundos de Investimento no Brasil

A evolução histórica legislativa dos fundos de investimento no Brasil tem seu marco inicial em 25 de maio de 1945, com a promulgação do Decreto Lei 7.583/45. O Decreto criou as sociedades de investimento, de crédito e de financiamento, inicialmente reguladas pelo Ministério da Fazenda (cujos poderes foram posteriormente transferidos à SUMOC – Superintendência da Moeda e do Crédito por força do Decreto-Lei 8.495/45)¹⁵⁸. No exercício de sua competência, o Ministério da Fazenda expediu a Portaria 88, em 08 de junho do mesmo ano, regulando a constituição e o funcionamento das sociedades de investimento, e impondo, dentre outras condições, que sua criação fosse precedida de aprovação pelo próprio órgão.

Em 1946 foi promulgada uma nova Constituição dos Estados Unidos do Brasil, confirmando a competência exclusiva da União para regular as operações de crédito, financiamento e seguro, e determinando que a atividade legislativa acerca das sociedades financeiras ficasse restrita à edição de leis federais, aprovadas pelo Congresso e sancionadas pelo Presidente.

Nesta época, e até meados da década de 60, as atividades de investimento coletivo no Brasil eram predominantemente realizadas através de sociedades, especialmente sociedades anônimas e em conta de participação¹⁵⁹. Não obstante, as normas acerca da matéria, restritas aos dispositivos acima citados, eram insuficientes, alimentando a demanda por uma maior regulação das sociedades de investimento, de forma a conferir mais segurança aos investidores em geral. Até então, não se falava em fundos em condomínio.

¹⁵⁸ De acordo com Oscar Barreto as primeiras Sociedades de Investimento foram Valéria S.A, Valéria Segunda S.A, Valéria Terceira S.A – Participações Industriais, todas constituídas e geridas por Deltec S.A – Investimentos e Participações. Dentre as sociedades em conta de participação, Barreto cita o Fundo Brasil de Participações em Valores, tendo como sócio ostensivo Companhia Brasil de Investimentos Gerais. Op. cit., p. 20.

¹⁵⁹ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Op. cit., p. 57.

Foi em meio a euforia desenvolvimentista que marcou o início do governo de Jucelino Kubitschek que foi criado o primeiro fundo em condomínio no Brasil: o fundo CRESCINCO. O fundo CRESCINCO pertencia à *International Basic Economic Corporation* (IBEC), do grupo Rockefeller, e tinha por objetivo financiar grandes projetos, em especial aqueles voltados à nascente indústria automobilística brasileira. Tratava-se de inovação sem nenhum precedente ou fundamento legal.

O fundo foi constituído em 28 de janeiro de 1957, por escritura pública, a qual determinava que o fundo seria administrado pela IBEC, e dispunha sobre a sua política de investimentos. Embora instituído como condomínio, as regras do fundo eram totalmente incompatíveis com as regras do condomínio civil, o que levou Peter Walter Ashton¹⁶⁰ a escrever tese de mestrado defendida perante a Universidade de Miami, dedicada a demonstrar tais incompatibilidades e propugnar a incorporação do *Investment Company Act* de 1940 às leis brasileiras.

Segundo o autor, quando da constituição do CRESCINCO, “as exigências legais, em geral, continuavam sendo escassas, convenientemente generalizadas e pouco ‘regimentadoras’, convidando assim à ideia da organização e constituição de uma companhia de investimento, nos moldes gerais da organização dessas companhias nos Estados Unidos”¹⁶¹. Embora inspirado nas companhias de investimento americanas, os fundadores do CRESCINCO optaram pela forma condominial, não propriamente como meio de transposição do modelo americano segundo sua natureza jurídica, mas por razões de conveniência e oportunidade, relacionadas à dinâmica e à tributação das operações que se pretendiam realizar¹⁶².

¹⁶⁰ ASHTON, Peter Walter. **Companhias de Investimento**. 1ª Edição. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S/A. 1963.

¹⁶¹ ASHTON, Peter Walter. Op. cit., p. 40.

¹⁶² Peter Ashton informa em sua tese que consultou os fundadores do CRESCINCO e estes justificaram que optaram pela forma condominial para evitar as restrições decorrentes da exigência de capital fixo para a sociedade, bem como a dupla tributação (inexistindo ainda regras claras de isenção de imposto de renda sobre dividendos). Ibidem, p. 40-41. A este respeito, Mário Tavernard Martins de Carvalho sustenta que relativamente às sociedades também era possível entender que não havia dupla tributação, uma vez que o regulamento do imposto de renda vigente, Decreto 36.773/55, em seu artigo 43, estabelecia que seriam deduzidos da base do imposto de renda os lucros e dividendos que já tivessem sofrido tributação proporcional em poder das sociedades que o distribuíam, desde que comprovado o pagamento. Não obstante, a generalidade da norma ainda suscitava dúvidas quanto à aplicação às sociedades de investimento. O autor nos informa ainda que após a criação do CRESCINCO o governo se preocupou em definir o tratamento tributário aplicável aos fundos em condomínio, editando a Lei nº 3.470/58, que em seu artigo 82, dispunha que os fundos de investimento constituídos sob a forma de condomínio não seriam considerados pessoas jurídicas para fins de tributação do imposto de renda, desde que administrados por sociedades de investimento fiscalizadas pela Superintendência da Moeda e do Crédito, e que não fosse aplicada em uma só

Foi então que o Ministério da Fazenda editou a Portaria 309/59, tardiamente respondendo à demanda por regulação. A Portaria 309/59 redefiniu o papel das sociedades de investimento, de crédito e financiamento, destacando sua importância como veículo complementar ao desenvolvimento do país, e autorizou a constituição de “fundos em conta de participação ou em condomínio”.

As sociedades então reguladas pela Portaria 359/1959 podiam se organizar como sociedades de investimento (sociedades anônimas) ou em conta de participação, tendo como sócio ostensivo sociedades de investimento. Os fundos eram constituídos por intermédio de tais sociedades. Os fundos em conta de participação resultavam da celebração de um contrato entre os sócios ostensivos e participantes, estruturado como espécie de regulamento, que se referia à *aplicação em um fundo*. O vocábulo “fundo” era até então utilizado para identificar os recursos aportados dentro de uma companhia, ou por meio da constituição de uma sociedade em conta de participação¹⁶³.

Em 1965, foi promulgada a Lei 4.728/65, disciplinando o mercado de capitais e estabelecendo medidas para o seu desenvolvimento. Através do referido normativo, o legislador brasileiro permitiu a criação de veículos de investimento coletivo tanto sob a forma societária como sob a forma condominial¹⁶⁴. A estrutura legal seguia o modelo já proposto pela Portaria 309/59, que se referia tanto a “fundos” em conta de participação como em condomínio.

A Lei 4.728/65 outorgou ao Conselho Monetário Nacional (CMN) a competência para expedir as normas a serem observadas pelas sociedades de investimento¹⁶⁵, e ao Banco Central a responsabilidade por fiscalizar tais sociedades e os fundos por elas administrados,

empresa importância superior a 10% do valor do fundo, bem como que houvesse distribuição anual aos condôminos dos resultados auferidos. CARVALHO, Mário Tavernard Martins. **Regime Jurídico dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latim, 2012, p. 60.

¹⁶³ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Op. cit., p. 62.

¹⁶⁴ Lei 4.728/65 O Artigo 49: Depende de prévia autorização do Banco Central o funcionamento das sociedades de investimento que tenham por objeto: (...)

II – a administração de fundos em condomínio ou de terceiros, para aplicação nos termos do inciso anterior.

¹⁶⁵ Lei 4.728/65 Artigo 49:

§ 1º Compete ao Conselho Monetário Nacional fixar as normas a serem observadas pelas sociedades de investimento referidas neste artigo, e relativas a: (...)

§ 3º Compete ao Banco Central, de acordo com as normas fixadas pelo Conselho Monetário Nacional, fiscalizar as sociedades de investimento e os fundos por elas administrados.

de acordo com as normas do CMN. Posteriormente, por meio da Resolução CMN 1.787/91, a competência normativa para regular os “fundos mútuos de ações” foi delegada à CVM, ficando, entretanto, estabelecido, que o Banco Central do Brasil (BACEN) deveria ser previamente ouvido quanto à introdução de limites máximos de aplicação de recursos dos fundos em títulos de crédito¹⁶⁶. A divisão de competências entre a CVM e o BACEN causou confusão normativa e gerou insegurança jurídica, visto que os fundos regulados pelo BACEN possuíam características distintas daqueles sob a competência da CVM¹⁶⁷.

Em 10 de dezembro de 1968, consoante deliberação do Conselho Monetário Nacional, então preocupado com as consequência que poderiam advir da má administração das carteiras de investimento de clientes de instituições financeiras, o BACEN editou a Resolução 103, que, em seu inciso IV, vedava “as sociedades de crédito, financiamento e de tipo misto a constituição, administração ou gerência de fundos mútuos de financiamento, ou fundo de ‘acceptance’”, e determinava que tais fundos fossem liquidados progressivamente até 31 de dezembro de 1969¹⁶⁸.

Tal medida causou insatisfação generalizada e imediata reação por parte das associações das sociedades de crédito, financiamento e investimento, levando-as a negociar diretamente com o governo uma solução. Como resultado de tais negociações, objetivou-se definir uma estrutura jurídica distinta da sociedade em conta de participação, focando-se, pois, na figura do condomínio como modalidade eleita para a estruturação dos fundos de investimento¹⁶⁹. Os fundos de investimento foram então institucionalizados através da Resolução 145 do BACEN, consolidando a opção pelos fundos organizados sob a forma condominial.

O insucesso da solução societária decorreu, pois, das circunstâncias relatadas acima, e, em especial, da insegurança acerca da utilização de sociedades não personificadas, as quais,

¹⁶⁶ Resolução CMN 1.787 Artigo 3º: Autoriza a Comissão de Valores Mobiliários a baixar as normas e adotar as medidas que entender necessárias relativamente à constituição e ao funcionamento dos fundos mútuos de ações. § 1º O Banco Central do Brasil deverá ser previamente ouvido quando se tratar da introdução de limites máximos de aplicação de recursos dos fundos referidos neste artigo em títulos de crédito.

¹⁶⁷ BORGES, Florinda Figueiredo. Os Fundos de Investimento, Reflexões Sobre sua Natureza Jurídica. In FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quarter Latin, 2009, p. 53.

¹⁶⁸ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Op. cit., p. 62.

¹⁶⁹ CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Op. cit., p. 63.

embora permitidas por lei, não ofereciam aos investidores a segurança própria das sociedades por ações. A sociedade por ações, por sua vez, era considerada como um modelo inflexível, incapaz de acomodar as necessidades dos fundos de investimento, em especial, em relação às chamadas de capital. A despeito das normas então constantes na Lei 4.728/65 acerca do capital autorizado (lançadas na época como um atrativo ao modelo societário, visto que supostamente afastaria as restrições às novas chamadas de capital), entendia-se o processo ainda complexo e demorado, por demandar a necessidade de deliberação da Assembleia Geral ou do Conselho de Administração¹⁷⁰. A expressão “fundos de investimento” acabou então por abranger tanto as sociedades de investimento (constituídas como espécies societárias) como os fundos organizados sob a forma condominial¹⁷¹.

Com a edição da Lei nº 10.303/01, que alterou a Lei nº 6.385/76, estabeleceu-se, por definitivo, a competência da CVM para regular e fiscalizar os fundos de investimento, mediante a classificação das quotas de fundos de investimento como valores imobiliários. A alteração colocou fim a celeuma acerca da competência compartilhada entre o Banco Central e a CVM, que desde então intensificou por sobremaneira sua tarefa regulatória, trabalhando dia após dia na expedição de normas destinadas ao desenvolvimento e aprimoramento dos fundos de investimento.

No exercício de sua competência normativa sobre a matéria, a CVM adotou, por definitivo, o modelo condominial. A principal norma vigente expedida pela CVM é a Instrução Normativa 409/2004, que regulamenta os fundos de investimento em geral (a exceção de determinados fundos, dotados de tratamento diferenciado emanados de normas específicas)¹⁷², e estabelece, em seu Artigo 2º, que os fundos de investimento são “uma

¹⁷⁰ BARRETO FILHO, Oscar. Op. cit., p. 116.

¹⁷¹ PINTO, Luis Felipe Carvalho. Op. cit., p. 60-63.

¹⁷² Art. 1º A presente Instrução dispõe sobre normas gerais que regem a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento e fundos de investimento em cotas de fundo de investimento definidos e classificados nesta Instrução.

Parágrafo único. Excluem-se da disciplina desta Instrução os seguintes fundos, regidos por regulamentação própria:

I – Fundos de Investimento em Participações;

II – Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações;

III – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios;

IV – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social;

V – Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios;

comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”.

O Fundo de Investimento Imobiliário é um dos fundos que, embora regulamentados pela CVM, são dotado de regramento único por meio de normas específicas, conforme veremos a seguir.

3.2. Criação do Fundo de Investimento Imobiliário – A Lei nº 8.668/93

O Fundo de Investimento Imobiliário brasileiro (FII) foi criado em 1993, através da Lei nº 8.668 de 23.03.93, no contexto da política de fomento ao investimento por via da captação da poupança pública junto ao mercado de capitais. A criação do FII tinha, por um lado, o objetivo de incrementar o mercado imobiliário, importante seguimento da atividade econômica e produtiva, e, por outro lado, viabilizar o acesso à habitação e aos serviços humanos¹⁷³.

Conforme mencionamos anteriormente na introdução a este trabalho, a Lei nº 8.668 de 23.03.93 foi o primeiro diploma legal que efetivamente previu a securitização da base imobiliária no Brasil¹⁷⁴. O FII passou a permitir a captação de recursos destinados a empreendimentos imobiliários junto a um público diversificado, incluindo pequenos investidores e pessoas físicas. Assim o fazendo, além de fomentar o segmento imobiliário, o FII serviu como importante instrumento ao incremento das negociações via mercado de

VI – Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional;

VII – Fundos Mútuos de Privatização – FGTS;

VIII – Fundos Mútuos de Privatização – FGTS – Carteira Livre;

IX – Fundos de Investimento em Empresas Emergentes;

X – Fundos de Índice, com Cotas Negociáveis em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão Organizado;

XI – Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes - Capital Estrangeiro;

XII – Fundos de Conversão;

XIII – Fundos de Investimento Imobiliário;

XIV – Fundo de Privatização - Capital Estrangeiro;

XV – Fundos Mútuos de Ações Incentivadas;

XVI – Fundos de Investimento Cultural e Artístico;

XVII – Fundos de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras;

XVIII – Fundos de Aposentadoria Individual Programada – FAPI; e

XIX – Fundos de Investimento em Diretos Creditórios Não-Padronizados.

¹⁷³ PARKINSON, Carmen Silva; GAIVÃO, Pedro; MENEZES, Cristina Bogado; SUBTIL, Antônio Raposo.

Fundos de Investimento Imobiliário – Brasil e Portugal. São Paulo: Vida Imobiliária, 2009, p. 39.

¹⁷⁴ CAMINHA, Uinie. **Securitização.** São Paulo: Saraiva, 2007, 2ª edição, p. 144.

capitais, valendo-se do atrativo próprio dos negócios imobiliários como incentivo ao ingresso de novos investidores.

De acordo com o art. 1º da Lei 8.668/93, o FII consiste em uma “comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Imobiliários, [...] destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários”. A Lei não define a expressão “empreendimentos imobiliários”, e tampouco dispõe de um rol taxativo ou exemplificativo das atividades que se enquadrariam nesse conceito. Consequentemente, admite-se que o FII seja engajado em quaisquer atividades de natureza imobiliária bem como que detenham quaisquer ativos imobiliários ou com lastro em atividade imobiliária. Nestes termos, coube à CVM definir quais os ativos que podem compor a carteira do Fundo, os quais encontram-se atualmente definidos no art. 45 da IN CVM 472/08¹⁷⁵.

A Lei 8.668/93 foi objeto de diversas alterações posteriores, todas voltadas ao tratamento tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário. Com esse propósito, foram editadas as Leis nº 8.894, de 21 de junho de 1994, 9.779 de 19 de janeiro de 1999, 11.196 de 21 de novembro de 2005 e 12.024 de 27 de agosto de 2009. A combinação destas normas atribui ao FII um regime tributário incentivado, excluindo-os do regime fiscal aplicado às pessoas jurídicas desde que cumpridos determinados requisitos (muito similares àqueles estabelecidos para os REITs norte-americanos), a saber:

1. O FII deve ser organizado sob a forma de condomínio fechado;

¹⁷⁵ Art. 45. A participação do fundo em empreendimentos imobiliários poderá se dar por meio da aquisição dos seguintes ativos: I – quaisquer direitos reais sobre bens imóveis; II – desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM, ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, desde que se trate de emissores cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII; III – ações ou cotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII; IV – cotas de fundos de investimento em participações (FIP) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII ou de fundos de investimento em ações que sejam setoriais e que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário; V – certificados de potencial adicional de construção emitidos com base na Instrução CVM nº 401, de 29 de dezembro de 2003; VI – cotas de outros FII; VII – certificados de recebíveis imobiliários e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII e desde que sua emissão ou negociação tenha sido registrada na CVM; VIII – letras hipotecárias; e IX – letras de crédito imobiliário.

2. A cada 6 meses o FII deve distribuir pelo menos 95% do seu resultado de caixa aos quotistas;
3. Sua carteira deve ser composta em pelo menos 75% por títulos ou propriedades imobiliárias relacionados no art. 45 da IN CVM 472/08;
4. O FII não deve aplicar recursos em empreendimentos imobiliários que tenha como incorporador, construtor ou sócio, quotista que possua, isoladamente ou em conjunto com pessoas a ele relacionadas, mais de 25% das quotas do Fundo.

Desta feita, o FII é isento do pagamento de imposto sobre a renda oriunda das atividades ou ativos imobiliários do Fundo (a exceção dos rendimentos e ganhos líquidos que venha a auferir em aplicações financeiras de renda fixa ou variável). O imposto incide apenas quando do resgate de quotas ou distribuição de resultados aos quotistas, a alíquota de 20%. Neste tocante, foi ainda estendido aos quotistas pessoas físicas de Fundos de Investimento Imobiliários o regime de isenção de imposto de renda na fonte previsto na Lei nº 11.033/04¹⁷⁶, desde que atendidos os seguintes requisitos: (i) tais quotistas tenham suas quotas negociadas exclusivamente em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado e não possuam mais do que 10% das quotas do Fundo; e (ii) o Fundo tenha pelo menos 50 investidores¹⁷⁷.

Desde então não houve mais alterações ou incrementos à Lei 8.668/93, a qual tem se mantido estática e preservado o tratamento superficial acerca da matéria. O detalhamento acerca da criação, funcionamento e administração do FII ficou a cargo das normas expedidas pela CVM, as quais, sim, vêm se aprimorando ao longo do tempo, como veremos no capítulo a seguir.

¹⁷⁶ A Lei 11.196/05 estendeu os benefícios do inciso III do artigo 3º da Lei 11.033/04, de isenção do Imposto de Renda sobre as distribuições pagas a cotistas de Fundos de Investimento Imobiliários Pessoa Física, desde que observadas as seguintes condições: (i) as cotas do Fundo sejam negociadas em bolsa de valores ou balcão organizado; (ii) o Fundo tenha pelo menos 50 cotistas; (iii) tais investidores não detenham individualmente mais do que 10% das cotas do Fundo.

¹⁷⁷ A respeito do tratamento fiscal dos Fundos de Investimento Imobiliário: MENEZES, Cristina Bogado; NÓBREGA, João Ricardo. **Fundos de Investimento Imobiliário**. São Paulo: Vida Imobiliária, 2011, p. 56 e seguintes.

3.3. Atuação da CVM na regulação dos Fundos de Investimento Imobiliários

Como sujeito ativo e passivo no mercado de valores mobiliários, e por expressa disposição no art. 3 da Lei 8668/93¹⁷⁸, o FII sujeita-se às disposições contidas na Lei 6.385 de 07 de dezembro de 1976, e, desta forma, à regulação da Comissão de Valores Mobiliários.

As primeiras normas expedidas pela CVM a respeito do FII foram as Instruções Normativas 205 e 206, ambas de 14 de janeiro de 1994, a primeira dispondo sobre a constituição, funcionamento e administração dos Fundos de Investimento Imobiliário, e a segunda sobre as normas contábeis aplicáveis às suas demonstrações financeiras. Tais normas permaneceram vigentes por muitos anos, propiciando as discussões acerca da natureza jurídica dos Fundos de Investimento Imobiliário no âmbito da autarquia.

Ocorre que em função da evolução do mercado, tais normas tornaram-se antigas, e embora alteradas, deixavam um amplo leque de variações em aberto, demandando assim a aplicação das normas gerais. Neste contexto, leal à opção legislativa pela forma condominial, a CVM por vezes buscou suporte em previsões genéricas encontradas no Código Civil, a exemplo daquelas acerca do defeito dos negócios jurídicos, boa fé e abuso de poder, para resolver questões como direito de voto e conflito de interesse, matérias profundamente trabalhadas pela Lei das Sociedades Anônimas.

É o que se observa, por exemplo, no julgamento do Proc. RJ 2005/4825¹⁷⁹, relativamente ao Fundo Imobiliário C&D DTVM Ltda.:

26. Analisado o mérito do recurso, passo a analisar a consulta feita pela área técnica ao Colegiado sobre a possibilidade de analógica do art. 115 da Lei 6.404/76, no que respeita à decisão dos cotistas ligados ao empreendedor no âmbito das deliberações tomadas nas assembleias gerais, em virtude da possibilidade de configuração de conflito de interesses ou benefício particular. [...]

28. Inicialmente, cabe verificar que o recurso à analogia pressupõe a existência de uma situação em que se verifique uma lacuna na lei. [...]

29. Assim, necessário se faz verificar qual a natureza jurídica do fundo de investimento imobiliário e a legislação aplicável para, só após a análise dessas regras, pensar em utilização da analogia. Nos termos da Lei 8.686/93, o fundo de investimento imobiliário é uma comunhão de recursos, sem personalidade

¹⁷⁸ Art. 3º As quotas dos Fundos de Investimento Imobiliário constituem valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, admitida a emissão sob a forma escritural.

¹⁷⁹ Proc. RJ 2001/1857.

jurídica, constituído sob a forma de condomínio fechado. Tem-se, assim, que os fundos de investimento imobiliário são condomínios e, portanto, gozam de disciplina própria, estabelecida no Código Civil.

30. Do Código Civil, retiram-se algumas regras que podem ser aplicadas no caso mencionado pela SRE. Falo das regras tratando dos defeitos do negócio jurídico e sancionando o abuso de poder e a ausência de boa-fé objetiva, cujos pressupostos e implicações devem ser analisados para aplicação no caso concreto, sem prejuízo, ainda, das disposições contidas na regulamentação aplicável sobre a questão do conflito de interesses.

31. Em razão da existência dessas regras no Código Civil e na regulamentação aplicável, as disposições constantes no art. 115 da Lei 6.404/76, tratando do abuso do direito de voto e conflito de interesses no âmbito das sociedades por ações, não se aplicam ao presente caso.

A leitura do trecho acima evidencia o nítido o esforço da CVM em buscar no Código Civil os fundamentos basilares do art. 115 da Lei nº 6.404/76, bem como sua intenção de alcançar os mesmos resultados do dispositivo legal sem, entretanto, recorrer a aplicação, ainda que analógica, da Lei Acionária.

Em outra ocasião, confrontada por parecer de Fábio Konder Comparato, onde este sustenta a equiparação entre os fundos e as sociedades, a CVM defendeu que tal equiparação “diz respeito à finalidade do veículo (fundo, sociedade, trust), mas naturalmente não é capaz de transformar a sua natureza jurídica”¹⁸⁰. Sob este argumento, a Autarquia, consoante voto do Diretor Relator Marcelo F. Trindade, rejeitou a aplicação analógica do art. 109 da Lei Acionária, estabelecendo que “os princípios que regem as sociedades e os fundos de investimento são diversos, porque diversas são suas naturezas jurídicas”.

O respeito da Autarquia pela classificação legal é compreensível, embora, a nosso ver, a admissão do Fundo como condomínio não serve por si só ao afastamento da aplicação analógica da Lei nº 6.404/76, tendo em vista as similitudes existentes entre tais Fundos e as companhias abertas, especialmente no que diz respeito à sua organização e comportamento no âmbito do mercado de capitais.

Por outro lado, reconhecedora de tais similitudes, a CVM promoveu ampla alteração na regulação dos Fundos de Investimento Imobiliário, adotando normas extensas e detalhadas, inspiradas na Lei Acionária e com expressas referências a mesma.

¹⁸⁰ Ata de Reunião do Colegiado nº 20 de 22.05.2001. Proc. RJ 2001/1857.

Hoje, as principais normas administrativas vigentes estão consolidadas na Instrução Normativa CVM 472 de 31 de outubro de 2008 (que veio a revogar a IN CVM 205). De acordo com a minuta da Audiência Pública 01/2008 que deu base à conversão da minuta na IN CVM 472/2008, a nova norma então em análise visava “atualizar a disciplina do FII, de modo a aproxima-los dos demais fundos de investimento regulados pela CVM e modernizar as regras que regem sua constituição e seu funcionamento”. A IN CVM 472/2008 dispõe sobre “a constituição, a administração, o funcionamento e a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII”, e é hoje a principal matriz regulamentar do regime jurídico dessa modalidade.

Além da IN CVM 472/2008, foi recentemente expedida a Instrução Normativa CVM 516 de 29 de dezembro de 2011 (que revogou a IN CVM 206), traduzindo ao FII as normas contábeis vigentes para as companhias abertas, e aproximando-os ainda mais do tipo societário.

3.4. Principais Diferenças entre o Fundo de Investimento Imobiliário e os Demais Fundos de Investimento que Justificam a Análise Isolada de sua Natureza Jurídica

Não obstante ostentem a mesma denominação e classificação legal, o FII possui algumas peculiaridades em relação aos demais fundos de investimento que justificam a análise de sua natureza jurídica sob uma perspectiva própria e diferenciada dos demais.

Como vimos anteriormente, o FII foi criado por lei específica, a Lei nº 8.668/93, neste aspecto se diferenciando dos demais fundos de investimento, instituídos por norma geral. A escolha pela Lei específica não foi por acaso, visto que o FII é dotado de qualidade única, que não pode ser obtida por outro meio senão por definição legal, a saber, o regime de afetação.

As principais diferenças estruturais entre os Fundos de Investimento Imobiliários e os demais fundos de investimento são: a *propriedade fiduciária do administrador* e o *regime de afetação*.

Consoante previsto no artigo 6º da Lei n. 8.668/93, os bens e direitos que compõe o patrimônio do Fundo são adquiridos pelo administrador “em caráter fiduciário”. O administrador empresta sua personalidade jurídica ao Fundo, e seu patrimônio passa a ser formado pelos bens e direitos adquiridos pelo administrador¹⁸¹. Tal dinâmica difere da adotada para os fundos de investimento em geral. Nesses, os bens que constituem o patrimônio do fundo são adquiridos pelo fundo em seu próprio nome¹⁸².

Consequentemente, o administrador, como fiduciário, é quem detém, com exclusividade, a propriedade sobre os bens. Aos quotistas não cabe senão o direito de exigir que o administrador exerça a propriedade segundo as normas e regulamento do Fundo.

Como vimos no início de nosso trabalho, ao abordarmos ao conceito de fidúcia romana e os atributos da propriedade, o nosso ordenamento jurídico adotou o princípio da indivisibilidade do direito de propriedade, e não admite seu desmembramento. Assim sendo, não são atribuídos aos quotistas do Fundo quaisquer aspectos da propriedade, relativamente aos bens que compõe o seu patrimônio. A concepção da propriedade fiduciária do administrador não se baseia em uma divisão da propriedade, como ocorre no Direito Anglo-Saxão (divisão de *estates* verificada no *trust*). Neste diapasão, o artigo 13 da Lei nº 8.668/93, veda expressamente aos quotistas o exercício de qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do FII. A propriedade dos quotistas recai somente sobre suas respectivas quotas, as quais representam a significação econômica do patrimônio, mas não sobre este último¹⁸³.

Inspirado no *Real Estate Investment Trust* norte-americano, o Fundo de Investimento Imobiliário assimilou a propriedade fiduciária não segundo o modelo clássico de fidúcia, mas revestiu-a das características próprias do regime de afetação. Bem como ocorre com o *trust*, os bens que compõe a carteira do FII não se confundem com o patrimônio geral do administrador, mas são tratados como patrimônio especial, totalmente distinto e separado

¹⁸¹ Lei nº 8.668/93: Art. 6º - O patrimônio do Fundo será constituído pelos bens e direitos adquiridos pela instituição administradora em caráter fiduciário. Art. 7º - Os bens e direitos integrantes do fundo (...), bem como seus frutos e rendimentos não se comunicam com o patrimônio desta [administradora], observadas, quanto a tais bens e direitos, as seguintes restrições: (...).

¹⁸² CHALHUB, Melhim Namen. Negócio Fiduciário...p. 364.

¹⁸³ Idem, Ibidem, p. 364.

do primeiro, que abrange os direitos e obrigações relativos ao fundo detidos pelo administrador.

Os bens e direitos mantidos sob a propriedade fiduciária do administrador, bem como seus frutos e rendimentos, não se comunicam com o seu patrimônio geral. Desta forma, tais bens e direitos não integram o ativo do administrador, nem respondem por quaisquer obrigações deste último. Além disso, não podem ser dados em garantia de débito, nem ser executados por qualquer credor do administrador, nem são atingidos no caso de insolvência.

Caso o administrador entre em liquidação, ou, por qualquer outro motivo, fique impedido de exercer suas funções, a assembleia dos quotistas elegerá outra instituição para sucedê-lo. Em tais casos, a propriedade fiduciária dos bens pertencentes ao Fundo será transmitida à instituição financeira nomeada pela assembleia dos quotistas para substituir o administrador.

Ademais, o administrador deve exercer a propriedade segundo o propósito e em observância das diretrizes impostas pelo regulamento do Fundo. Embora tenha liberdade para dispor dos bens integrantes da carteira imobiliária, e adquirir outros bens com o resultado, os bens adquiridos posteriormente também se subrogam nas restrições impostas pelo regulamento. Veja-se, portanto, que o regulamento do Fundo desempenha o mesmo papel que o *trust instrument* desempenha no regime anglo-saxão, através do qual o instituidor manifesta sua vontade e impõe as condições à gestão do patrimônio.

Por tais características, a propriedade fiduciária conferida ao administrador dos Fundos de Investimento Imobiliário é comumente referida pela doutrina como a figura que, no Direito Brasileiro, mais se aproxima do *trust*, conforme elucidado por Melhen Namen Chalhuh¹⁸⁴:

A figura que mais se aproxima da estrutura do *trust*, sem agredir o sistema romanístico, é a propriedade fiduciária que, no direito positivo brasileiro, é adotada para fins de administração de bens imóveis integrantes da carteira de fundos de investimento imobiliários, na qual a construção legislativa se ajusta à estrutura do *trust* sem deixar de atender ao conceito unitário da propriedade. Trata-se da Lei n 8.668, de 1993, que para fins de organização dos fundos de

¹⁸⁴ CHALHUB, Melhim Namen. **Trust**: perspectivas do direito contemporâneo na transmissão de propriedade para administração de investimentos e garantias. Rio de Janeiro: Renovar, 2001, p. 99-100.

investimento imobiliário, estabelece que (a) os bens que constituirão a carteira do fundo serão adquiridos pela sociedade administradora em seu próprio nome, mas em caráter fiduciário, (b) esses bens terão autonomia em relação aos bens do patrimônio geral da sociedade administradora, isto é, constituirão um patrimônio de afetação destinado aos subscritores das quotas do fundo, e (c) a sociedade administradora é investida do poder-dever de administrar esta carteira, incluindo o poder de disposição sobre os bens que a compõe, desde que para atender as finalidades do fundo.

Outro efeito do patrimônio de afetação, e diferencial do FII, é a responsabilidade limitada dos quotistas. De acordo com o art. 13, inciso II da Lei nº 8.668/93, os quotistas não respondem 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”. Esta regra não é comum a todos os fundos de investimento, aos quais a Lei classifica como condomínios, mas não atribui o regime de afetação¹⁸⁵.

A responsabilidade limitada dos quotistas, diferencial do FII em relação aos demais fundos, não guarda qualquer relação com a forma condominial. De fato, segundo as regras típicas dos condomínios, os quotistas seriam ilimitadamente responsáveis pelas dívidas do fundo¹⁸⁶. A limitação da responsabilidade decorre sim do império legal, e está pautada no patrimônio de afetação, entendimento este alinhado aos ensinamentos de Sylvio Marcondes, para quem o patrimônio separado configura-se “como base objetiva apropriada para receber, em direito constituendo, a construção jurídica de instituto, que propício à demarcação de uma área patrimonial, permita limitar-se a extensão da responsabilidade”¹⁸⁷.

Além das diferenças estruturais entre os Fundos de Investimento Imobiliário e os demais fundos, as quais, como demonstramos, têm repercussões diretas no regime patrimonial e de responsabilidades do FII, há outras peculiaridades regimentares que também devem ser consideradas. Os Fundos de Investimento Imobiliários são dotados de características muito similares às sociedades por ações, como já tivemos a oportunidade de observar na

¹⁸⁵ A responsabilidade dos cotistas pelas dívidas do fundo varia de acordo com os diferentes tipos de fundos de investimento. “Em algumas espécies de fundo o legislador simplesmente não tocou no assunto, em outras o fez parcialmente, sem o devido cuidado com os vocábulos empregados e sem uma sistematização da matéria”. Assim, “no plano real, co-existem estruturas em que os cotistas respondem com seu patrimônio comum para com as dívidas do fundo e estruturas onde a responsabilidade do cotista por dívidas do fundo é limitada ao patrimônio já efetivamente nele aportador”. FREITAS, Ricardo de Santos. Op. cit., p. 154.

¹⁸⁶ “A questão da responsabilidade dos investidores deve assim ser analisada fundo por fundo. A regra geral é da responsabilidade direta e ilimitada, mas sem solidariedade. Qualquer limitação somente será válida se prevista ou autorizada por norma jurídica específica” (PINTO, Luis Felipe de Carvalho. Op. cit., p. 127)

¹⁸⁷ MARCONDES, Sylvio. **Problemas de Direito Mercantil**. São Paulo: Max Limonad, 1970, p.99.

introdução deste trabalho. Para fins de se beneficiar do regime tributário incentivado, o FII é obrigado a distribuir parte de seus resultados, correspondentes a pelo menos 95% do lucro líquido do exercício aos quotistas. A obrigatoriedade de distribuição dos resultados segue o modelo do *Real Estate Investment Trust* norte-americano, e embora ligada ao tratamento tributário conferido ao Fundo, é capaz de exercer importante influência na identificação da natureza da causa do FII, e, por consequência, em sua natureza jurídica, conforme nos aprofundaremos mais adiante.

A forma como os quotistas participam dos resultados do fundo não é uniforme em todos os fundos de investimento. Segundo a regra geral, no fundo de investimento aberto (*open-end*), percussor dos demais, os rendimentos são absorvidos e adicionados à massa patrimonial, sendo liberados para os quotistas apenas por ocasião do resgate das quotas respectivas. São considerados, portanto, como acréscimo ao patrimônio do fundo, levando alguns doutrinadores a sustentar que nos fundos de investimento seriam condomínios por não produzirem rendimentos a serem distribuídos e tampouco visarem lucro. Neste sentido, foi o entendimento de Feliz Ruiz Afonso a justificar sua adesão à teoria condominial¹⁸⁸:

Os fundos, de fato, comportam-se como condomínios. Não produzem eles rendimentos a serem distribuídos no fim do exercício, nem sequer visam alcançar lucros numa sequência de compra-venda de títulos; coisas todas essas próprias das sociedades. Os condomínios mobiliários reúnem uma massa de bens, e os comunheiros beneficiam-se automaticamente da valorização dessa massa. Há valorização imediata da quota, e não distribuição de lucro.

Identificados acima os principais pontos de diferenciação entre os Fundos de Investimento Imobiliário e os demais fundos de investimento, passemos a analisar os efeitos da distinção na definição da natureza jurídica do instituto.

¹⁸⁸ Op. cit., p. 81.

4. NATUREZA JURÍDICA DO FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO

4.1. Notas sobre a Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento em Geral

Os fundos de investimentos, segundo a concepção e estrutura adotadas nos dias de hoje, são o reflexo da evolução histórica dos veículos de investimento coletivo, então inspirados nos *investment trusts*, que tiveram como precursora no Brasil a sociedade de investimento.

Como vimos anteriormente no capítulo destinado à evolução dos fundos de investimento, a escolha do legislador pela forma condominial decorreu de questões não jurídicas, relacionadas à rigidez do modelo societário, que afetavam negativamente a eficácia de tais veículos *vis a vis* as necessidades e o dinamismo do mercado de capitais. Já citamos, neste tocante, a dificuldade quanto às novas chamadas de capital, o problema tributário, e a insegurança gerada pela utilização de sociedades não personificadas (sociedades em conta de participação).

Os fundos de investimento em condomínio legalmente tiveram início em 30 de novembro de 1959, com a Portaria 309 do Ministério da Fazenda, que permitiu às companhias de crédito e financiamento a constituição de fundos em condomínio. Conforme relatamos, a Portaria foi instituída em resposta à demanda da sociedade pela regulamentação da espécie, visto que já vinham se utilizando de fundos em condomínio no exercício de sua autonomia de vontade, a exemplo do Fundo CRESCINCO. A regulamentação certamente serviu de fomento à utilização dessa modalidade, que passou a ganhar expressão em relação ao modelo societário sob a inspiração de seu precursor. Em 1968, o Banco Central do Brasil editou a Resolução 103, vedando por definitivo a gestão de fundos pelas companhias de investimento e consolidando a opção pelo modelo condominial.

No ano de 1969, após a derrota do modelo societário, aproximadamente 100 fundos de investimento foram criados sob a forma de condomínio, incitando o legislador a regular por completo a modalidade através da Resolução 145 do Banco Central¹⁸⁹.

¹⁸⁹ ALONSO, Feliz Ruiz. Os Fundos de Investimento. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. N. 1, Ano X, São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1971, p. 61.

A classificação dos fundos de investimento como condomínio repercute, pois, de uma solução prática adotada pelo legislador com base em questões econômico-políticas, e não reflete, necessariamente, sua natureza jurídica.

Quando falamos de “natureza jurídica”, nos referimos não à forma, mas à essência, a substância das coisas. Plácido e Silva ensina que “a natureza se revela pelos requisitos ou atributos essenciais e que devem vir com a própria coisa. Eles se mostram, por isso, a razão de ser, seja do ato, do contrato ou do negócio”¹⁹⁰.

A natureza jurídica pode ou não coincidir com a forma adotada por Lei para um instituto. Ela precede a sua classificação, e deve ser considerada no exercício da atividade legislativa, o que, entretanto, nem sempre ocorre na realidade.

Assim, não obstante a definição legal dos fundos de investimento como condomínio, mantiveram-se as discussões doutrinárias acerca de sua natureza jurídica. Na verdade, intensificaram-se tais discussões, tendo em vista a evidente incompatibilidade do então novo instituto com os preceitos tradicionais do condomínio civil.

Oscar Barreto foi quem inaugurou as discussões sobre o tema com sua obra “Regime Jurídico das Sociedades de Investimento”, em 1956. Sua análise tinha por base comparativa o *investimento trust* e buscava a atribuição de natureza jurídica ao instituto sob a perspectiva do direito pátrio. Em conclusão, Oscar Barreto veio a afirmar que “o instituto que melhor traduz em termos jurídicos a armadura e os mecanismos da atividade econômica por ele desenvolvida é o contrato de sociedade, nas duas formas de sociedade por ações e de sociedade em conta de participação, conforme a empresa seja, respectivamente, do tipo fechado (*closed end*) ou do tipo aberto (*open end*)”¹⁹¹. Sua conclusão foi seguida por Bernard Pajiste, em 1958, com “Investimentos”, na qual considera os fundos como “sociedades em conta de participação”¹⁹².

¹⁹⁰ PLÁCIDO E SILVA, Oscar Joseph. Vocabulário Jurídico. 28 edição, p. 942. Atualizada por Nagib Slaibi Filho e Gláucia Carvalho. Rio de Janeiro: Forense, 2009. *Apud* CARVALHO, Mário Tavernard Martins De. Op. cit., p. 181.

¹⁹¹ Op. cit., p. 195.

¹⁹² ALONSO, Feliz Ruiz. Op. cit., p. 61.

Em 1963, após a regulamentação dos fundos em condomínio através da Portaria 309, e motivado pelas notórias incompatibilidades do novo fundo com o condomínio tradicional, Peter Walter Ashton escreveu “Companhias de Investimento”. Ashton faz uma análise profunda sobre a natureza e principais características dos condomínios civis *vis a vis* os fundos em condomínio, e, como resultado, critica a adoção do modelo condominial, propugnando serem os fundos no máximo espécie de *spes condominii*. Segundo o autor, “embora os fundos de investimento brasileiros, do tipo aberto em regime de condomínio, devam seguir e orientar-se pelas disposições do instituto do condomínio regulado pelo Código Civil, tal não ocorre. Não são os fundos em condomínio aberto, aqui no Brasil, verdadeiros condomínios, apenas representam eles, no máximo, a ‘expectativa de condomínio por ocasião da liquidação do fundo’”¹⁹³.

Similar tese foi suportada por Ruy Cirne Lima, que, entretanto, considerando o fundo pela sua relação entre investidor e administrador, defendeu tratar-se de modalidade de contrato de comissão. Lima não reconhece a existência de um condomínio formado pela massa patrimonial reunida pelos investidores mas, assim como Ashton, considera a possibilidade de haver condomínio no momento da liquidação, quando surge para os investidores o direito à distribuição dos títulos que compõe a carteira do fundo. Por isso igualmente fala em *spes condominii*, para significar condomínio à hora final, quando fundo deixará de existir¹⁹⁴.

Alguns anos depois, mais precisamente em 1971, Feliz Ruiz Alonso escreveu “Fundos de Investimento”, na versão inaugural da Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro. Em sua festejada obra, Alonso propôs uma análise crítica às teorias suportadas por seus antecessores, reconhecendo, ao final, a criação de um novo instituto através do alargamento do condomínio, acatando o modelo proposto pelo legislador como forma de “condomínio especial”¹⁹⁵. Tal foi a conclusão de Alonso:

Reconhecendo a forma do condomínio para os fundos de investimento mobiliários, não se ignora o alargamento que se está fazendo daquele instituto. O legislador, porém, desde 1959 vem se referindo incessantemente, a esses fundos com a designação de condomínios. Não se poderia cogitar que o legislador, e,

¹⁹³ ASHTON, Peter Walter. Companhias de Investimento, p. 63.

¹⁹⁴ Ruy Cirne Lima, in Trust and Agency – estudo apresentado em Symposium sobre Direito e Governo Brasileiros, na Faculdade de Direito de Miami, apud ALONSO, Feliz Ruiz. Op. cit., p. 72-73.

¹⁹⁵ ALONSO, Feliz Ruiz. Op. cit., p. 71.

menos ainda, que a lei habitualmente estivesse eivada de impropriedades. Lógico, será pensar que está nascendo um novo instituto, em parte coincidente com o tradicional condomínio, e em parte com traços novos que o legislador e a doutrina, paulatinamente trarão a tona.

Pontes de Miranda também escreveu sobre as sociedades de investimento, no Tomo LI do seu “Tratado de Direito Privado”, mas sua abordagem foi mais voltado à identificação das diferentes espécies de fundos, tendo por dividido a categoria em três modalidades: fundos societários, em condomínio e fiduciários¹⁹⁶.

Como o passar dos anos e o desenvolvimento do mercado de capitais, os fundos de investimento multiplicaram-se, novas formas surgiram e o instituto ganhou larga expressão. Intensificaram-se as discussões e assim a produção de obras sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento, tanto entre a doutrina nacional como estrangeira.

Em 2005 Ricardo de Santos Freitas publicou a “Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento”, contendo detalhado estudo sobre o tema, no qual consolida as principais teorias acerca da natureza jurídica dos fundos de investimento, a saber: (i) teoria condominial; (ii) teoria da comunidade dos bens não condominial; (iii) teoria da propriedade em mão comum; (iv) teoria da propriedade fiduciária; e (v) teoria da organização associativa¹⁹⁷. Sem desabono às demais teorias mencionadas por Freitas, as duas teorias que ganharam maior repercussão na doutrina nacional, e dentre as quais ainda transitam as principais controvérsias acerca do tema, são a teoria condominial e a teoria da organização associativa, que preferimos nos referir como “teoria societária”. A primeira mantém o apego à classificação do fundo de investimento como espécie de condomínio especial, e a segunda sustenta a ocorrência de um contrato de sociedade entre os participantes do fundo¹⁹⁸.

¹⁹⁶ MIRANDA, Pontes. **Tratado de Direito Privado – Parte Especial**. 3ª Edição, Rio de Janeiro: Borsoi, 1972. Versão atualizada: MIRANDA, Pontes. **Tratado de Direito Privado – Parte Especial**. Tomo LI. 1ª Edição, São Paulo – Bookseller, 2007, p. 437.

¹⁹⁷ FREITAS, Ricardo de Santos Freitas. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. São Paulo: Quartier Latim, 2005.

¹⁹⁸ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa**: A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. Conflito Apurado pela Própria Assembleia de Cotistas. Quorum Qualificado para Destituição do Administrador do Fundo. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 187.

Os opositoristas à teoria societária apontam como argumento a suposta ausência de *affectio societatis* nos fundos de investimento¹⁹⁹. Tal argumento colide com a orientação original de Oscar Barreto Filho, que defende piamente a presença do *affectio societatis* no modelo do *investment trust*. Para tanto, recupera o eminente jurista os três elementos que considera compor o contrato de sociedade, a saber: (a) a cooperação ativa entre os sócios para a consecução do fim comum; (b) a formação do capital social; e (c) a participação de cada sócio nos lucros e nas perdas; todos os quais estariam presentes no instituto²⁰⁰:

Ora, numa empresa econômica do tipo do *investment trust* é possível reconhecer, de um modo amplo, a ocorrência desses três requisitos. A *affectio societatis* consistiria na intenção de congregar recursos para a aquisição e gestão de uma carteira de valores mobiliários, nas melhores condições jurídicas, técnicas e econômicas, para partilhar entre os sócios os lucros e vantagens atribuídos à propriedade desses valores. Existe, sem dúvida, no *investment trust*, a identidade de interesses, o espírito de colaboração ativa, que constitui o elemento volitivo do contrato social. É justamente a presençaa desses elemento que nos faz enxergar no *investment trust* algo mais do que uma simples comunhão contratual de patrimônio.

Ricardo de Santos Freitas também critica o argumento, defendendo que a *affectio societatis* estaria materializada na “contribuição material de cada cotista para desenvolver atividade econômica voltada a um fim comum”²⁰¹.

Já Comprato, a cuja teoria no afiliamos, descaracteriza o *affectio* como elemento passível de diferenciação dos conceitos de comunhão e sociedade. Afirma o professor que “a *affectio societatis* assim interpretada em nada diferencia, em nosso entender, a sociedade (pelo menos a regulada no código civil) da comunhão, uma vez que é lícito ao condômino provocar a divisão da coisa comum (art. 1.320 do Código Civil) da mesma forma que é lícito aos sócios promover a dissolução da sociedade por deliberação por maioria na sociedade por prazo indeterminado (art. 1.033 do Código Civil)”²⁰².

Também a teoria condominial encontrou barreiras em seus opositoristas. Inicialmente, encontraram na divisibilidade dos bens, característica dos condomínios civis, um dos principais pontos de sua crítica. A divisibilidade é de fato característica que não se

¹⁹⁹ Neste sentido: Feliz Ruiz Alonso, Fernando Schwarz Gaggine e Luiz Felipe de Carvalho Pinto (obras citadas ao longo deste trabalho).

²⁰⁰ Op. cit., p. 163-164.

²⁰¹ Op. cit., p. 185

²⁰² COMPARATO, Fábio Konder. Op. cit., p. 158.

encontra nos fundos de investimento: os quotistas não podem pedir a divisão dos bens integrantes da carteira do fundo, seu direito está restrito à equivalência econômica de suas quotas, devendo contentarem-se com o resgate em dinheiro quando assim permitido pelo fundo (o que não ocorre, por exemplo, nos fundos fechados, onde não se admite o resgate voluntário das quotas).

A crítica, entretanto, foi superada pelo posterior reconhecimento dos fundos como espécie de condomínio especial. A indivisibilidade não seria, por si só, suficiente para descaracterizar a natureza condominial do fundo, manifestando-se como aceitável peculiaridade de um regime especial de condomínio, tal como ocorre com os condomínios horizontais, conforme explica Comparato²⁰³:

A crítica mais grave que se possa fazer à tese da natureza condominial dos fundos de investimento prende-se ao fato da impossibilidade de o participante pedir a divisão dos bens, e a de exigir que se lhe devolva, na hipótese de recesso, uma parte física desses bens, correspondentes à sua quota, devendo contentar-se sempre com o resgate em dinheiro. Não nos parece, todavia, que essas regras, embora apartando nitidamente o instituto do direito comum, excluam sua natureza condominial. Afinal os nossos sistemas jurídicos não desconhecem, a existência de regimes especiais de condomínio, como o de prédios por planos horizontais, por exemplo.

Ocorre que a indivisibilidade não é a única inconsistência entre os fundos de investimento e o condomínio civil. Fernando Schwarz Gaggini explica que “existem diversos pontos que contrariam a tese do perfeito condomínio, uma vez que dentre outros, aos cotistas não é facultado influenciar na administração dos bens constitutivos do patrimônio do fundo, não é permitida a livre utilização dos ativos do fundo, não é possível requerer a dissolução da comunhão e não podem obter a divisão dos bens, direitos estes decorrentes da propriedade e previstos aos condôminos na modalidade de condomínio disciplinada no Código Civil Pátrio”²⁰⁴. Apesar da evidente incompatibilidade entre os fundos de investimento e o condomínio geral, parte da doutrina mantém-se empenhada a suportar a escolha feita pelo legislador, justificando tais inconsistências na criação do que classificam como uma forma de condomínio *sui generis*, ou condomínio especial, ao qual nos referimos antes.

²⁰³ Op. cit., p. 162.

²⁰⁴ GAGGINI, Fernando Schwarz. **Fundos de investimento no direito brasileiro**. São Paulo: Leud, 2001, p. 47.

Luis Felipe de Carvalho Pinto adere a esta teoria em sua dissertação de mestrado, concluindo que seria o fundo de investimento um instituto “intermediário entre a comunhão pura e a pessoa jurídica”²⁰⁵:

Esse condomínio *sui generis*, caracterizado pela existência de um patrimônio destinado a uma finalidade, de co-propriedade dos participantes, e indivisível, mostra-se equiparável à *gesamthand* do direito alemão (em mão comum), instituto 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.

Tal comparação, entretanto, não nos parece ideal a justificar a adoção pela teoria condominial, uma vez que nosso ordenamento jurídico, mais flexível do que o alemão, não restringe o reconhecimento das sociedades às figuras personificadas. Dispomos, sim, de um regime fechado, que restringe a personalidade jurídica a determinados tipos de sociedade, atendidos os requisitos formais previstos em Lei. Entretanto, esse mesmo regime concebe da existência de tipos societários não personificados, bem como da criação de sociedades atípicas, de modo que a ausência de personalidade não seria elemento passível de afastar a natureza societária dos fundos de investimento. Trataremos deste tema em mais detalhes no Capítulo 4.4. deste trabalho, ao identificarmos o sujeito do patrimônio do FII.

De toda forma, com o devido respeito aos argumentos relativos a uma ou outra teoria, mas fiéis às peculiaridades dos Fundos de Investimento Imobiliários, demonstraremos, ao longo de nossa tese, especial apego à teoria que busca na “natureza da causa” a distinção entre comunhão e sociedade. Esta é a proposição feita por Comparato²⁰⁶, sobre a qual nos debruçamos no próximo capítulo, ao trabalharmos a distinção entre comunhão, condomínio e sociedade. A esta distinção creditamos a correta investigação acerca da natureza jurídica do fundo de investimento, por refletir, a nosso entender, a verdadeira *essência* do instituto.

²⁰⁵ Op. cit., p. 100.

²⁰⁶ “A distinção deve ser pesquisada na natureza da causa, enquanto elemento objetivo do negócio jurídico. Na comunhão é o uso e o gozo em comum da mesma coisa, sem qualquer referência a uma ulterior finalidade coletiva. Em outras palavras a comunhão é do objeto, e não dos objetivos. Na sociedade, ao revés, essa comunhão de escopo é essencial. A utilização em comum dos bens sociais, quando juridicamente possível, como nas sociedades civis (CC, art. 1.368, II), não existe por si mesma, mas como meio de se atingir o objetivo comum: a produção de lucros.” COMPARATO, Fábio Konder. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 4ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 157.

4.2. Comunhão, Condomínio e Sociedade

4.2.1. Comunhão e Condomínio

Comunhão, gênero do qual o condomínio é espécie, é a situação jurídica de concorrência de direitos iguais sobre a mesma coisa. Esta pode decorrer da Lei, ou da vontade das partes, dividindo-se, portanto, e respectivamente, em *comunhão voluntária* e *comunhão legal*²⁰⁷.

A comunhão voluntária, também é chamada de comunhão contratual, embora, consoante Orlando Gomes, tal designação peque por estreiteza, tendo em vista que pode decorrer da vontade das partes no âmbito de um contrato, mas também por ato unilateral, como, por exemplo, por meio de testamento²⁰⁸.

A comunhão legal subdivide-se em comunhão forçada e comunhão fortuita, ou incidente. A primeira é imposta por força do inevitável estado de indivisão de certos bens (ex. paredes, muros, cercas, valas, pastagens, formação de ilhas, comistão, confusão e adjunção, tesouro). A segunda resulta das circunstâncias, alheias à vontade das partes, tais como o que ocorre com os herdeiros com a abertura de sucessão até a partilha²⁰⁹.

Embora comunhão e condomínio sejam conceitos comumente equiparados pela doutrina — situação propiciada pelo silêncio da Lei acerca da correta distinção — a comunhão, na terminologia jurídica, tem um sentido muito mais amplo do que o condomínio, e abrange este último.

Sylvio Marcondes considera que a “comunhão, como relação jurídica subjetiva considerada *in genere*, corresponde, especificamente, no condomínio, ao estado de indivisão da coisa, que se manifesta, de dois modos diversos, *pro-diviso* e *pro-indiviso*”²¹⁰.

²⁰⁷ GOMES, Orlando. Direitos Reais. 19 Edição. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p.240.

²⁰⁸ Idem, Ibidem.

²⁰⁹ Idem, Ibidem, p. 240-241.

²¹⁰ Marcondes ensina, outrossim, que no condomínio pro-diviso a comunhão existe de direito, mas não de fato, uma vez que cada condômino já se localizou numa parte certa e determinada da coisa; no condomínio pro-indiviso, a comunhão perdura de fato e de direito, todos os condôminos permanecem na indivisão, tanto juridicamente como de fato; os condôminos não se localizam na coisa, que se mantém indivisa. Op. cit., p. 213-214.

Segundo Orlando Gomes, a comunhão “particulariza-se sob a denominação de condomínio quando a coisa indivisa tem vários proprietários, simultânea e concorrentemente”²¹¹.

O condomínio seria, portanto, espécie de copropriedade, ou, em outras palavras, a comunhão de uma propriedade. Desta forma, enquanto a comunhão pode recair sobre outros direitos, o condomínio recai necessariamente sobre a *propriedade*²¹², assumindo todas as suas características e complexidade²¹³.

Considerado então como copropriedade sobre determinada coisa, um dos principais desafios quanto à compreensão do condomínio está relacionado ao caráter exclusivo do direito de propriedade. Como já tivemos a oportunidade de observar ao abordarmos os atributos da propriedade, esta se exterioriza como um direito absoluto, e exclusivo, não podendo pertencer em sua real extensão simultaneamente a duas ou mais pessoas. O direito de um sujeito sobre determinada coisa exclui o direito de outro sobre essa mesma coisa (*duorum vel plurium dominium in solidum esse non potest*). O proprietário pode excluir da coisa, objeto de seu direito, a ação de outrem (*jus excludendi alios*), prerrogativa esta que atua como a substância do direito de propriedade²¹⁴.

Segundo Washington de Barros Monteiro, diversas teorias formularam-se com o propósito de conciliar a ideia do exclusivismo com a copropriedade, as quais se consolidaram segundo a técnica de Bonfante, em dois grandes grupos: a) a teoria da propriedade integral ou total; b) a teoria das propriedades plúrimas parciais, as quais são resumidas pelo jurista, no trecho extraído de sua obra, a seguir²¹⁵:

²¹¹ Idem, Ibidem, p. 239-240

²¹² Reportamo-nos ao art. 1.228 do Código Civil quanto ao conceito de propriedade, como “a faculdade de usar, gozar e dispor da coisa, e o direito de reavê-la de quem quer que injustamente a possua ou detenha.

²¹³ Assim, como coproprietários, são os seguintes os direitos dos condôminos:

- a) Usar da coisa conforme sua destinação;
- b) Exercer todos os direitos compatíveis com a indivisão;
- c) Reivindicar os bens de terceiro (a reivindicação não se restringe à parte da coisa, mas estende-se à totalidade);
- d) Defender a sua posse;
- e) Alhear ou gravar a respectiva parte ideal (CC, art. 1.314), respeitando o direito de preferência reconhecido aos demais condôminos para adquiri-la (prerrogativa exclusiva do condomínio romano).
- f) Exigir a divisão da coisa (CC, art. 1.320);
- g) Receber os frutos na proporção dos quinhões (CC, art. 1.326).

²¹⁴ MONTEIRO, Washington de Barros. Op. cit. p. 205.

²¹⁵ Idem, Ibidem, p. 205. Tal distinção está ligada às diferentes formas de manifestação da copropriedade: o condomínio pode ser de quotas, de origem romana, ou de mãos juntas, de origem germânica. No primeiro —

De acordo com a primeira, existe no condomínio um único direito, indistintamente outorgado a todos os condôminos, mas cujo exercício se limita pelos direitos dos demais consortes. Subsiste assim, para cada condômino, um direito de propriedade sobre toda a coisa; o condomínio não é outra coisa senão o concurso de vários direitos iguais de propriedade sobre a totalidade da coisa. Desse sentir é Scialoja, para quem o condomínio constitui relação de igualdades, que mutuamente se limitam. Para a segunda teoria, a das propriedades plúrimas parciais, subsiste no condomínio, para cada consorte, plena propriedade da parte ideal da coisa comum. Circunscreve-se o direito do condomínio a uma entidade abstrata, sua parte ideal na coisa comum. Existem assim no condomínio diversas propriedades intelectualmente parciais. A reunião dessas partes ideais forma o condomínio. É a teoria tradicional, a mais antiga e a menos seguida.

O Código Civil teria acatado a primeira teoria, da subsistência da propriedade integral ou total em cada condômino²¹⁶. Em outras palavras, o condomínio não implica em qualquer mitigação do caráter exclusivo da propriedade, visto que os condôminos são, conjuntamente, titulares do direito de propriedade; o condomínio implica, pois, na divisão abstrata da propriedade.

Não obstante o condomínio espelhe o direito de propriedade, algumas observações são importantes com o objetivo de se alcançar precisão na utilização e diferenciação deste conceito e sua aplicação na caracterização do instituto.

O conceito de propriedade é um conceito extremamente amplo, e nem sempre é empregado com rigor. Washington de Barros Monteiro define o direito de propriedade como “o mais

condomínio romano — cada condômino é proprietário de uma parte ideal, uma quota, e existe a possibilidade de a respectiva parte ideal ser alienada, o que significa que a cada um dos coproprietários se reconhece a plenitude dominial sobre um fragmento físico do bem, mas que todos os condôminos têm direitos qualitativamente iguais sobre a totalidade dele, limitados, contudo na proporção quantitativa em que concorre com os outros coproprietários na titularidade sobre o conjunto. No segundo — condomínio germânico — o condômino não tem parte ideal, mas a propriedade comum, e, com isso, apenas a possibilidade de uso e gozo da coisa comum. (ROCHA, Silvio Luis Ferreira da Rocha. **Direitos Reais**. São Paulo: Malheiros, 2010, p. 87). A este respeito, Caio Mário da Silva Pereira, esclarece que “no condomínio germânico a coisa pertence à coletividade e não aos condôminos que, desta sorte, tem apenas direitos de uso e gozo da coisa em razão da vinculação corporativa em que se encontram e não em consequência de serem sujeitos, individualmente, de direitos sobre a própria coisa. O traço diferencial do condomínio germânico está, pois, em considerar-se como propriedade coletiva ou exercida de mão comum (*Gesamteigentum ou Gemeinschaft zur gesamten Hand*), pertencendo a coisa ao grupo ou coletividade, sem distribuição ou participação quantitativa pelos interessados”. (Apud ROCHA, Silvio Luis Ferreira da Rocha. Op. cit., p. 87).

²¹⁶ O Código Civil acatou a teoria da subsistência, em cada condômino, da propriedade sobre toda a coisa, delimitada naturalmente pelos iguais direitos dos demais consortes; entre todos se distribui a utilidade econômica da coisa; o direito de cada condômino, em face de terceiros, abrange a totalidade dos poderes imanes do direito de propriedade; mas entre os próprios condôminos, o direito de cada um é autolimitado pelo de outro, na medida de suas quotas, para que possível se torne sua coexistência. A parte ideal não representa uma entidade objetiva. Consoante lição de Bonfante, ela é apenas um critério aferidor, uma chave para exprimir, num valor econômico, o direito de cada consorte perante os demais, possibilitando-lhe assim plena disponibilidade durante o estado de indivisão. MONTEIRO, Washington de Barros. Op. cit. p. 205-206.

importante e mais sólido de todos os direitos subjetivos, o direito real por excelência, é o eixo sobre o qual gravita o direito das coisas”. Explica, em seguida, que há duas acepções para o direito de propriedade, a propriedade no sentido amplo, e o domínio²¹⁷:

Num sentido amplo, este recai sobre coisas corpóreas e incorpóreas. Quando recai exclusivamente sobre coisas corpóreas tem a denominação peculiar de domínio. A noção de propriedade mostra-se, destarte, mais ampla e mais compreensiva do que a de domínio. Aquela representa gênero de que este vem a ser espécie.

A propriedade difere, pois, do conceito de domínio, a este abrangendo, uma vez que restrito a coisas corpóreas. Nas palavras de Lafayette, o domínio é “o direito real que vincula e legalmente submete ao poder absoluto de nossa vontade a coisa corpórea, na sua substância, acidentes e acessórios”²¹⁸. A compreensão desta distinção é de extrema importância à correta visualização do alcance do condomínio relativamente ao seu objeto.

Alguns autores defendem que o condomínio compreende o “exercício do direito dominial”²¹⁹, limitando seu objeto, portanto, às coisas corpóreas. Esta proposição segue a lição deixada por Lafayette²²⁰. Ricardo de Santos Freitas, atento à distinção entre os conceitos, reforça (ao distinguir comunhão de copropriedade) que “não nos é permitido falar em copropriedade ou condomínio de direitos, ou ainda de interesses”. Explica que, neste caso, a expressão a ser empregada seria comunhão. Defende então que o condomínio estaria no domínio do Direito das Coisas, que regula o “poder do sujeito sobre os bens corpóreos e o modo de sua utilização”²²¹.

A suposta limitação do Direito das Coisas aos bens corpóreos explica-se pelo contexto sob o qual se desenvolveu o conceito de *coisa*, originalmente entendida como bem corpóreo, excluindo, ao menos a princípio, os bens incorpóreos do alcance da propriedade, e assim, da órbita dos direitos reais²²².

²¹⁷ Op. cit., p. 88.

²¹⁸ Apud RODRIGUES, Silvio. **Direito Civil – Direito das Coisas**. Vol. 5, São Paulo: Saraiva, 2003, p. 77.

²¹⁹ AVVAD, Pedro Elias. **Direito Imobiliário – Teoria Geral dos Negócios Imobiliários**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 113.

²²⁰ Apud RODRIGUES, Silvio, Op. cit., p. 198.

²²¹ Op. cit., p. 160.

²²² Sílvio Luis Ferreira da Rocha, Op. cit., p. 15.

Carlos Alberto Bittar relata que “destinado a possibilitar a subsistência da pessoa na vida terrena e a respectiva perpetuação no tempo, através de sua descendência, o direito em questão [de propriedade] tem suas raízes na antiguidade, a partir da constatação de que ao homem era possível a submissão a seus interesses de coisas corpóreas suscetíveis de apropriação individual”²²³. Sílvio Luis Ferreira da Rocha nos dá a mesma explicação, esclarecendo que a restrição dos direitos reais às coisas corpóreas decorre de “consulta a fontes antigas e tradicionais, que relatavam regras que incidiam sobre bens corpóreos – coisas – representativas do estágio atual do desenvolvimento da civilização humana”. Afirma então que “com o passar dos anos, o desenvolvimento da humanidade, a descoberta de novas tecnologias, ampliaram o conceito de “coisas”, de modo que também bem incorpóreo pode ser objeto de direito real”²²⁴.

Orlando Gomes confirma a tese, afirmando que objeto do direito real pode ser tanto coisas corpóreas como incorpóreas, e nesta esteira explica²²⁵:

É reconhecida a existência de direitos sobre direitos, que são bens incorpóreos. [...] Discute-se, porém sobre a possibilidade de ter um direito [real] por objeto um direito pessoal. Admitido que o usufruto e o penhor podem recair sobre créditos, que são direitos pessoais, nenhuma dúvida subsiste para uma resposta afirmativa. Desde que o poder do titular se exerça diretamente sobre um crédito, sem intermediário, como se exerce sobre uma coisa corpórea, o direito é de natureza real.

De posse dessa premissa, teríamos então que o condomínio, como copropriedade, não se restringiria ao domínio, mas poderia também recair sobre coisas incorpóreas. Essa nos parece ser a posição da doutrina dominante, embora não seja uma conclusão óbvia, em virtude da utilização muitas vezes equivocada dos termos *coisas* e *bens* como expressões equivalente.

Sylvio Marcondes cuida deste fenômeno, atentando para o fato de que o Código Civil Brasileiro “se absteve de definir bem e coisa, empregando ora uma, ora outra dessas expressões”²²⁶. Adverte, entretanto, que tal emprego não deve ser tomado em termos de equivalência, mas sim considerado segundo sua real extensão, conforme aduzia Clóvis

²²³ BITTAR, Carlos Alberto. **Direitos Reais**. 2a Edição, Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 55.

²²⁴ Op. cit., p. 15.

²²⁵ GOMES, Orlando. **Direitos Reais**. 19ª Edição, Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 20.

²²⁶ Op. cit., p. 72.

Beviláqua, cuja lição, a despeito de dirigida ao Código Civil de 1916, continua atual a luz do novo Código em vigor²²⁷:

O Código Civil Brasileiro preferiu denominar Dos bens o livro segundo a parte geral para, de acordo com a extensão maior do significado da palavra bens, dar-lhe maior latitudo ao alcance dos dispositivos. A palavra bens compreende: coisa, direitos reais, obrigacionais e hereditários.

Caio Mário da Silva Pereira também cuida dessa à questão, ressaltando que “falta exatidão científica à nomenclatura legal”, inexistindo, em nosso direito codificado orientação clara a respeito do conceito de “coisa” a nos permitir afirmar se este incluiria ou não as coisas incorpóreas, bem como a determinar pela correta distinção entre coisas e bens²²⁸:

Neste sentido é que o Código Alemão, § 90, obedecendo à precisão técnica de sua doutrina, limita às corpóreas o sentido da palavra coisas, reservando para as incorpóreas uma expressão pouco precisa, pois que denomina genericamente *objetos*. No nosso direito, como na generalidade dos direitos estrangeiros, falta exatidão científica à nomenclatura legal, e nem os códigos mais modernos, como o italiano de 1942, têm podido escapar ao defeito. É bem verdade que no direito brasileiro houve a tentativa de se fixar em termos legislativos a distinção que a ciência aconselha: Teixeira de Freitas, no art. 317 do Esboço, reserva para a palavra coisas a acepção limitativa de *objetos materiais suscetíveis de uma medida de valor*, e no comentário que o acompanha, esclarece seu pensamento, dizendo que se entende por *coisa* somente os objetos corpóreos. Pecando por excessiva tecnicidade, que o levou a repudiar a distinção romana de *res corporales et incorporales*, lançou Freitas, e antes do Código tedesco, a precisão linguística no vocabulário legal. O nosso Código Civil de 1916, porém, não a observou ao destinar o Livro II da Parte Especial ao “Direito das Coisas”, muito embora o seu conteúdo abranja tanto as coisas, no sentido técnico, quanto os direitos, a que falta por capitulação nesta categoria, o requisito material. O novo código persistiu no equívoco, reproduzindo-o no atual Livro III, Na Parte geral, contudo, corrigiu o Código de 1916, adotando unicamente o vocábulo ‘bem’. O anterior, onde tratava dos *bens*, não observara qualquer rigor técnico: às vezes mencionava o vocábulo coisa, abrangendo bens corpóreos e incorpóreos, como ocorria, por exemplo, em seu art. 54.

Carentes de uma precisa definição legal, procuramos então na doutrina a orientação necessária ao preenchimento da lacuna que nos permita propor o real alcance do instituto do condomínio com base na identificação de seu objeto, o que não é tarefa fácil, tendo em vista a tendência pela acomodação do modelo proposto pelo Código Civil. Nestes termos, são raros os juristas que se dispõem a externar uma precisa orientação acerca da possibilidade, ou não, da existência de condomínio sobre coisas incorpóreas.

²²⁷ Apud MARCONDES, Sylvio. Op. cit., p. 70.

²²⁸ Op. cit., p. 402-403.

Washington de Barros Monteiro define o condomínio tão somente com base no direito de propriedade, sem especificar sob qual acepção se refere a tal direito²²⁹:

Determinado direito pode pertencer a varias pessoas ao mesmo tempo. Tem-se nesse caso a comunhão. Se esta recai sobre um direito de propriedade surge o condomínio ou a compropriedade (...).

Orlando Gomes e Silvio Rodrigues seguem a mesma linha. O primeiro classifica o condomínio, ou copropriedade, como o “fenômeno de concorrência de direitos iguais” sobre o direito de propriedade²³⁰. O segundo, semelhantemente, dá por caracterizado o condomínio quando “em uma relação de direito de propriedade, diversos são os sujeitos ativos”²³¹.

Sylvio Marcondes vai mais além, e, seguindo a evolução do conceito de propriedade, defende, expressamente, que o condomínio pode existir tanto na propriedade de bens corpóreos como incorpóreos, incluindo “os direitos de obrigação e ações respectivas”²³².

Tomados da orientação de Sylvio Marcondes, teríamos então que por consequência do alargamento da conceito de propriedade, estendeu-se este também às coisas incorpóreas, de modo que o condomínio poderia, em tese, recair também sobre direitos e não apenas sobre coisas materiais. Esse fenômeno, entretanto, não tem o condão de alterar a secular distinção entre *direitos reais* e *direitos pessoais*, a qual permanece imutável, sendo esta a distinção que deve orientar a determinação dos bens (incluindo direitos) que podem ou não ser objeto de condomínio. Rememoremos a a distinção.

Consoante Sylvio Marcondes, “o direito real ‘é o que afeta a coisa direta e imediatamente, sob todos ou certos respeitos, e a segue em poder de quem quer que a detenha’; ao passo que o direito pessoal tem por objeto imediato atos ou prestações de pessoas determinadas; e se um grande número desses atos, uma vez realizados; dão em resultado um direito real ou conduzem ao exercício desse direito, esse efeito não destrói a diferença entre uns e outros direitos”²³³.

²²⁹ Op. cit., p. 205.

²³⁰ GOMES, Orlando. *Direitos Reais...*, p. 239.

²³¹ Op. cit., p. 195.

²³² Op. cit., p. 214.

²³³ Op. cit., p. 105.

A distinção proposta por Marcondes segue os ensinamentos de Lafayette, e evidenciam a principal característica do direito real, que é o exercício de “poder direto do indivíduo sobre a coisa”²³⁴. Esse poder, nas palavras de Washington de Barros Monteiro, se constitui de três elementos essenciais: (a) sujeito ativo da relação jurídica; (b) coisa, objeto do direito; e (c) a inflexão do sujeito ativo sobre a coisa. No direito pessoal, ao inverso, o que de modo precípua se destaca, o traço mais característico em suma, vem a ser a relação pessoa e pessoa (*proportio hominis ad hominis*). Seus elementos são: sujeito ativo, sujeito passivo e a prestação que o primeiro deve ao segundo”²³⁵.

Os direitos reais estão enumerados no artigo 1.225 do Código Civil Brasileiro, o qual contém rol taxativo, obedecendo ao princípio *numerus clausus*, ao qual aderiu nosso ordenamento. A criação de direitos reais não está, portanto, dentro do alcance da autonomia de vontade das partes, de modo que apenas a Lei pode criar novos direitos reais²³⁶. Desta feita, como instituto do Direito das Coisas, o condomínio não poderia ter por objeto direitos outros que não aqueles compreendidos na classificação de direito real, e assim identificados por Lei. Direitos pessoais fogem, portanto, do alcance do condomínio, e não podem ser objeto do mesmo.

A assertiva acima é de extrema importância ao desenvolvimento de nosso trabalho, tendo em vista que os condôminos do Fundo são desprovidos de qualquer direito real sobre os bens integrantes de seu patrimônio, e sobre este detém apenas direitos pessoais caracterizados pela significação econômica de suas quotas. Entenderemos melhor esta construção ao estudarmos os efeitos da propriedade fiduciária do administrador do FII e identificarmos o sujeito do patrimônio do Fundo, nos Capítulos 4.3. e 4.4., respectivamente.

²³⁴ Op. cit., p. 11.

²³⁵ Idem, Ibidem, p. 11.

²³⁶ Contra esta posição, Washington de Barros Monteiro, para quem outros direitos reais poderiam ser criados pelas próprias partes, desde que não contrariem princípios de ordem pública: “Outros direitos reais poderão ainda ser criados pelo legislador, ou pelas próprias partes, desde que não contrariem princípios de ordem pública”. Op. cit., p. 12.

4.2.2. Diferenças entre Comunhão, Condomínio e Sociedade

Bem como o condomínio, também as sociedades se inserem dentro da categoria de comunhão. Como espécies do mesmo gênero, o condomínio e a sociedade têm muitos pontos em comum. Ambos os institutos foram concebidos para regular a relação entre uma pluralidade de sujeitos. Tanto a sociedade como o condomínio pressupõe a existência de uma *res* comum, sendo na sociedade o acervo social e no condomínio a coisa sobre a qual recai a copropriedade. Ambos reclamam a conjugação de esforços por meio da manifestação e contribuição coletiva para organização, administração e consequente atingimento de seu fim. Tais semelhanças justificam a classificação de ambos os institutos como modalidades de contrato plurilateral, segundo concepção de Ascarelli²³⁷.

Não obstante as semelhanças entre condomínio e sociedade, estes não se confundem. A distinção se inicia pelo reconhecimento da sociedade como “relação jurídica de natureza pessoal, enquanto o condomínio participa da natureza real”, nas palavras de Washington de Barros Monteiro²³⁸. Mencionada diferenciação, todavia, basta ao condomínio, mas não serve à correta distinção entre a comunhão societária e a comunhão pura que não gera sociedade.

É, de fato, na distinção entre comunhão e sociedade que encontramos a riqueza da argumentação jurídica voltada à precisa conceituação dos institutos, sobre a qual vem se ocupando por muitos anos a doutrina. Tal distinção, muitas vezes encoberta pela aplicação equivocada de terminologias, é de extrema importância, e tem se manifestado como o cerne da questão relativa à natureza jurídica dos fundos de investimento.

Consoante ilustra Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, as discussões acerca da distinção entre comunhão e sociedade remontam às fontes romanas, iniciando-se por um

²³⁷ Sobre o conceito de contrato plurilateral: ASCARELLI, Tullio, **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. São Paulo: Quorum, 2008, p. 372-451. Sobre a classificação do condomínio como contrato plurilateral: “Justamente o caráter instrumental acima indicado explica por que, em virtude de tais contratos [plurilaterais], se possa constituir um condomínio. Pode-se acrescentar, ademais, que, só através desses contratos é possível constituir um condomínio sobre bens, até então pertencentes, individualmente, a várias partes” (ASCARELLI, Tullio. Op. cit., p. 399).

²³⁸ BARROS MONTEIRO, Washington. Op. cit., p. 208.

celebre texto de Ulpiano (31. *Ulpianus Libro XXX*) cuja tradução espanhola é trazida pelo autor²³⁹:

31. Ulpiano; Comentarios as Edicto, Libro XXX – Para que haya la acción sociedade, es preciso que haya sociedade; porque no basta que una cosa sea comun, si no hubiera sociedade. Mas puede hacerse en comun alguna cosa también fuera de sociedade, como, por ejemplo, quando concurimos en comunión no por móvil de sociedade, como sucede en cosa legada a dos, y también si una cosa fuera comprada por dos simultaneamente, ó si no correspondió en comun una herencia, ó una donación, ó si de dos compramos separadamente sus porciones, no para ser sócios.

Deste texto repercutiu o conceito original de *affectio societatis*, então pregado como tipo especial de consentimento pronunciado no tempo. A presença do *affectio societatis*, manifestou-se, pois, como o primeiro critério distintivo da comunhão societária²⁴⁰, e assim tem se mantido ao longo dos anos, não obstante a evolução do conceito. Conforme verificamos no Capítulo 4.1. da presente dissertação, até hoje encontramos autores que apegam a esta teoria, inclusive para fins de justificar suposta natureza condominial dos fundos de investimento.

França relata, entretanto, que a presença do *affectio societatis* como critério de distinção entre comunhão e sociedade fora afastado por Comparato, pautado na convergência entre o direito dos condôminos de provocar a divisão da coisa comum com o direito dos sócios de promover a dissolução da sociedade²⁴¹. Passa então a analisar a proposta feita por Carnelutti, que buscou na contraposição entre o aspecto estático e dinâmico do patrimônio do condomínio e da sociedade, respectivamente, a necessária distinção²⁴².

²³⁹ Texto original: “31. Ulpianus Libro XXX. Ad Sabinum – Ut sit pro sócio actio, societatem intercedere oportet; nec enim suffic, rem esse comunem, nisi societas intercedat. Communiter autem res agi potest etiam citra societatem, ut puta quum non affectio societatis incidimus in communionem, ut evenit in re duobus legata, item si a duobus simul empta res sit, aut si hereditas vel donatio communiter nobis obvenit, aut si a duobus separatim eminus partes eorum, no socii futuri”. FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa: A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. Conflito Apurado pela Própria Assembleia de Cotistas. Quorum Qualificado para Destituição do Administrador do Fundo.** São Paulo: Malheiros, 2009, p. 187-188.

²⁴⁰ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa: A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. Conflito Apurado pela Própria Assembleia de Cotistas. Quorum Qualificado para Destituição do Administrador do Fundo.** São Paulo: Malheiros, 2009, p. 187.

²⁴¹ Idem, ibidem, p. 188-189.

²⁴² Idem, ibidem, p. 189.

De acordo com os ensinamentos de Carnelutti, o dinamismo da sociedade seria marcado por um patrimônio em constante transformação²⁴³. Sua proposição foi, no entanto, contestada por Ferri, ao observar que “mesmo no condomínio pode haver um aspecto dinâmico, quando há o exercício de uma atividade”²⁴⁴. A despeito, reconheceu Ferri que a dinâmica do condomínio não se assemelha à da sociedade, uma vez que “na sociedade há destinação dos bens para o exercício de uma atividade livremente escolhida; na comunhão há o exercício de uma atividade, mas na medida e nos limites em que requerida para a fruição do bem”²⁴⁵. A diferença, portanto, segundo França, estaria no que “a sociedade tem de específico em comparação com a comunhão – a saber, exercício de uma atividade *lucrativa*, em função da qual os bens sociais ostentam uma condição meramente instrumental”²⁴⁶.

Também Ascarelli partilhava de similar entendimento, identificando no dinamismo das sociedades um dos elementos de diferenciação em relação à comunhão. Nos dizeres do “a disciplina do condomínio coaduna-se com a utilização direta, pelos próprios condôminos, dos bens objeto do condomínio, e não com o aproveitamento destes em operações com terceiros; com uma situação estática (que pode, por isso decorrer seja de um contrato, seja de um fato diverso) e não com uma organização dinâmica (decorrente de um contrato que disciplina justamente o aproveitamento dos bens em operações para com terceiros)”²⁴⁷. Nestes termos, na situação típica de uma sociedade, segundo Ascarelli, o patrimônio social é empregado em operações com terceiros, e o direito dos sócios concerne ao lucro resultante de tais operações²⁴⁸. Sua concepção, portanto, em pouco se diferencia da proposta de Carnelutti, visto que das operações com terceiros nasceria o exercício da atividade, cujos objetivos são econômicos, de modo que no exercício da atividade econômica estaria a dinâmica da organização.

²⁴³ A este respeito, traz os seguintes dizeres de Carnelutti: “Il patrimonio dela comunione è un patrimonio in conservazione; il patrimonio dela società è un patrimonio in trasformazione”; e “(...) la comunione à una società in quiete; la società è una comunione in movimento”. Carnelutti, in *Rivista del Diritto Commerciale* XI/91, 1ª Parte. Apud FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Ibidem*, p. 189.

²⁴⁴ Segundo Ferri, na “comunhão de bens produtivos, para se perceber como, na sua fruição, insere-se necessariamente um momento dinâmico. Os frutos da propriedade só podem realizar-se enquanto se exerça uma atividade de produção”. Giuseppe Ferri, *La Società*, 2ª edição, Turim, UTET, 1985, p. 30. Apud FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Ibidem*, p. 189.

²⁴⁵ Giuseppe Ferri, *Op. cit.*, p. 51. Apud FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Ibidem*, p. 189.

²⁴⁶ *Idem*, *Ibidem*, p. 189.

²⁴⁷ *Op. cit.*, p. 400.

²⁴⁸ *Op. cit.*, p. 403

Semelhante é o caminho traçado por Comparato, embora diversa sua fundamentação. Para Comparato, a distinção entre comunhão e sociedade deve ser pesquisada na natureza da causa, “enquanto elemento objetivo do negócio jurídico”²⁴⁹. Na comunhão a causa está no uso e gozo comum da mesma coisa, sem uma ulterior finalidade. A comunhão seria, portanto, “do objeto e não dos objetivos”²⁵⁰. Na sociedade, ao revés, há comunhão de escopo, de finalidade, de modo que a utilização dos bens, quando possível, serviria apenas como meio de atingir o objetivo comum, então refletido no exercício de uma atividade econômica direcionada à produção de resultados (lucros). Consequentemente, os bens que compõem o acervo social seriam simples instrumentos para o exercício de uma atividade com intuito lucrativo²⁵¹, enquanto que, na comunhão, a fruição dos bens encerraria o objetivo comum.

De posse de tais premissas, Comparato chega a seguinte conclusão²⁵²:

(...) o acento tônico, nos negócios de comunhão, é posto nos próprios bens comuns, ao passo que, na sociedade, os bens sociais são simples instrumentos para o exercício de uma atividade, com intuito lucrativo. É essa atividade econômica coletiva que constitui, propriamente o objeto social. De um lado, pois, há comunhão de bens sem a exigência de uma atividade coletiva, de outro uma atividade em comum, em função da qual os bens sociais adquirem uma característica puramente instrumental.

Vera Helena de Mello Franco se posicionou na mesma linha, ao destacar o caráter instrumental dos bens na sociedade²⁵³:

O centro da noção de sociedade repousa na ideia do exercício comum da atividade e não naquele da colocação comum de quaisquer bens. Os bens, os meios necessários para o exercício da atividade, têm um caráter meramente instrumental. A sociedade existe para o exercício em comum da atividade e não para a propriedade em conjunto de quaisquer bens. Já na comunhão, o núcleo está na propriedade comum de determinados meios econômicos. A comunhão tem base objetiva. Ela é constituída ou mantida com a única finalidade de gozo ou fruição de uma ou mais coisas. Os bens são o principal. A atividade advém secundariamente, existindo em função do bem e da fruição.

²⁴⁹ Op. cit., p.157.

²⁵⁰ Idem, Ibidem, p. 157.

²⁵¹ Idem, Ibidem, p. 157.

²⁵² Idem, Ibidem, p. 157-158.

²⁵³ FRANCO, Vera Helena de Mello. **Manual de Direito Comercial**, vol. 1, 2 edição, Revista dos Tribunais, 2004, p. 126, nota 238, Apud FREITAS, Ricardo dos Santos, Op. cit., p. 212.

Também foi essa a teoria aplicada por Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França em sua citada obra, ao concluir pela natureza societária do fundo de investimento objeto de seu parecer. Segundo o autor, o ensinamento estaria em total consonância com o Direito Brasileiro, em especial, com o artigo 981 do Código Civil, ao atrelar o conceito de sociedade à utilização dos bens “para o exercício de atividade econômica”²⁵⁴.

Assim como os citados autores, também nos afiliamos a essa teoria. O principal elemento distintivo entre a sociedade e a comunhão está relacionado à natureza da causa de um e outro instituto. A causa da comunhão se encerra no uso e gozo em comum dos bens que compõe o seu objeto, os quais, ainda que utilizados para o exercício de uma atividade, não servem ao alcance de um objetivo econômico, mas à fruição de seus benefícios pelos comunheiros. Diversamente, a causa da sociedade está no exercício de uma atividade econômica direcionada à produção de lucros, servindo os bens, em caráter meramente instrumental, tão somente como meio para o atingimento de tal finalidade. Lembraremos desta distinção ao propugnarmos pela natureza jurídica dos Fundos de Investimento Imobiliário como espécie de sociedade no Capítulo 4.5 desta dissertação.

4.3. Dos Efeitos da Propriedade Fiduciária do Administrador na Definição da Natureza Jurídica do FII

Consoante demonstramos no Capítulo 3.4. de nossa tese, a propriedade fiduciária do administrador do FII e o patrimônio de afetação são atributos próprios desta modalidade de fundo, capazes de justificar a análise de sua natureza jurídica sob perspectiva diversa dos demais fundos de investimento. Neste capítulo, nos propomos a esclarecer a importância da propriedade fiduciária na análise da natureza jurídica do Fundo de Investimento Imobiliário, e sua influência quanto à pertinência, ou não, de sua classificação como condomínio.

A existência do condomínio, como já retratamos, pressupõe a propriedade comum dos condôminos sobre determinada coisa; todos os condôminos são proprietários da coisa segundo seus respectivos quinhões. O condomínio pressupõe, pois, a existência de um vínculo de propriedade entre os condôminos, ou, em outras palavras, a copropriedade sobre

²⁵⁴ Op. cit., p. 191.

a coisa, objeto do condomínio. Como vimos, o Fundo de Investimento Imobiliário é considerado, por Lei, como condomínio. Ocorre, entretanto, que tendo em vista que nosso ordenamento não admite o desmembramento da propriedade, a atribuição da propriedade ao administrador do Fundo, ainda que em caráter fiduciário, denotaria, por consequência, a ausência de propriedade dos quotistas em relação aos bens integrantes do seu patrimônio. Tal afirmação, quando inserida no âmbito do estudo sobre a natureza jurídica do FII, conduz à necessária indagação acerca dos efeitos da suposta ausência de propriedade dos quotistas, e se tal ausência seria suficiente para afastar a caracterização do FII como condomínio.

A resposta a esta indagação passa, entretanto, à análise da propriedade fiduciária do administrador como negócio fiduciário, e, por consequência, como negócio indireto, para então concluirmos pela sua influência, ou não, na atribuição da natureza jurídica do Fundo.

Conforme introduzido no início deste trabalho, enquanto os demais fundos são dotados de capacidade jurídica para adquirir bens em seu próprio nome, ao Fundo de Investimento Imobiliário foi emprestada a personalidade jurídica do administrador, o qual adquire os bens que compõe o patrimônio do Fundo em seu nome, mas em caráter fiduciário²⁵⁵. A propriedade do administrador é, pois, caracterizada pelo próprio texto de Lei, como modalidade de negócio fiduciário.

Não obstante a fiduciaridade da propriedade conferida ao administrador do FII, esta não se caracteriza como negócio fiduciário *stricto sensu*, tendo em vista a proteção conferida por meio do regime de afetação. O artigo 7º da Lei 8.668/93 determina que os bens que compõe a carteira do Fundo não integram o patrimônio do administrador, e cria restrições sobre os mesmos. Tais bens compõe, portanto, patrimônio especial, totalmente distinto e separado do patrimônio do administrador²⁵⁶; são dotados por Lei de regime especial de

²⁵⁵ Neste aspecto, o FII pode ser comparado com as sociedades de investimentos quando operavam contas de terceiros: “Se a sociedade de investimentos é de capital variável, os poupadores (a) podem ser acionistas; ou (b) não o serem. (...) A sociedade de investimento da espécie (b), essa, recebe os capitais dos poupadores e faz o fundo comum, com que há de operar, fiduciariamente. Aí, houve e persiste a concepção inglesa do trust, to trustee, que administra e tem a propriedade (trust property), e do cestui que trust (beneficiário)” (MIRANDA, Pontes de. **Tratado de Direito Privado, Parte Especial, Tomo LI**, 1ª edição, Campinas: Bookseller, 2007, p. 436-437)

²⁵⁶ Lei nº 8.668/93: Art. 6º - O patrimônio do Fundo será constituído pelos bens e direitos adquiridos pela instituição administradora em caráter fiduciário. Art. 7º - Os bens e direitos integrantes do fundo (...), bem

afetação, de forma que não integram o ativo do administrador, nem respondem por quaisquer obrigações deste último²⁵⁷. A propriedade fiduciária do administrador trata-se, então, de negócio fiduciário atípico em relação àquele concebido no sistema de base romano-germânico, por revestido dos auspícios do regime de afetação, conforme esclarece a Profa. Rachel Sztajn²⁵⁸:

Não se trata, pois, de um negócio fiduciário típico do sistema de base romano-germânico, mas de uma forma atípica deste instituto. Ao mesmo tempo em que se proíbe que os bens pertencentes ao fundo se confundam com aqueles pertencentes à instituição administradora, é claro que se o fundo não tem personalidade jurídica (art. 10 da Lei 8.666/93) não pode ser titular de patrimônio (complexo de posições jurídicas, ativas e passivas...). Mas a instituição administradora tem poderes para, em seu nome próprio, por conta dos proprietários em comum, adquirir, onerar e alienar a coisa, e aplicar os recursos decorrentes da subscrição das quotas do fundo.

Essa foi também a conclusão de Uinie Caminha, segundo o qual o FII seria “um negócio fiduciário *sui generis* tipificado pela Lei nº 8.668/93, mediante a qual a administradora do fundo age como se fosse proprietária dos bens, mas sem que estes se mesquem com seu patrimônio particular”²⁵⁹.

Embora preservada pela doutrina a classificação da propriedade fiduciária do administrador do FII como negócio fiduciário *sui generis*, reconhecemos que o regime de afetação, combinado à publicidade conferida pelo regime registral, teria por efeito a redução material dos riscos que caracterizariam a *fides*, mitigando-a consideravelmente. De fato, uma vez efetuado o registro das restrições impostas sobre a propriedade do administrador, quaisquer terceiros interessados em adquirir os bens integrantes da carteira do Fundo, incluindo terceiros de boa-fé, saberiam que estes não compõem o patrimônio da administradora, sendo, portanto, excluídos em qualquer hipótese de insolvência. Esta combinação (regime de afetação mais sistema registral) confere eficácia ao instituto independentemente de sua natureza jurídica. O sistema registral, portanto, desempenha papel importante, visto permitir o controle de abusos.

como seus frutos e rendimentos não se comunicam com o patrimônio desta [administradora], observadas, quanto a tais bens e direitos, as seguintes restrições: (...).

²⁵⁷ Art. 11 da Lei 8.668/93.

²⁵⁸ SZTAJN, Rachel. Quotas de Fundos Imobiliários – Novo Valor Mobiliário, **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 93, p. 104, Apud PINTO, Luis Felipe Carvalho, *ibidem*.

²⁵⁹ CAMINHA, Uinie. Op. cit., p. 146.

Por outro lado, não estaríamos seguros em afirmar que tal combinação seria capaz de desnaturar a propriedade fiduciária do administrador como modalidade de negócio fiduciário, uma vez que a contratação de investimentos por meio de fundos por si só pressupõe a presença da *fides*, que, embora tida por mitigada, não se elimina, visto que o administrador opera a carteira de acordo com o seu discernimento técnico, ainda que em observância as diretrizes estabelecidas no regulamento do fundo. Neste sentido já se pronunciara a doutrina, a exemplo de Melhim Namen Chalub²⁶⁰:

Confirmada a propriedade fiduciária do administrador do FII como espécie de negócio fiduciário, passemos à sua análise como modalidade de negócio indireto.

Na mesma medida, não se pode negar que, na contratação de investimentos por meio de fundos, ainda se vislumbra com clareza a presença do elemento confiança, pois os recursos entregues à instituição administradora não são aplicados em obediência a ordens do investidor, mas Segundo o discernimento dos técnicos da administradora; mesmo que esses técnicos se empenhem com a diligência do homem de negócio honesto, é de se admitir que as oscilações normais do Mercado possam gerar lucros ou prejuízos, como é da ordem natural das coisas, no mundo dos negócios. (...) o investidor põe seus recursos nas mãos dos administradores da instituição, não tendo alternativa senão confiar cegamente nas avaliações de Mercado que estes venham a fazer para a realização dos investimentos. O elemento confiança, portanto, é da essência desse negócio, mas nesse novo contexto, é obviamente mitigado, se comparado com a intensidade de sua presença no direito romano.

Nos negócios fiduciários, a transferência da propriedade se manifesta como mero instrumento ao alcance de determinado fim, mas não como o fim em si mesmo. Assim como ocorre nos demais negócios fiduciários, a propriedade fiduciária do administrador do FII teria, portanto, caráter instrumental, acessório ao fim colimado pelo legislador. A instrumentalidade da transferência da propriedade nos negócios fiduciários se explica pelo próprio contexto histórico em que se desenvolveu a fidúcia, que, como lembra Paulo Restiffe Neto, “desde seu aparecimento histórico, serviu de meio adequado ao atendimento de finalidades queridas pelas partes, mas que não encontravam no sistema jurídico vigente o instrumental adequado correspondente”²⁶¹.

²⁶⁰ CHALHUB, Melhim Namen. Negócio Fiduciário...p. 61.

²⁶¹ A fidúcia, sem dúvida alguma, se manifesta, como poderosa ferramenta contra a inércia jurídica, viabilizando transações que não encontram no ordenamento institutos jurídicos capazes, por si só, de alcançar o resultado almejado pelas partes. É justamente a ausência de tais institutos que caracteriza a fidúcia no elemento da confiança, consoante conclui o Paulo Restiffe Neto: “Se existisse instrumento legal que pudesse externar adequadamente e com segurança a vontade tendente ao fim colimado, não haveria que se falar em pacto de fidúcia”. RESTIFFE NETO, Paulo. Garantia Fiduciária. 2a Edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1976, p. 5-6.

De fato, os negócios fiduciários externam apenas o meio utilizado para o alcance dos objetivos das partes, objetivos estes, no entanto, diversos àqueles encerrados no próprio negócio. Esse raciocínio segue a linha defendida por Pontes de Miranda, para o qual o negócio fiduciário se faria presente sempre que a “transmissão tem um fim que não é a transmissão em si mesma, de modo que ela serve a negócio jurídico que não é o de alienação àquele a que se transmite”²⁶². Sua afirmação reforça a lição de Cariota-Ferrara, que afirma haver nos negócios fiduciários “extrapolação do meio empregado em relação ao fim almejado pelas partes”²⁶³.

O reconhecimento, nos negócios fiduciários, de um fim estranho ao fim típico do negócio adotado pelas partes (transmissão de propriedade), deu causa a inúmeras discussões doutrinárias acerca de suposta contraposição entre tais negócios e outras duas categorias: os *negócios simulados* e os *negócios indiretos*.

Segundo Orlando Gomes, a discussão acerca da semelhança entre os negócios simulados e os negócios fiduciários “fez-se sentir tão logo se deteve o pensamento dos juristas na figura da fidúcia”, a se justificar na percepção de que “com o negócio fiduciário alcançavam as partes fins para os quais se serviam da falsa transmissão da propriedade”²⁶⁴. O aprofundamento do tema, entretanto, levou a doutrina a pacificar a inexistência da aparente contraposição, considerando que, sob o ponto de vista da vontade, a transferência de propriedade não era falsa. “A vontade das partes no negócio fiduciário é, real e efetivamente, efetuada, posto que para fim menor. O fiduciante quer verdadeiramente alienar o bem. Se esta é a sua vontade real, não está em divergência com a vontade declarada, inexistindo, portanto, simulação”²⁶⁵.

Maria Serina Areias de Carvalho elaborou interessante estudo sobre o tema, onde aborda o posicionamento de inúmeros autores de peso, incluindo Homero Prates, Ferrara, Pontes de

²⁶² Tratado de Direito Privado, Tomo III. Rio de Janeiro: Bersoi, 1954, p. 115-116.

²⁶³ CARIOTA-FERRARA, Luigi. I negozi fiduciary: trasferimento, cession e girata a scopo di mandato e garanzia. Processo fiduciário. Padova: CEDAM, 1933, p. 28. Apud CARVALHO, Maria Serina Areias de. **Propriedade Fiduciária de Bens Móveis e Imóveis**. Dissertação de Mestrado apresentada ao Departamento de Direito Civil da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como requisito parcial para a obtenção de título de mestre. Orientador: Prof. Titular Dr. Carlos Alberto Dabus Maluf. São Paulo, 2009.

²⁶⁴ GOMES, Orlando. **Alienação Fiduciária em Garantia**. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1971, 2ª Edição, p. 23-24.

²⁶⁵ Idem, Ibidem, p. 24.

Miranda, Marino e Orlando Gomes. Seu estudo leva a similar conclusão, e reforça a principal diferença entre os negócios fiduciários e os negócios simulados: tratam-se os primeiros de negócios sérios, eleitos pelas partes com a intenção de suprir um ordenamento jurídico defeituoso, para alcançar um efeito prático determinado, realmente querido, produzindo, assim, todos os efeitos ordinários necessários ao fim pretendido. No negócio simulado, por sua vez, o que se pretende é produzir uma aparência de negócio, é enganar, ou, nos dizeres de Silvio Rodrigues, é fingir “um negócio que realmente não querem”²⁶⁶.

Relativamente aos negócios fiduciários e os negócios indiretos, todavia, a distinção não se faz tão evidente. Assim como os negócios fiduciários, o negócio indireto se utiliza de um negócio jurídico para fim que geralmente extrapola o fim do negócio típico utilizado pelas partes²⁶⁷. Nos dizeres de Orlando Gomes, “tantas as afinidades [entre o negócio indireto e o negócio fiduciário] que a doutrina se tortura a confrontá-los, no afã de verificar se um absorve o outro ou, ao contrário, se contrapõe irreduzivelmente”²⁶⁸.

Orlando Gomes se debruça então na análise do tema, citando os ensinamentos de Cariota-Ferrara e Ascarelli, reforçando a similitude entre ambos, caracterizada pela utilização de negócio cujo fim perseguido pelas partes não é o fim típico do negócio adotado. Não obstante, conclui, com base nos entendimentos de Rubino, que as diversas figuras da fidúcia apresentam “interferência com o negócio indireto, sem extinguir, entretanto, sua esfera de aplicação nem ser totalmente absorvidas por ele”. A distinção, nos dizeres de Gomes, estaria na natureza da causa de ambos os negócios, permanecendo estranhas ao negócio indireto as fidúcias executadas mediante negócios abstratos e as que se resolvem em mandato²⁶⁹.

²⁶⁶ RODRIGUES, Silvio. *Direito Civil: Parte Geral*. 32ª Edição. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 294. *Apud* CARVALHO, Maria Serina Areias de. *Op. cit.*, p. 27.

²⁶⁷ ALVES, José Carlos Moreira. *Op. cit.* P. 5.

²⁶⁸ *Op. cit.*, p. 25.

²⁶⁹ *Op. cit.*, p. 26. No mesmo sentido, Maria Serina Areias de Carvalho nos trás a posição de Alfredo Buzaid e Francisco Paulo de Crescenzo Marino, de que o negócio fiduciário com o indireto não se confunde²⁶⁹, este último ressaltando a ausência, no negócio indireto, do elemento fidúcia, elementar ao negócio fiduciário. BUZAID, Alfredo. *Ensaio sobre a alienação fiduciária em garantia: Lei n. 4.728, art. 66*. São Paulo: ACREFI, 1969, p. 35-36; MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. *Notas sobre o negócio jurídico fiduciário*. *Revista Trimestral de Direito Civil*, ano 5, v. 20, out/dez. 2004, p. 62. *Apud* CARVALHO, Maria Serina Areias de. *Op. cit.*, p. 27.

Ascarelli propõe diferente abordagem, e inclui na categoria dos negócios indiretos também os negócio fiduciários. Os negócios fiduciários seriam, pois, modalidade de negócio indireto, embora a este não encerrem²⁷⁰:

Aprofundando o exame, reconheceremos poder incluir, na categoria dos indiretos, também os negócios fiduciários, tão comuns em todos os direitos e frequentes, também, nos sistemas jurídicos mais modernos. Também o negócio fiduciário constitui negócio indireto: o fim realmente visado pelas partes, com efeito, não corresponde ao fim típico do negócio adotado: o negócio é querido e seriamente querido pelas partes, mas para fim diverso do seu fim típico.

Munidos dos ensinamentos de Ascarelli, reconhecemos a propriedade fiduciária do administrador do FII como modalidade de negócio indireto, cujo fim almejado é a administração dos bens integrantes da carteira do Fundo²⁷¹.

De acordo com Unie Caminha, a propriedade fiduciária do administrador do Fundo de Investimento Imobiliário se justifica pela preocupação do legislador em se evitar questionamentos quanto à legitimidade do condomínio para a aquisição e alienação de bens imóveis, facilitando, desta forma, a gestão dos ativos que compõe o patrimônio do Fundo²⁷². Nesta mesma linha, Melhen Namen Chalhoub classifica a propriedade fiduciária do administrador do FII como negócio fiduciário para administração²⁷³. Sua classificação está pautada nos ensinamentos de Giuseppe Messina sobre os negócios fiduciário para administração, segundo o qual a transferência fiduciária da propriedade não denota o fim encerrado em si mesmo, mas apenas o meio de possibilitar a gestão, conservação, administração ou exploração dos bens, quando para tanto não são suficientes os poderes de um mandato”²⁷⁴.

²⁷⁰ ASCARELLI, Tullio. Op. cit., p. 159.

²⁷¹ Neste tocante, ressalta-se, em tempo, que a propriedade fiduciária do administrador do FII não se confunde com a propriedade fiduciária prevista no art. 1.361 do Código Civil Brasileiro, então caracterizada pela propriedade resolúvel sobre bens móveis constituída para fins de garantia. “Art. 1.361. Considera-se fiduciária a propriedade resolúvel de coisa móvel infungível que o devedor, com escopo de garantia, transfere ao credor”.

²⁷² CAMINHA, Unie. Op. cit., p. 145.

²⁷³ “Para viabilizar a utilização da propriedade imobiliária como objeto de investimento, com as características do mercado de valores mobiliários, a Lei nº 8.668, de 1993, disciplina a organização e o funcionamento dos fundos de investimento imobiliário, adotando princípios do negócio fiduciário e instituindo a propriedade fiduciária para fins de administração de investimento”. CHALHUB, Melhen Namen. Negócio Fiduciário...p. 364.

²⁷⁴ MESSINA, Giuseppe. Scritti Giuridici – Negozi Fiduciari. Milão: Dott A. Giuffré, Editore 1948, v. I, p. 8. Apud CHALHUB, Melhen Namen. Negócio Fiduciário...p. 51.

Seguindo a classificação de Pontes de Miranda, tal dinâmica faria do FII espécie de fundo fiduciário, no qual “opera-se a transmissão da propriedade dos recursos investidos ao administrador (sócio ostensivo ou fiduciário)” com o escopo de administração. Tais fundos, nos dizeres do tratadista, se diferenciam dos fundos condominiais, nos quais em princípio, os investidores permanecem coproprietários dos bens investidos²⁷⁵.

A diferenciação feita por Pontes, entretanto, não afeta à natureza jurídica dos fundos, mas apenas define as três modalidades de fundos de investimento segundo a classificação proposta pelo mesmo: fundos societários, fiduciários e condominiais²⁷⁶. Os fundos fiduciários, seriam espécie de fundo societário ou condominial, cujos bens são transferidos para propriedade do administrador. Nesta esteira, defende o autor que ao se introduzir o elemento de fidúcia “não deixa de haver o condomínio, mas se há a legitimação fracionaria dos fiduciantes (portanto- de per si), ou há a legitimação dos fiduciantes em comum”²⁷⁷.

Em que pese a coerência de raciocínio de Pontes de Miranda, a concepção de um fundo fiduciário como “condomínio de fiduciantes”, a nosso ver, desafia o conceito já estudado do instituto condominial. Ocorre que ao eleger a transferência de propriedade para fim indireto as partes se submetem não só à forma, mas também ao regime jurídico próprio do negócio adotado. Essa é a lição de Ascarelli que se aplica não apenas aos negócios fiduciários, mas a todas as demais modalidade de negócios indiretos²⁷⁸:

Mas a adoção de determinado negócio, para escopos indiretos, não é feita por acaso: tem explicação no intuito de se sujeitarem as parte, não somente à forma, mas também à disciplina do negócio adotado.

Traduzindo a orientação para o caso em comento, teríamos que a propriedade fiduciária do administrador, ainda que como modalidade de negócio indireto, estaria sujeita, e assim sujeitaria o Fundo, à disciplina própria dos negócios fiduciários. Nestes termos, a

²⁷⁵ MIRANDA, Pontes. **Tratado de Direito Privado – Parte Especial – Tomo LI**. 1ª edição, São Paulo: Bookseller, 2007, p. 437.

²⁷⁶ Idem, Ibidem, p. 437.

²⁷⁷ Pontes de Miranda não contesta a natureza condominial do fundo não societário. Ao tratar dos clubes de investimento, equipara-os aos fundos de investimento, e sustenta tratarem-se de condomínio de valores ou dinheiro: “O fundo comum, não societário, de investimento estabelece condomínio do dinheiro ou dos valores, ou do dinheiro e dos valores, conforme a cotação do dia da entrada. (...) Não há sociedade, de modo que a propriedade continua com os prestadores de serviços”. Pontes de Miranda, Apud PINTO, Luis Felipe Carvalho. *Op. cit.*, p. 61.

²⁷⁸ *Op. cit.*, p. 156.

transferência fiduciária dos bens integrantes do patrimônio do FII esvaziaria o direito de propriedade de qualquer um que alegadamente o detivesse, incluindo os quotistas, consolidando a propriedade em todo o seu caráter exclusivo e absoluto na figura do administrador. Assim, se concebêssemos de um condomínio na concepção do Fundo de Investimento Imobiliário, a introdução do elemento fiduciário seria capaz de afetar e modificar o objeto sobre o qual supostamente recairia a copropriedade: ao invés de coproprietários dos bens integrantes do patrimônio do Fundo, seriam os condôminos meros detentores de direitos fiduciários sobre os mesmos, na qualidade de fiduciantes²⁷⁹. Nesta qualidade, teriam os quotistas apenas direitos de natureza pessoal (ou obrigacional), os quais, como vimos, não podem ser objeto de condomínio.

Por outro lado, reconhecemos que na hipótese acima considerada, ainda que afastada a figura do condomínio por subtraídos os direitos reais dos quotistas, ter-se-ia por preservado o vínculo de comunhão entre os mesmos. O FII poderia, pois, ser caracterizado como comunhão não societária dos direitos fiduciários detidos pelos comunheiros fiduciantes, ou, do contrário, como comunhão de escopo decorrente de um contrato de sociedade, direcionada ao exercício de uma atividade econômica, à qual o patrimônio do Fundo serviria como instrumento. Trataremos de ambas as hipóteses mais adiante.

4.4. Sujeito e Objeto do Patrimônio do Fundo

Patrimônio é o complexo de relações jurídicas apreciáveis em dinheiro pertinentes à uma pessoa²⁸⁰. O conceito de patrimônio é indissolúvel ao conceito de personalidade; conforme Sylvio Marcondes “a ideia de patrimônio deduz-se diretamente da de personalidade e, sendo aquela emanção desta, é a expressão da potência jurídica em que uma pessoa, como tal, se acha investida”²⁸¹. Nosso ordenamento aderiu à teoria personalista do patrimônio: não há patrimônio sem sujeito, e tampouco sujeito sem patrimônio.

²⁷⁹ Ao conceituar os negócios fiduciários, Cariota-Ferrara menciona a conjugação de dois negócios: um de cunho real, com a transmissão definitiva e plena da propriedade ou da titularidade de um direito e outro de natureza pessoal (ou obrigacional), a obrigação de restituir ou transmitir a terceiro, após o cumprimento do pactuado (Apud CARVALHO, Maria Serina Areias de. Op. cit., p. 32). Na mesma linha, Paulo Restiffe Neto esclarece que a fidúcia encerra duas ordens de relação: de direito real (o fiduciário torna-se proprietário) e de direito obrigacional (dever de restituição da coisa uma vez resolvido o contrato) (Op. cit., p. 8).

²⁸⁰ Op. cit., p. 85.

²⁸¹ Op. cit., p. 85.

Todavia, isso não significa que a cada pessoa caiba apenas um único patrimônio. Consoante ensinamentos de Pontes de Miranda “todo patrimônio é unido pelo titular único, ou por titulares em comum, mas únicos, isso não quer dizer que a cada pessoa só corresponda um patrimônio; há o patrimônio geral e os patrimônios separados ou especiais”²⁸². A Lei concebe, pois, da possibilidade de haver patrimônios separados, ou especiais, desde que haja expressa disposição legal. Só a Lei pode separar patrimônios.

O patrimônio separado justifica-se pela sua destinação. Ele é apartado do patrimônio geral para realizar um determinado fim e passa a concentrar os ativos e passivos emergentes do complexo de obrigações necessários à satisfação desse fim. Cada porção assim afetada passa a formar uma nova universalidade, distinta da universalidade correspondente ao patrimônio geral do mesmo sujeito²⁸³.

De acordo com a regra geral, o devedor responde com a integralidade de seu patrimônio perante os seus credores. A Lei admite, entretanto, que parte do patrimônio seja destinado a um propósito específico, especial, que, embora não cessando de pertencer ao mesmo sujeito, é reservado apenas a certo grupo de credores. O conceito de patrimônio separado, apresenta, pois, e de acordo com Messineo, “nexo com o [conceito] de universalidade e com o problema da responsabilidade limitada”²⁸⁴.

Neste sentido, explica Ferrara que o “patrimônio separado é o patrimônio que tem dívidas próprias, no qual se localizam as obrigações e responsabilidades a que dá origem e que não sofre os efeitos de outras obrigações do sujeito do patrimônio”²⁸⁵. Consoante Marcondes, de tal fenômeno decorre a base necessária à limitação de responsabilidade a área demarcada de um respectivo patrimônio²⁸⁶. Neste aspecto o patrimônio separado se assemelha ao patrimônio autônomo, embora sejam expressões distintas da limitação de responsabilidade e com alcances diferentes.

²⁸² MIRANDA, Pontes. **Tratado de Direito Privado**, vol. 5, § 596, ns. 1 e 6, p. 368 e 377 apud MARCONDES, Sylvio. Op. cit., p. 92.

²⁸³ MARCONDES, Sylvio. Op. cit., p. 99

²⁸⁴ Apud MARCONDES, Sylvio. Op. cit., p. 97.

²⁸⁵ Idem, Ibidem, p. 97.

²⁸⁶ Op. cit., p. 99.

A este respeito, Sylvio Marcondes elucida, citando Messineo, que a expressão patrimônio autônomo é adequada quando “se pretenda indicar, não o destaque do núcleo de bens que continua a pertencer ao mesmo titular, mas a formação, com elementos tirados de outro ou outros patrimônios, de um patrimônio novo, com sujeito próprio, ou, pelo menos, com finalidades próprias, sobre a qual incidem obrigações e direitos autônomos, como acontece na formação da pessoa jurídica”²⁸⁷. Desta feita, enquanto o patrimônio separado continua a pertencer ao mesmo sujeito, o patrimônio autônomo dá causa ao surgimento de um novo sujeito, de uma nova pessoa.

Pode ocorrer, entretanto, de patrimônio separado vir a anteceder o patrimônio autônomo, como é o caso, por exemplo, das sociedades não personificadas até o momento que antecede o registro. A este respeito, prescreve o artigo 988 do Código Civil, que os bens e dívidas da sociedade em comum formam um patrimônio especial, do qual os “sócios são titulares em comum”. Como patrimônio especial, os bens e direitos que o compõem deixam de ser considerados como bens dos sócios singularmente considerados, e passam a ser considerados como bens sociais²⁸⁸. Com o registro, e consequente personificação, o patrimônio especial passa a constituir patrimônio autônomo, de novo sujeito, a saber, a nova sociedade.

A este propósito, Marcelo Andrade Féres nos incentiva a conferir a lição de Sylvio Marcondes, como autor do Livro da Atividade Negocial do Anteprojeto de Código Civil, que acabou se tornando o Livro de Direito de Empresa do Código Civil de 2002:

(...) Ora, a sociedade, acordo de vontades apto a constituir direitos subjetivos. É negócio jurídico, a produzir efeitos imediatos, de caráter societário e independentes de que ela adquira, ou não, personalidade jurídica. A personificação, fenômeno posterior, do qual a existência da sociedade é pressuposto, constitui a fonte geratriz de um novo sujeito de direito, capacitado a ser titular do patrimônio especial, que previamente composto pelas partes separadas dos patrimônios individuais dos sócios, se desliga da titularidade destes, para transformar-se em patrimônio autônomo, objeto de nova titularidade. Mas o dito patrimônio especial, preexistindo a personificação da sociedade, é, como tal, complexo de relações jurídicas que a atividade social tinha produzido e, por isso mesmo, relações societárias, quer entre os sócios, quer destes com terceiros.

²⁸⁷ Idem, Ibidem, p. 96.

²⁸⁸ FÉRES, Marcelo Andrade. Sociedade em Comum. Disciplina Jurídica e Institutos Afins. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 44.

A conversão do patrimônio separado em patrimônio autônomo depende, pois, de sua personificação, pela qual o patrimônio sai da órbita do sujeito anterior, e passa a uma nova titularidade, refletida em uma nova pessoa, um novo sujeito de direitos e obrigações. Nos dizeres de Marcondes “o patrimônio separado, transfunde-se num patrimônio autônomo, porque tem um novo titular, um novo sujeito de direito, que é a pessoa jurídica”²⁸⁹. Da personificação decorre também a limitação da responsabilidade em sua mais absoluta expressão, separando, por completo, qualquer vínculo de responsabilidade entre o sujeito anterior e as dívidas que podem advir da gestão do patrimônio. Tal fenômeno não se verifica, por exemplo, nas sociedades não personificadas, onde a limitação da responsabilidade decorrente do patrimônio especial se manifesta tão somente como um benefício de ordem, mantendo, no entanto, o vínculo da responsabilidade ilimitada de seus sócios pelas dívidas que excederem o patrimônio²⁹⁰.

Feitos os esclarecimentos acima, passemos a análise do caso concreto sob o escopo ao qual nos propomos: a identificação do sujeito e objeto do patrimônio do FII. Para tanto, transcrevemos a seguir os Artigo 6º e 7º da Lei 8.668/93, que dispõe sobre a constituição e manutenção do patrimônio do Fundo:

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

Artigo 7º Os bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário, em especial os bens imóveis mantidos sob a propriedade fiduciária da instituição administradora, bem como seus frutos e rendimentos, não se comunicam com o patrimônio desta, observadas, quanto a tais bens e direitos, as seguintes restrições:

I – não integram o ativo da administradora;

II – não respondem direta ou indiretamente por qualquer obrigação da instituição administradora;

III – não compõem a lista de bens e direitos da administradora, para efeito de liquidação judicial ou extrajudicial;

IV – não possam ser dados em garantia de débito de operações da instituição administradora;

²⁸⁹ MARCONDES, Sylvio. **Questões de Direito Mercantil**. São Paulo: Saraiva, 1977, p. 15.

²⁹⁰ Neste tocante é a lição de Mauro Brandão Lopes: “Noto mais, ainda como aspect secundário da sociedade em comum, não apontado na exposição de motivos, que, em razão da existência de tal patrimônio especial, a lei nova protegerá com o benefício de ordem os sócios que não tratam pela sociedade (Anteprojeto, arts. 1.033 e 1.067), aproximando-a, pelo menos em parte, da situação vigente para as sociedades personificadas; de tal sorte, os credores “sociais”(aqueles que resultam das relações societárias, i.e. relações jurídicas nascidas da atividade social) só podem executar o restante do patrimônio individual de cada sócio (i.e. a parte não component do patrimônio especial da sociedade).” LOPES, Mauro Brandão. *A Sociedade em Comum: Inovação do Anteprojeto do Código Civil*. **Revista de Direito Mercantil. Ano XIII. Nº 15/16**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1974, p. 39.

- V – não sejam passíveis de execução por quaisquer credores da administradora, por mais privilegiado que possam ser;
VI – não possam ser constituídos quaisquer ônus reais sobre os imóveis.

A leitura dos referidos dispositivos não deixa dúvida de que o FII dispõe de um patrimônio separado, apartado do patrimônio geral da administradora. De acordo com o artigo 6º da Lei 8.668/93, são estes bens, adquiridos pela administradora, que compõe o patrimônio do Fundo. Encontramos, então, no referido artigo 6º, a identificação do objeto do patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário. Identificado o objeto, passamos à identificação do sujeito de tal patrimônio.

Como vimos acima, diante da existência de um patrimônio separado, temos duas possíveis situações: o patrimônio pode permanecer sob a titularidade do mesmo sujeito, embora apartado de seu patrimônio geral; ou, o patrimônio pode se converter em patrimônio autônomo, sob a titularidade de um novo sujeito, evento que teria por pressuposto sua *personificação*. No caso específico dos Fundos de Investimento Imobiliário, tais situações refletiriam em duas possíveis hipóteses: (a) na primeira hipótese, o patrimônio do Fundo permaneceria como patrimônio separado da administradora, e esta como sujeito do patrimônio, embora destinado a um fim específico; ou (b) na segunda hipótese, considerado o Fundo como ente personificado, este seria o novo sujeito, titular dos direitos e obrigações que compõe patrimônio autônomo e próprio do FII. Nossa conclusão, passa, portanto, pela exata compreensão do conceito de pessoa, e o momento em que esta surge como sujeito de direitos na órbita jurídica, momento este do qual extraímos o evento da personificação.

A este respeito, reportamo-nos à lição de Clovis Beviláqua, lembrando que o conceito de pessoa, no sentido jurídico, equivale a sujeito de direito, como o ser a quem se atribui direitos e obrigações, ou, em outras palavras, àquele a quem se atribui personalidade ou capacidade jurídica²⁹¹.

Consoante ensinamentos de Comparato, “o conceito de pessoa é, indissolúvelmente, ligado ao de subjetividade jurídica”²⁹². Tal juízo estaria ligado à ideia de Kelsen, de que a função

²⁹¹ Apud MARCONDES, Sylvio. Op. cit., p. 42.

²⁹² COMPARATO, Fábio Konder. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 4ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 322.

ideológica da pessoa é idêntica à de direito subjetivo, visto que “serve para manter a ideia de que a existência do sujeito jurídico, como portador de direito subjetivo, quer dizer, propriedade privada, é uma categoria transcendente, em confronto com o Direito objetivo positivo, de criação humana imutável; é uma instituição na qual a elaboração de conteúdo de ordem jurídica encontra limite insuperável”²⁹³.

O conceito de pessoa está, pois, ligado, ao de personalidade, de modo que a pessoa, ou sujeito de direito, surge na órbita jurídica no momento em que adquire personalidade ou capacidade para assumir direitos e obrigações. Essa é a proposta de Pontes de Miranda²⁹⁴:

(...) quem pode ser sujeito de direito diz-se pessoa. Tal proposição pode não estar no sistema jurídico, mas claramente a formula o sistema lógico que contempla o sistema jurídico.

Nestes termos, se reconhecido o Fundo como sujeito de direitos e obrigações, estaríamos por reconhecê-lo como pessoa, ou entidade personificada, sujeito de patrimônio autônomo representado pelos bens e direitos adquiridos fiduciariamente pela administradora. Esta foi a conclusão de Arnaldo Wald em artigo destinado ao estudo da natureza jurídica do fundo imobiliário²⁹⁵.

Primeiramente Wald classifica o Fundo como “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 justifiquem a adoção de um regime jurídico próprio”²⁹⁶. Passa então a analisar as características do fundo imobiliário a luz da legislação à época vigente, faz comparações tanto com as sociedades não personificadas como com os condomínios civis, para então concluir acerca da capacidade substantiva e adjetiva do Fundo para assumir direitos e obrigações²⁹⁷:

²⁹³ H. Kelsen, *Teoria Pura do Direito*, 2ª ed., Coimbra, Armênio Amado, 1962, vol. I, p. 324/325, Apud COMPARATO, Fábio Konder, Op. cit., p. 323.

²⁹⁴ Pontes de Miranda. *Tratado de Direito Privado*, atualizado por Vilson Rodrigues Alves, t. I, 1ª ed., Campinas, Bookseller, 1999, p. 349, Apud GUEDES, Vinícius Mancini. *A Sociedade e Comunhão – Os fundos de investimento*. In FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 68-86.

²⁹⁵ WALD, Arnaldo. **Da natureza jurídica do fundo imobiliário**. *Revista Forense*, Volume 309, 1990 (Janeiro/Fevereiro/Março), p. 09-14.

²⁹⁶ Op. cit., p. 09.

²⁹⁷ Idem, *Ibidem*, p. 11.

Quer se cogite de um condomínio especialíssimo ou *sui generis*, de uma sociedade sem personalidade jurídica, na terminologia do Código de Processo Civil ou de uma forma de *trust* já adaptado e consagrado pelo direito brasileiro, a designação e a semântica são secundários, pois o importante é a capacidade substantiva e adjetiva do Fundo para adquirir e transmitir direitos, atuar em juízo e praticar todos os atos na vida comercial, embora só possa exercer a sua atividade por intermédio de seu gestor.

Segundo Wald, a particularidade do Fundo se explica pela influência do Direito Norte-Americano sobre a nossa legislação do mercado de capitais, com a criação de figuras análogas ao *trust* anglo-saxão²⁹⁸.

É fato que o legislador, inspirado pelo instituto americano, conseguiu criar figura similar ao *trust*, e de eficácia comprovada em nosso ordenamento, através de modalidade já reconhecida em nosso Direito, conferindo ao negócio fiduciário as peculiaridades de um patrimônio de afetação, que, sem dúvida alguma, é a mais importante característica do instituto anglo-saxão²⁹⁹. Na medida em que nos apartamos da *causa* e focamos no *efeito* da divisão de propriedade do *trust*, nos deparamos com a segregação patrimonial como elemento que, segundo a regra geral³⁰⁰, mantém os bens dados em *trust* imunes tanto às dívidas dos *trustees* como dos beneficiários.

De acordo com Peter Hefti, a principal ideia do *trust*, quando traduzida para os conceitos de *civil law*, não seria a da divisão de propriedade (ou propriedade investida no fiduciário), mas sim o patrimônio de afetação³⁰¹:

The foregoing analysis may be summarized in the sense that the primary concept of the trust is not the right vested in the trustee, but the idea developed by Lappaule of a patrimoine affecté. The appearance of the *trustee* as legal owner depends upon local and historical circumstances; were the trust to be construed, for example, as a juristic person, it would thereby neither gain nor lose anything essential. Hence, the civil law should not blindly confuse the *trust* with the right vested in the fiduciary.

Tal lógica nos levaria a dizer que a principal semelhança entre o *trust* e o FII é o regime legal que atribui a ambos os efeitos da segregação e afetação patrimonial.

²⁹⁸ Iden, *Ibidem*, p. 11.

²⁹⁹ WATERS, D.W.M., *Op. cit.*, p. 128.

³⁰⁰ Uma das exceções à regra são os *passive trusts*. Nestes os beneficiários são atribuídos de certos direitos que lhes permitem dirigir as decisões a respeito dos bens dados em *trust*. Nesta hipótese, é possível que os credores dos beneficiários atinjam os bens dados em *trust*.

³⁰¹ *Op. cit.*, p. 561.

A construção proposta por Wald está em linha com a proposição de Lappaule, ao classificar o *trust* como um patrimônio de afetação do qual o *trustee* seria mero administrador. A teoria de Lappaule foi alvo de muitas críticas³⁰², inclusive por aqueles que arguíam que tal teoria faria do *trust* uma pessoa jurídica, o que de fato ele não é, embora ostente atributos da personalidade capazes de justificar a atribuição de certa capacidade ao *trust*³⁰³. Em que pesem as críticas, sua teoria descreve com clareza o principal efeito alcançado pela divisão patrimonial do *trust*, a saber, a separação de um patrimônio destinado a um propósito específico.

Em alguns países a separação patrimonial é suficiente ao reconhecimento da personalidade jurídica, em outros não assume tal significado. Na Alemanha, por exemplo, se nega a personalidade jurídica às sociedades de pessoas, as quais, entretanto, são consideradas como pessoas jurídicas na concepção francesa e italiana; as sociedades civis são reconhecidas como pessoas jurídicas no direito francês, brasileiro, mexicano, ao passo que se nega a personalidade jurídica delas na doutrina italiana dominante³⁰⁴. Sob esse contexto, Ascarelli chega a propor que “em lugar de pessoas jurídicas, dever-se-ia falar, portanto, se esse for o caso, de separação de patrimônios”, assim o considerando um “ato de natureza especial na constituição da sociedade, quando tenha como consequência uma separação entre o patrimônio da sociedade e aquele de cada sócio, ou a rigorosa separação

³⁰² Pierre Lappaule foi o percussor da teoria da afetação, de influência decisiva à introdução do *trust* na América espanhola através da adequação do instituto do fideicomisso. Era a definição de trusts proposta por Lappaule: “El trust es una afectación de bienes garantizada por la intervención de un sujeto de derechos, que tiene la obligación de haber todo lo que sea razonable necesario para realizar esa afectación, y que es titular de todos los derechos que sean útiles para cumplir dicha obligación” (LAPPAULE, Pierre. La natureza del trust. México, Revista general de derecho y jurisprudência, v. III, 1932, p. 115). As críticas direcionadas à teoria de Lappaule prendiam-se em especial na classificação do *trust* por Lappaule como um patrimônio autônomo, sem titular. Citamos, a exemplo, os comentários feitos por Eduardo Salomão Neto, para quem “o *trust* configura não um patrimônio sem titular, mas preferencialmente um patrimônio com mais de um titular” (Op. cit., p. 63).

³⁰³ “By express trust, according to Lappaulle, property becomes autonomous and is dedicated to a defined purpose. The trust is a patrimoine affecté or Zweckvermögen (property devoted to a purpose); against this, not against the trustee, the claims of the beneficiary lies; the trustee as such is ascribed rights and duties against third parties; the trustee is essentially its administrator. Lappaulle’s construction thus far has generally been rejected. His critics argue that this theory would make the trust a juristic person, which specifically is not. We must agree with Lapaulle’s critics, insofar as the common law does not construe the trust as a juristic person. However, by this Lappaulle’s analysis is not yet demolished. The observation in the preceding section have shown that Lapaulle has correctly recognized what is accomplished by the trust, namely, the setting apart and dedication to a purpose of the property. The effects of the trust can scarcely be better described than by stating that the situation is as if the trust were personified”. (HEFTI, Peter. Op. cit., p. 557-558)

³⁰⁴ ASCARELLI, Tullio. Op. cit., p. 381.

patrimonial peculiar às sociedades anônimas e às por quotas de responsabilidade limitada”³⁰⁵.

De fato, conforme relata Luis Felipe de Carvalho Pinto, há ordenamentos jurídicos mais flexíveis que admitem que “sociedades não dotadas de personalidade, geralmente sociedades de pessoas e associações irregulares ou não reconhecidas, possuem uma certa capacidade de direito e muitas vezes se reconhece até certa autonomia patrimonial”³⁰⁶. Para José Eunápio Borges a sociedade possui personalidade jurídica mesmo antes do registro³⁰⁷. Ricardo de Santos Freitas considera ser possível propugnar a existência de personalidade jurídica em todas organizações que possuem, por disposição legal, “algum grau de capacidade jurídica”³⁰⁸.

José Lamartine Correa de Oliveira realizou interessante estudo acerca do tema, onde analisou a evolução do conceito de pessoa jurídica sob vários ordenamentos, chegando à seguinte conclusão³⁰⁹:

O legislador, analisando as realidades supra individuais existentes no plano fático e pré-normativo, verifica quais as dotadas de requisitos ontológicos necessários à sua qualificação, por analogia, com a pessoa humana, como pessoa jurídica. Nesse trabalho de verificação, adota por vezes critério mais rigorosista, excluindo todas as entidades que não guardem rigorosa e total separação, no plano econômico principalmente, em relação a seus membros. Daí os sistemas maximalistas, como o alemão-federal, que nega a personalidade jurídica às sociedades civis ou às sociedades comerciais de pessoas, por falta dessa rigorosa separação entre o sócio e a sociedade. Elas não seriam pessoas jurídicas, mas comunhões de seres humanos, reunidos de acordo com o princípio Gesamthand. Em outros sistemas, a que chamamos minimalistas, o limiar da exigência não é tão rigoroso. Todas as sociedades seriam reconhecidas como pessoas jurídicas. Mas, em todos os sistemas, é necessário guardar fidelidade ao ser, respeitar o limite do ontológico. Assim, não serão reconhecidas como pessoas jurídicas realidades a que falem requisitos mínimos de permanência, de continuidade, de consistência.

Nos Estados Unidos, a afetação patrimonial, embora não autorize a personificação dos *trusts*, tem justificado seu reconhecimento como *legal entities*³¹⁰. Tal reconhecimento não

³⁰⁵ Idem, Ibidem, p. 382.

³⁰⁶ Op. cit., p. 107.

³⁰⁷ BORGES, João Eunápio. **Curso de Direito Comercial Terrestre**. 5a ed. Rio de Janeiro: Forense, 1971, p. 287-289.

³⁰⁸ Op. cit., p. 151.

³⁰⁹ OLIVEIRA, José Lamartine Corrêa de. **A Dupla Crise da Pessoa Jurídica**. São Paulo: Saraiva, 1979, p. 607.

se dá por atribuição das Cortes³¹¹ ou do arcabouço legal, mas em virtude da validação de uma nítida distinção entre as obrigações pessoais do *trustee* e àquelas oriundas de sua capacidade como fiduciário ou representante da organização. Desta distinção resulta a caracterização do *trustee* como mero administrador, semelhantemente ao que ocorre nas *corporations*.

Em que pese a coerência de toda a referida argumentação, nosso ordenamento jurídico adotou um sistema fechado, que nos impossibilita reconhecer personalidade jurídica a quaisquer tipos outros além daqueles definidos em Lei, e desde que obedecidos os requisitos legais.

Marcelo Andrade Féres explica que “a tipicidade está intimamente ligada à noção de pessoa jurídica. É pessoa aquilo a que o ordenamento designar. Não podem as partes livremente, conforme melhor lhes aprouver, criar pessoas jurídicas. Há, no caso, um constante equacionamento entre a autonomia privada e o controle estatal. De um lado os particulares objetivam criar novos centros de imputação obrigacional e, de outro, o Estado quer fiscalizá-los, para que não haja a proliferação desmedida e abusiva do número de sujeitos que atuam no palco social”³¹². Assim sendo, mesmo que reconhecermos no Fundo certos atributos da personalidade, ainda assim não poderíamos propugnar pela sua caracterização como pessoa, ou sujeito de direitos e obrigações, visto que tal caracterização dependeria de fenômeno ao qual a Lei não lhe reconhece e tampouco lhe autoriza, uma vez que este não se enquadra no tipo capaz de adquirir personalidade jurídica nos termos legais.

Não obstante, importa frisar que embora tenhamos adotado um sistema fechado quanto tipo sujeito à personificação, no Brasil o regime é aberto no que diz respeito à

³¹⁰ A este respeito, Hefti esclarece que na *common law* há sutil distinção entre os conceitos de pessoa jurídica (*legal person*) e de entidade legal (*legal entity*), a qual, entretanto, serve apenas para evidenciar a exclusão da pessoa jurídica quando julgada necessária: “Bogert, to be sure, does not see in the trust a legal person, but rather a legal entity. From the civil-law view-point, however, legal entity and legal person are the same, and in common law this distinction merely serves to obviate the license regarded as necessary for a legal person”. (HEFTI, Peter. Op. cit., p. 563-564)

³¹¹ “Courts generally continue to deny that trusts are legal entities, at least in dictum. The tax law, however, has long treated the typical trust as an entity separate from the person who serves as trustee”. (HALBACH JR., Edward C.. Uniform Acts, Restatements, and Trends in American Trust Law at Century’s End. **California Law Review**, Vol. 88, N. 6, Symposium of the Law in the Twentieth Century, Dec. 2000, p. 1883)

³¹² Op. cit., p. 106.

caracterização do negócio societário, uma vez que nosso ordenamento admite e reconhece a criação de sociedades atípicas, as quais podem existir sob o modelo de sociedades não personificadas. Neste caso, de sociedades atípicas não personificadas, estaríamos falando da existência de um patrimônio separado, mas não autônomo, o qual, como já abordamos, depende da personificação.

De posse de tais conceitos, voltamo-nos às hipóteses inicialmente aventadas relativamente à identificação do sujeito do FII. Considerando (i) que o Fundo é dotado de patrimônio separado, composto pelos bens e direitos adquiridos fiduciariamente pelo administrador; (ii) que o Fundo não pode ser considerado como entidade personificada, e, desta forma, não sendo “pessoa” segundo a acepção jurídica, não pode ser sujeito de direitos e obrigações; (iii) que ausente o fenômeno da personificação, não há que se falar no surgimento de um patrimônio autônomo, ou de um novo sujeito de direito; concluímos que o sujeito do patrimônio do FII é o próprio administrador, ao qual é atribuída a titularidade do patrimônio, embora gravada pelo fim ao qual se destina.

Não obstante nossa conclusão, ressaltamos, para total clareza de entendimento, que se não fosse pela existência do negócio fiduciário, então caracterizado pela propriedade fiduciária do administrador, ou seja, se o Fundo adquirisse os bens em seu próprio nome (como ocorre com os demais fundos de investimento), poderíamos até mesmo conceber que, ausente a personalidade jurídica, os sujeitos do patrimônio seriam os próprios quotistas do Fundo, como ocorre, por exemplo, nas sociedades não personificadas, consoante explica Mauro Brandão Lopes³¹³:

Essa sociedade, por não se personificar, não será sujeito de direitos e obrigações, e não terá portanto patrimônio próprio, mas ligado a ela, existirão bens sociais que, juntamente com as dívidas sociais, constituirão um patrimônio especial, inicialmente “composto pelas partes separadas dos patrimônios individuais dos sócios e do qual serão titulares os sócios em comum.

Ocorre que, conforme já mencionamos ao abordar a propriedade fiduciária como modalidade de negócio indireto, não podemos ignorar os seus efeitos, uma vez que estamos sujeitos à sua disciplina. De acordo com a disciplina do negócio fiduciário, pela propriedade fiduciária se tem por consolidado o direito de propriedade de forma absoluta na pessoa do administrador. Nestes termos, não pode ser outro, que não o administrador, o

³¹³ Op. cit., p. 39.

titular do patrimônio composto pela universalidade de bens e direitos que se mantém sob a sua propriedade. Tal assertiva se confirma pelas disposições contidas nos artigos 6º e 7º da Lei 8.668/93, ao estabelecer expressamente quais os bens e direitos que compõe o patrimônio do Fundo, bem como o regime ao qual estes são submetidos como patrimônio separado do patrimônio geral do administrador.

Por consequência, seja o Fundo de Investimento Imobiliário condomínio ou sociedade, o objeto sobre o qual recai a comunhão não seria o patrimônio do Fundo em si, mas sim os direitos fiduciários que, como condôminos ou sócios, os quotistas teriam sobre este patrimônio.

4.5. Críticas à Classificação do FII como Condomínio e Justificativas a sua Classificação como Sociedade

Ao longo deste trabalho, procuramos desenvolver todos os conceitos necessários à conclusão acerca da natureza jurídica dos Fundos de Investimento Imobiliário. Com este intuito, abordamos a distinção entre comunhão, condomínio e sociedade, definimos o alcance do objeto do condomínio, traduzimos os efeitos da propriedade fiduciária do administrador, e identificamos o sujeito do patrimônio do Fundo, bem como o objeto da comunhão. Neste capítulo, nos empossamos das conclusões alcançadas nos capítulos anteriores como premissas ao desenvolvimento de nossa análise.

A primeira importante crítica que fazemos à classificação do Fundo de Investimento Imobiliário como condomínio diz respeito à acepção técnico-jurídica do conceito empregado pelo legislador: o FII não pode ser condomínio por ser este instituto incompatível com a natureza de seu objeto.

Conforme abordamos nos Capítulos 4.3. e 4.4., os cotistas não possuem quaisquer direitos reais sobre os bens e direitos constantes da carteira do Fundo e tampouco são sujeitos do seu patrimônio. Sua posição em relação ao patrimônio do Fundo é de meros fiduciários, detendo estes, portanto, apenas direitos de natureza pessoal, que, como vimos, não podem ser objeto de condomínio. Por conseguinte, a comunhão formada pelos cotistas do FII não

é comunhão sobre propriedade, ou copropriedade, mas sim comunhão de direitos. A relação entre estes é de comunheiros fiduciários, e não de condôminos.

Antes porém de afastarmos por definitivo o condomínio como instituto capaz de refletir a natureza jurídica do FII, e considerando o efeito da propriedade fiduciária na construção lógica que nos conduz à conclusão acima, nos propomos a testar a possível existência de um condomínio no momento anterior e posterior à aquisição da propriedade fiduciária pelo administrador. A este respeito, lembremos da teoria formulada por Cirne Lima e Peter Ashton, ao defenderem a natureza dos fundos de investimento como *spes condominiumii*. Tais autores vislumbraram existência de um condomínio no caso de haver a liquidação do fundo, quando a carteira dos títulos adquiridos supostamente seria destinada à distribuição aos investidores³¹⁴.

Consoante previsto nos artigos 1º da Lei 8.668/93 e artigo 2º da IN CVM 472/2008, o FII é classificado por Lei como “comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários”.

Ricardo dos Santos Freitas critica esta definição, considerando que os recursos aportados pelos cotistas no Fundo não dariam direito à parcela dos bens integrantes do patrimônio, mas sim apenas “à uma fração ideal da significação econômica” do patrimônio. Neste sentido, sustenta que:

(...) quando aportados no fundo de investimento, [os recursos] conferem ao investidor a titularidade de uma cota, esta sim representativa de uma fração ideal da comunhão de recursos. (...) quando resgatadas, não dão direito a uma fração ideal de cada bem que integra o patrimônio, mas apenas à uma fração ideal da significação econômica destes, podendo o administrador do fundo livremente decidir de que fora dispor de parte de um ou de mais deles para obter a significação econômica do investidor que se retira, total ou parcialmente.

Ainda assim, e em que pese concordarmos com o citado autor, destituídos do espírito crítico quanto aos elementos caracterizadores da sociedade — cuja abordagem será feita mais adiante —, nos forçamos a prosseguir com a análise. A dificuldade que encontramos na busca pelo instituto revelado no momento anterior e posterior à propriedade fiduciária está relacionada à identificação de um período transitório em que se verificaria a existência dos bens (ou recursos) em comunhão, e o momento em que estes são transferidos ao ou

³¹⁴ ALONSO, Feliz Ruiz. Op. cit., p. 72-73.

restituídos pelo administrador; neste período se limitaria a hipótese de caracterização de um condomínio. Ocorre que o momento da transferência ao administrador se manifesta no nascedouro da relação contratual entre os cotistas e o Fundo (ou comunhão de cotistas), a saber, no momento da subscrição das cotas pelos mesmos. Desta feita, não conseguimos enxergar uma situação transitória entre a vinculação do cotista e a transferência de propriedade que nos permita cogitar da existência do condomínio antes da transferência dos recursos ao administrador.

A mesma situação deve ser considerada no tocante o momento posterior à situação da propriedade fiduciária, ou seja, quando esta cessa em virtude da liquidação do Fundo. A nosso ver, não seria possível aplicar a teoria do *spes condominii* aos Fundos de Investimento Imobiliário, tendo em vista que, também por ocasião da liquidação do Fundo, a propriedade fiduciária do administrador se encerra concomitantemente ao ato de desvinculação do cotista, decorrente da liquidação e cancelamento da sua cota. Assim sendo, também aqui não vemos um período transitório que poderia caracterizar um condomínio.

Testada a caracterização do condomínio desde o aporte de recursos até a sua liquidação, e pautados nos entendimentos trazidos ao longo deste trabalho quanto ao real alcance do instituto, nos permitimos manifestar a nossa conclusão de que o Fundo de Investimento Imobiliário não se reveste da forma condominial, pois que caracterizado por comunhão de direitos pessoais, que desnaturam o seu objeto.

Nestes termos, deste ponto em diante delimitamos o escopo de nossa pesquisa à definição da natureza jurídica do Fundo de Investimento Imobiliário como comunhão societária ou simples comunhão. Com este propósito, e visando proporcionar uma análise objetiva, trabalharemos por exclusão, buscando o enquadramento ou não do FII dentro do conceito de sociedade.

Para tanto, nos servimos novamente do texto contido no artigo 981 do Código Civil Brasileiro, que trás o conceito de sociedade:

Art. 981 – Celebram Contrato de Sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a participação, entre si, dos resultados.

Ao trabalhar o desenvolvimento histórico do conceito legal de sociedade sob o texto codificado (incluindo o Código Comercial e o Código Civil de 1916), Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa observa que as definições até então propostas pelo legislador “remetem ao instituto da sociedade indubitavelmente para o campo do contrato, do qual representaria uma modalidade”³¹⁵. A este respeito já nos pronunciámos anteriormente, informando tratar-se o contrato de sociedade de modalidade de contrato plurilateral, segundo a concepção de Ascarelli. Sob a mesma concepção, Verçosa conceitua o contrato de sociedade como “um contrato do tipo plurilateral, associativo ou aberto, por meio do qual duas ou mais pessoas ajustam suas vontades para que, por meio da reunião de bens e pela prestação de esforços, venham a alcançar o lucro a ser entre elas dividido, explorando uma atividade comum”³¹⁶.

Nesta esteira, Marcelo Andrade Fêres observa que enquanto negócio jurídico, ou modalidade de contrato plurilateral, o contrato de sociedade submete-se à teoria geral dos contratos, pressupondo, portanto, “consenso, objeto lícito e forma prescrita e não defesa em lei”. Não obstante, atenta também para as peculiaridades, ou elementos característicos, do negócio societário, os quais seriam, segundo o autor: (a) a pluralidade de partes; (b) a contribuição das partes, com bens e serviços, para a formação do capital social; (c) a *affectio societatis*; (d) a coparticipação nos resultados; e (e) o elemento teleológico: o exercício da atividade econômica³¹⁷.

Todos estes elementos³¹⁸, já sobejamente trabalhados pela doutrina e abordados durante o desenvolvimento deste trabalho, se manifestam de forma muito evidente no Fundo de

³¹⁵ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial 2. Teoria Geral das Sociedades – As Sociedades em Espécie do Código Civil. Vol. 2. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 37.

³¹⁶ Op. cit., p. 49.

³¹⁷ Op. cit., p. 40.

³¹⁸ O ordenamento jurídico brasileiro admite a existência de sociedades unipessoais, tanto de caráter permanente, as então denominadas EIRELES e, ainda, as subsidiárias integrais, como de caráter transitório. Inúmeras teorias foram desenvolvidas a respeito da sociedade unipessoal, as quais, entretanto, não serão objeto deste trabalho. Não obstante, consignamos o entendimento do Prof. Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, ao qual nos afiliamos: “Nas sociedades unipessoais, no fundo, o que se forma é um patrimônio afetado à finalidade da exploração de uma atividade econômica lucrativa, na qual se dá a responsabilidade limitada do titular do patrimônio geral, justamente quanto ao montante daquele patrimônio”. (Op. cit., p. 55)

Investimento Imobiliário, a exceção do *affectio societatis*, e do exercício da atividade econômica, sobre os quais debitaremos nossa especial atenção.

O *affectio societatis*, como já tivemos a oportunidade de esclarecer, é um conceito que remonta as origens do direito romano, aplicado ao longo do tempo para distinguir comunhão e sociedade. Em que pese a insistência de parte da doutrinária em preservá-lo como carácter distintivo do contrato de sociedade, este não se manifesta de forma exclusiva no tipo societário, fazendo-se presente em outras modalidades contratuais nas quais se reconhece um “estado de ânimo continuativo”, a exemplo da antiga forma de comunhão accidental ou involuntária entre herdeiros (*consortio inter fratres*), e até mesmo a comunhão entre conjugues (*affectio maritalis*)³¹⁹.

Essa posição está em linha com o entendimento de Comparato, que embora datado de 1981, não perde a sua atualidade³²⁰:

A *affectio societatis* é, portanto, não um elemento exclusivo do contrato de sociedade, distinguindo-o dos demais contratos, mas um critério interpretativo dos deveres e responsabilidades dos sócios entre si, em vista do interesse comum. Quer isto signifique que a sociedade não é a única relação jurídica marcada pelo estado de ânimo continuativo, mas ele comanda, na sociedade, uma exacerbação do cuidado e diligência próprios de um contrato *bonae fidei*.

Erasmu Valladão de Azevedo e Novaes França é um dos que pregam a exclusão do *affectio societatis* com elemento constitutivo da sociedade, substituindo-o, com o mesmo propósito, pelo conceito de “fim comum” ou “causa” do contrato de sociedade, enquanto elemento objetivo do negócio societário³²¹. Para tanto se reporta aos ensinamentos de Ferri, de que o *affectio societatis* não seria requisito ulterior, mas “a representação subjetiva da percussão do escopo social sob a base dos requisitos objetivos”, que viriam então a distinguir a

³¹⁹ FRANÇA, Erasmu Valladão de Azevedo e Novaes. *Affectio Societatis: Um Conceito Jurídico Superado no Moderno Direito Societário pelo Conceito de Fim Social. Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa: A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. Conflito Apurado pela Própria Assembleia de Cotistas. Quorum Qualificado para Destituição do Administrador do Fundo*. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 31.

³²⁰ COMPARATO, Fábio Konder. *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Forense: Rio de Janeiro, 1981, p. 39.

³²¹ FRANÇA, Erasmu Valladão de Azevedo e Novaes. *Affectio Societatis: Um Conceito Jurídico Superado no Moderno Direito Societário pelo Conceito de Fim Social. Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa: A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. Conflito Apurado pela Própria Assembleia de Cotistas. Quorum Qualificado para Destituição do Administrador do Fundo*. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 60.

comunhão da sociedade tanto nas relações internas como externas do ente societário³²². Nesta esteira, explica ainda o autor que “as diferenças existentes entre o contrato de sociedade e outras figuras contratuais, assemelhadas ou não, não estão na conformação do elemento volitivo dos agentes, mas sim, e precisamente, na *causa* do contrato e, de maneira mais específica, na existência de um escopo comum, que permite enquadrar a sociedade entre as organizações finalísticas”³²³. Desta feita, o que se permitiria diferenciar, em cada caso, a existência do contrato de sociedade, não seria o consenso em si, mas o negócio plurilateral de fim comum ao qual se tenha dirigido o consenso³²⁴.

Segundo França, o “fim comum” da sociedade compreenderia, em sentido amplo, o escopo-meio e o escopo-fim do contrato social. “O escopo-meio ou objeto (empresa no caso de sociedade empresária) é a atividade à qual a organização societária se dedica, servindo, entre outras coisas, para distinguir sociedades empresárias das sociedades não empresárias”³²⁵. O “escopo-fim ou finalidade é elemento que serve para distinguir as sociedades das associações no sentido estrito: nas sociedades a finalidade é a partilha de resultados da atividade social entre seus membros (CC, art. 981), algo que não pode jamais suceder na associação (CC art. 53) sob pena de desnaturá-la em sociedade”³²⁶.

Sob este contexto importa frisar que o escopo-meio do Contrato Social não deve ser confundido com a ideia geral de objeto, visto que assim se afigura apenas como instrumento à percussão dos interesses da organização. Consoante explica Rachel Sztajn, o “reconhecimento do escopo visado pelos sócios não é atingido apenas pelo exercício em comum de uma qualquer atividade mas sim pela organização das pessoas e dos bens para

³²² Assim são as palavras de Ferri: “No âmbito da categoria das sociedades irregulares entram as assim chamadas sociedades de fato, aquelas que se formam sem a estipulação de um contrato social, à base de um comportamento concludente de umapluralidade de sujeitos. Trata-se de fenômenos societários sobremodo comuns na prática, que se realizam enquanto se determine, de fato, a criação de um fundo comum para o exercício em comum de uma atividade econômica com o fim de divisão dos lucros. A jurisprudência exige também a *affection societatis*, que de resto, não é requisito ulterior, mas é a representação subjetiva da percussão do escopo social sob a base dos requisitos objetivos, e distingue a existência da sociedade nas relações internas, ligando-a à efetiva ocorrência, de fato, dos mencionados requisitos, e nas relações externas, ligando-a à mera aparência de um fenômeno societário.” Apud FRANÇA, Erasmo Valladão de Azevedo e Novaes. *Affectio Societatis*..., p. 60.

³²³ Idem, Ibidem, p. 61.

³²⁴ Idem, Ibidem, p. 61-62.

³²⁵ Idem, Ibidem, p. 43.

³²⁶ Idem, Ibidem, p. 43.

tanto predispostos”³²⁷. O escopo-meio serve, portanto, ao escopo-fim, como ferramenta necessária ao cumprimento de sua finalidade, do fim social.

Desta feita, tomado por fim comum (ou social), o escopo em que se traduz a finalidade perseguida pelos sócios quando da manifestação de seu consentimento, teríamos uma equivalência entre tal conceito (de fim comum ou fim social), e o conceito de “causa”, ao qual se reporta a já abordada proposição de Comparato³²⁸.

A distinção [entre comunhão e sociedade] deve ser pesquisada na natureza da causa, enquanto elemento objetivo do negócio jurídico. Na comunhão é o uso e gozo comum da mesma coisa, sem qualquer referencia a uma ulterior finalidade coletiva. Em outras palavras, a comunhão é do objeto e não dos objetivos. Na sociedade, ao revés, essa comunhão de escopo é essencial. Assim o acento tônico, nos negócios de comunhão, é posto nos próprios bens comuns, ao passo que na sociedade, os bens sociais são simples instrumentos para o exercício de uma atividade, com fim lucrativo.

Segundo Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, o conceito de causa está intrinsecamente ligado à “finalidade, que é a razão de ser do mesmo ato”. Explica, a este respeito, que a causa “corresponde ao motivo psicológico de agir a ser satisfeito mediante a realização do ato. A causa atrai o agente como estímulo à sua vontade, subordinando-a para que o ato possa ser realizado. Desta maneira, ela é integrada tanto pelo aspecto subjetivo como objetivo. Deste último ponto de vista ela é um dos elementos do ato, ou, no caso do contrato, um de seus elementos essenciais, configurada como um aspecto abstrato de sua existência”³²⁹.

De posse de tais conceitos, passemos a analisá-los sob a perspectiva específica dos Fundos de Investimento Imobiliário, procurando, desta forma, identificar se no fim social, escopo, ou, em outras palavras, na causa da comunhão formada pelos cotistas, conseguimos identificar a existência de uma atividade econômica capaz de distinguir a comunhão da sociedade. Para tanto nos valeremos, inicialmente, das características próprias do FII encontradas no texto legal.

³²⁷ SZTAJN, Rachel. **Atipicidade de Sociedades no Direito Brasileiro**. Tese para apresentada para Concurso de Livre Docência do Departamento do Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 1987, p. 48.

³²⁸ Comparato, Fábio Konder. O Poder de Controle na Sociedade Anônima..., p. 157-158.

³²⁹ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Contratos Mercantis e a Teoria Geral dos Contratos. O Código Civil de 2002 e a Crise do Contrato**. São Paulo: Quartier Latim, 2010, p. 160.

De acordo com o já citado artigo 1º da Lei 8.668/93, o FII destina-se à captação de recursos por meio do Sistema de Distribuição de Valores Imobiliários “destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários”. Em que pese a carência de uma definição legal mais detalhada acerca da expressão “empreendimentos imobiliários”, admite-se, como relatamos no Capítulo 3.2., que o FII seja engajado em quaisquer atividades de natureza imobiliária, bem como que detenham quaisquer ativos imobiliários ou com lastro em atividade imobiliária. Nestes termos, coube à CVM definir quais os ativos que podem compor a carteira do Fundo, os quais encontram-se listados no art. 45 da IN CVM 472/08.

A aplicação dos recursos do Fundo em empreendimentos imobiliários, por sua vez, tem como finalidade única, a perseguição de lucros, e sua posterior distribuição aos cotistas. Quanto a esta assertiva já esclarecemos que a Lei 8.668/93 veda expressamente, em seu artigo 13, a utilização pelos cotistas, ou o exercício de qualquer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do Fundo. Estabelece, outrossim, a Lei, a obrigatoriedade da distribuição de resultados, consoante previsto no artigo 10, Parágrafo Único do referido normativo³³⁰.

Ademais, embora os cotistas não sejam dotados de poderes de gestão do patrimônio, são investidos de poderes políticos, exercidos através das deliberações tomadas em Assembleia Geral. Consoante previsto no art. 18 da IN CVM 472/2008, a Assembleia Geral de quotistas tem participação ativa e poderes para definir o curso dos negócios do Fundo, podendo, inclusive, alterar o regulamento, destituir ou substituir o administrador, bem como determinar o prazo de duração do FII. A nosso ver, a situação em que se coloca a comunhão dos cotistas relativamente aos empreendimentos imobiliários que compõe o patrimônio do Fundo muito se assemelha à situação da comunhão de acionistas que se organizam para a formação de controle societário, ou criação de uma holding pura, situação esta da qual decorreria uma sociedade, e não um condomínio, segundo a ideia de Comparato³³¹:

(...) a colocação em comum de ações de uma companhia para a formação do controle acionário, gera em si mesma uma sociedade de segundo grau, cujo

³³⁰ Art. 10º – Parágrafo Único: O fundo deverá distribuir a seus cotistas, no mínimo, noventa e cinco por cento dos lucros auferidos, apurados Segundo o regime de caixa, com base no balance ou balancete semestral encerrado em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano.

³³¹ O Poder de Controle na Sociedade Anônima..., p. 158.

objeto é a denominação de outra ou outras sociedades, para o exercício da atividade empresarial própria de cada uma destas, e não de mera fruição em comum de bloco acionário, como ocorre, por exemplo, na comunhão causa mortis, durante o processo de inventário antes da partilha.

É claro que não estamos falando de situações exatamente análogas. Primeiramente, como já observamos, no caso do FII teríamos uma comunhão não acionária, mas de fiduciários. Embora se manifestem ambas pelo exercício de direitos pessoais relativamente ao patrimônio do Fundo, ou no caso do condomínio acionário, da sociedade, não são conceitos equivalentes. Em virtude de tal diferença, não poderíamos falar, no caso do Fundo, de uma sociedade em segundo grau, mas de uma sociedade em primeiro grau, que teria por objeto o exercício de uma atividade econômica lucrativa, através da aplicação de recursos em empreendimentos imobiliários que compõe a carteira do FII.

A semelhança para a qual chamamos a atenção está na identificação, em ambos os casos, de um contrato de “organização”, que, segundo a teoria disseminada por Calixto Salomão Filho, então traduzida por Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, pressupõe a “coordenação da influência recíproca entre atos” tendo por interesse a “criação de uma organização capaz de estruturar de forma mais eficiente as relações existentes em torno da sociedade”³³².

De acordo com a lição de Ascarelli, a organização constituída a partir do contrato social pode ser meramente interna ou também externa. A caracterização da sociedade pressupõe a existência de uma organização externa, na qual o grupo entra em relações com terceiros para a consecução de um escopo comum³³³. É desta organização que decorre também a possibilidade de deliberação por maioria: “nesta comunhão de escopo, assenta, afinal, o poder da maioria”, o qual reflete a primazia dos interesses comuns em detrimento dos interesses particulares dos participantes³³⁴.

Ao investirem em um Fundo de Investimento Imobiliários, os cotistas aderem a uma organização; à sua formação e manutenção direcionam a manifestação de seu consentimento. Bem como o fazem os sócios ao constituir sociedade, os cotistas organizam-se para a realização de uma atividade ulterior, correspondente a realização de investimentos em empreendimentos imobiliários, que constitui, portanto, a finalidade, ou,

³³² Curso de Direito Comercial..., p. 54.

³³³ ASCARELLI, Tullio. Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado..., p. 410.

³³⁴ Idem, Ibidem, p. 422-423.

como vislumbramos, a causa do contrato de sociedade. O patrimônio do Fundo, ou os direitos detidos pelos cotistas como fiduciários, tem importância tão somente como meio para a consecução desta finalidade; têm, portanto, caráter instrumental. O administrador tem liberdade para eleger os ativos que deverão compor o patrimônio do Fundo, e mesmo quando os cotistas aderem ou estabelecem normas mais rígidas e restritivas no regulamento, o fazem motivados pelo critério de determinação que conduzirá a aferição dos resultados pretendidos, e não à fruição dos bens.

Também o patrimônio separado do Fundo se justifica pela existência desta organização. Segundo a lição de Ascarelli “a constituição de um patrimônio separado e de uma pessoa jurídica é, no entanto, obviamente limitada às hipóteses em que, com o contrato, se constitui uma organização externa; fora destas, com efeito, a constituição de um patrimônio separado ou de uma pessoa jurídica não tem sentido”³³⁵.

No caso específico dos Fundos de Investimento Imobiliário, a existência do patrimônio separado espelha o regime legal de afetação, do qual se extrai a responsabilidade limitada dos cotistas do fundo em sua maior expressão (diferentemente do que ocorre, por exemplo, no caso das demais sociedades não personificadas, em que o reconhecimento do patrimônio se limita à atribuição de um benefício de ordem). Tal peculiaridade, entretanto, apenas vem a reforçar a natureza do Fundo como contrato de sociedade, considerando, outrossim, que segundo as regras típicas dos condomínios, os quotistas seriam ilimitadamente responsáveis pelas dívidas do fundo³³⁶. Tanto é que Rachel Sztajn aponta a responsabilidade limitada como ponto de aproximação entre o FII e as sociedades³³⁷:

Embora o fundo constitua patrimônio separado, a ele já se impõem algumas das regras próprias das sociedades anônimas. Terá sido criada uma sociedade atípica, com limitação da responsabilidade dos sócios em sociedade não personificada, mas cuja a administração, diversamente do que preveem as normas legais para tais tipos, se faz de acordo com as regras do hetero-organicismo.

³³⁵ Idem, Ibidem, p. 426.

³³⁶ “A questão da responsabilidade dos investidores deve assim ser analisada fundo por fundo. A regra geral é da responsabilidade direta e ilimitada, mas sem solidariedade. Qualquer limitação somente será válida se prevista ou autorizada por norma jurídica específica” (PINTO, Luis Felipe de Carvalho. Op. cit., p. 127)

³³⁷ Op. cit., p. 108.

Diante de todo o exposto, não resta dúvidas de que a comunhão dos cotistas do Fundo de Investimento Imobiliário não é uma comunhão de objetos, mas sim uma comunhão de objetivos, direcionados à criação de uma organização voltada ao cumprimento de uma finalidade, da qual resulta a causa caracterizadora do contrato de sociedade, a este distinguindo da simples comunhão.

5. PERSPECTIVA EM DIREITO COMPARADO: TENDÊNCIA GLOBAL À ADOÇÃO DO MODELO SOCIETÁRIO (A “CORPORATIZAÇÃO” DOS REAL ESTATE INVESTMENT TRUST)

Eduardo Salomão Neto nos alerta da utilidade dos estudos de Direito Comparado, visto que fortalecem a construção dogmática do sistema jurídico nacional, tanto por revelarem as características de tal sistema na parte que se diferencia dos outros por suas características e premissas peculiares, como por evidenciar o que tal sistema jurídico tem em comum com os outros³³⁸.

Não obstante o rápido crescimento do mercado de fundos imobiliários, o Brasil mantém ainda posição incipiente no mercado global, em nítida desvantagem em relação a outros países onde o REIT foi introduzido após o FII³³⁹.

Dentre os fatores responsáveis pelo posicionamento brasileiro no mercado internacional de REITs, aponta-se a ausência de um sistema regulatório capaz de promover suporte suficiente de acordo com os padrões globais³⁴⁰. É claro que este não seria o único fator. São inúmeros os fatores econômicos, financeiros, políticos e regulatórios capazes de influenciar o mercado de REIT e determinar a sua atratividade e consequente volume de operações, mas a questão regulatória certamente influencia sua performance.

No que respeita a questão regulatória, recente artigo publicado pelo European Public Real Estate Association (EPRA) aponta como determinantes à eficiência e desenvolvimento do mercado de REITs as seguintes condições³⁴¹: (i) estrutura legal; (ii) condições de listagem; (iii) escopo das atividades e ativos em carteira; (iv) restrições a endividamento; (v) limites de distribuição; e (v) taxa de conversão e cenário internacional.

³³⁸ Op. cit., p. 95.

³³⁹ SIMONTACCHI, Stefano e STOSCHEK, Uwe. Op. cit., General Report – p. 6-7.

³⁴⁰ “The Brazilian regulation system still does not provide sufficient support in comparison of global standards. However, investments by the FII in the real state market are increasing”. SIMONTACCHI, Stefano e STOSCHEK, Uwe. Op. cit., Country Reports: Brazil, p. 4.

³⁴¹ “In defining the ideal European REIT regime, I first take a look at the main characteristics that form part of the general framework of a REIT: 1) legal form 2) listing and shareholding conditions, 3) the activity or asset test, 4) leverage restrictions, 5) distribution limits, 6) the conversion charge and the international outlook”. WIJS, Ronald J.b. What Would an ideal REIT look like? Supplement to the Global REIT Survey: topical REIT-related articles. Disponível em: www.epra.com/media/EPRA_REIT_Survey_Supplement.pdf. Acessado em: 21.07.2011. Acessado em: 21.07.2010.

Relativamente à estrutura legal, de acordo com o referido artigo, é recomendado que o REIT “adote a forma de uma sociedade com responsabilidade limitada reconhecida internacionalmente, e não um *trust* ou figura semelhante” (tradução livre). A principal razão desta recomendação está relacionada à dificuldade de transposição dos conceitos próprios do *trust* pelos países que não estão familiarizados com o instituto e com os conceitos a estes relacionados, em especial no que diz respeito à duplicidade do direito de propriedade própria do Direito Anglo-Saxão. Ademais, outras questões específicas, como, por exemplo, a questão acerca da responsabilidade dos investidores, também recomendam a adoção do modelo societário.

Ocorre que a limitação de responsabilidade, então atribuída às *corporations*, não se aplica como regra geral a todos os *trusts*. Os *trusts* são comumente utilizados em operações de investimento sem que necessariamente haja uma regra específica, como ocorre no caso dos REIT americanos, que dispõe de regras claras sobre a limitação da responsabilidade dos investidores. No caso dos *mutual funds*, por exemplo, cuja prática de mercado tem conduzido à uma certa preferência pelo *trust* (*investment trust*) em detrimento da forma societária (a Lei admite que os *mutual funds* se organizem como *corporations*, tornando-se *investment companies*), a regra de responsabilidade não está definida³⁴². Assim, verifica-se, ainda nos dias de hoje, certa ambiguidade na doutrina legal acerca da matéria, conforme relata John Langbein³⁴³:

A principal desvantagem da adoção da forma do *trust* na indústria de fundos mútuos (*mutual funds*), comparativamente às corporações (*corporations*), tem sido a preocupação de que a doutrina legal não está absolutamente pacificada quanto à questão sobre estarem ou não os investidores protegidos da responsabilidade pessoal quanto às obrigações do *trust*, embora tal

³⁴² LANGBEIN, John. H. Op. Cit. p. 3. A principal diferença entre os *mutual funds* (*trusts*) e os *unit trusts* é que no primeiro há gestão ativa da carteira por parte do estruturador, aproximando-os das *corporations*, enquanto no segundo a gestão fica exclusivamente a cargo do *trustee*.

³⁴³ “The main disadvantage to the trust form for the mutual fund industry, by comparison with the Corporation, has been the concern that the legal doctrine is not absolutely unambiguous on the question of whether investors are protected from personal liability for the obligations of the trust, even though no such liability has ever been imposed. Thus, limited liability, the central trait of the corporate form, continues to exert a powerful attraction in the competition between corporate and trust forms. A mutual fund organized as a trust typically contains language in its organizing and disclosure statements declaring that the shareholders shall not be liable for the obligations of the trust and, furthermore, indemnifying shareholders from the assets of the trusts in the event the declaration were to be disregarded. Delaware recently enacted business trusts act attempts to resolve the matter by providing that shareholders of a business trust are entitled to the same limitation of personal liability as shareholders of a business corporation”. LANGBEIN, John. H. Op. Cit. p. 20, Nota 110.

responsabilidade nunca tenha sido imposta. Portanto, responsabilidade limitada, a questão central das corporações, continua a exercer poderosa atração na competição entre a forma societária e o *trust*. O fundo mútuo organizado como *trust* tipicamente contém linguagem em seus documentos de organização e divulgação declarando que os sócios não são responsáveis pelas obrigações do *trust* e, ademais, indenizando os sócios pelos ativos em *trust* no caso de tal declaração ser desconsiderada. Dalaware recentemente editou norma com o objetivo de resolver a questão determinando que os sócios de um *business trusts* são atribuídos da mesma limitação de responsabilidade que os sócios de uma *corporation*. (tradução livre)

Outra dificuldade relativa à utilização de estruturas não societárias está relacionada à questão tributária, e a inexistência de institutos análogos aos *trusts* nos países de *Civil Law*. A exclusividade do *trusts* nas jurisdições de *common law* dificulta a aplicação de tratados de bitributação em transações entre diferentes países (situações *cross boarder*), criando obstáculos à estruturação de negócios eficientes do ponto de vista fiscal quando se tem de um lado um *trust* e de outro uma sociedade.

A dificuldade decorrente da utilização do *trust* em negócios internacionais, especialmente no que tange à aplicação dos tratados de bitributação, foi objeto de detalhado estudo pelo jurista espanhol Andreas Trost, que após analisar as peculiaridades do *trusts*, e julgar pela ausência de conceitos equivalentes em países de *Civil Law*, recomenda pela não utilização do instituto em negócios com a Espanha³⁴⁴:

El trust es una institución del Common Law muy flexible y de gran utilidad para muchas finalidades. Ahora bien, como institución proveniente del Common Law es difícil encuadrar nel ordenamento jurídico español, que no contiene ninguna regulación al efecto. Como se ha podido observar a lo largo de este trabajo, en el ámbito tributario los problemas de aplicación de la normativa fiscal española son numerosos y de difícil resolución a la vista de la normativa existente. Por ello, esta falta de regulación para abordar los conceptos de propiedad inherentes al trust y sus efectos fiscales conduce a una situación de incertidumbre y falta de seguridad jurídica total. Por lo tanto, sólo cabe concluir que es poco recomendable la utilización de esta figura en casos que tengan una conexión con España, ya sea por la residencia fiscal de una de las personas intervinientes (settlor, trustee o beneficiário), ya sea por que parte o la totalidad de los bienes que conformarían el patrimonio del trust se encuentren en España. (grifos nossos)

Tais fatores tem conduzido à uma tendência global em direção à adoção do modelo societário, fenômeno este por vezes referido pela doutrina estrangeira como

³⁴⁴ TROST, Andreas. El Truste n La Planificación Fiscal Internacional. In **Fiscalidad Internacional**. ANTÓN, Fernando Serrano (Coord.). 4ª Edición, Madrid: Centro de Estudios Financieros, 2010, p. 1262.

“corporatização” dos REITs³⁴⁵. Fala-se em “corporatização”, porque os REITs foram originalmente concebidos nos Estados Unidos como *trusts*, e assim seguiu-se em outros países a espelho do modelo americano. Posteriormente, com a evolução do instituto, o *trust* deu lugar às *corporations* como modalidade predileta à estruturação dos REITs. O termo “corporatização”, ou *corporatization*, em inglês, não passa de um termo criado com base na derivação do termo de *corporation*.

A experiência americana que resultou na adoção do modelo das *corporations* para os REITs foi aproveitada por outros países, de modo que hoje é permitida a organização dos REITs sob tipos societários semelhantes às sociedades por ações na maior parte das jurisdições, incluindo países de *civil law*.

Segundo o *General Report* organizado por Stephano Simmontachi³⁴⁶, as formas comumente utilizadas para a estruturação dos REITs são:

- (i) *unit trusts* (e.g. Australia, Canada, Grécia, Honk Kong, Japão, Malásia, México, Singapura e Estados Unidos);
- (ii) *corporations* (e.g. Bélgica, Bulgária, França, Alemanha, Grécia, Itália, Japão, México, Holanda, Coréia do Sul, Turquia, Inglaterra e Estados Unidos);
- (iii) *partnerships* (e.g. Bélgica, França, e Estados Unidos); e
- (iv) *funds* (e.g. Brasil e Holanda).

Consequentemente, hoje a maioria dos REITs adota a forma de *corporations*, não só nos regimes de *common law*, mas também em algumas jurisdições de tradição romano-germânica.

Jurisdições como Reino Unido e Itália abriram mão por definitivo da forma do *trust*, e restringiram o REIT à forma societária³⁴⁷. Dentre os países que mantiveram a permissão tanto para REITs como para *trusts*, tem prevalecido a forma societária. No Japão, por

³⁴⁵ LEE, Suet Fern; FOO, Linda Esther. Real Estate Investment Trust in Singapore: Recent Legal and Regulatory Developments and the Case for Corporatisation. **Singapore Academy of Law Journal**, Vol. 22, 2010, p. 36-65.

³⁴⁶ SIMONTACCHI, Stefano e STOSCHEK, Uwe. Op. cit. **Guide to Global Real Estate Investment Trusts**. General Report. Kluwer Law International, Holanda, 2010, p. 8.

³⁴⁷ SIMONTACCHI, Stefano e STOSCHEK, Uwe. Op. cit., Country Reports: United Kingdom, p. 3 e Italy, p. 3.

exemplo, embora o *trust* seja permitido, não se sabe da existência de sequer um único REIT organizado sob esta modalidade³⁴⁸. O apego à forma societária se agrava ainda mais quando o REIT é utilizado para captação de recursos junto ao mercado de capitais. Nestes termos, na Grécia³⁴⁹, embora admitida a forma de *trust*, somente a *corporation* é autorizada para fins de listagem. Na Austrália e na Malásia, o REIT é apenas admitido sob a forma de *trust*, mas a este se aplica a lei societária quando listado³⁵⁰.

O mercado de capitais demanda previsibilidade. No caso dos REITs americanos, a previsibilidade foi restituída ao mercado por meio da “corporatização”, iniciada com base nas alterações legislativas ocorridas em 1976.

No Brasil, ainda não podemos dizer qual seria a melhor fórmula para se alcançar níveis satisfatório de previsibilidade, mas consideramos que tais níveis ainda estariam distantes, em virtude das discussões envolvendo a natureza jurídica do FII. O cenário se tornaria ainda mais cinzento se pudéssemos quantificar o volume de investimentos estrangeiros que podem estar represados em virtude das dificuldades encontradas em operações entre outras jurisdições (*cross boarder*) e o Brasil, considerando a ausência de qualquer familiaridade do mercado internacional com o nosso “fundo” brasileiro.

Uma possível solução para o caso brasileiro, poderia ser inspirada pelo modelo adotado nos países europeus sob a designação genérica de Sociedade de Investimento de Capital Variável (SICAV)³⁵¹. A SICAV foi criada com o objetivo de transpor a rigidez de capital peculiar ao modelo societário, principal razão do insucesso das Sociedades de Investimento brasileiras. Conforme relata Tiago dos Santos Matias e João Pedro A. Luis, “as SICAV’s, regra geral, são constituídas com um capital social mínimo, legalmente estabelecido e que varia em função do país de sede, representado por ações de igual valor

³⁴⁸ SIMONTACCHI, Stefano e STOSCHEK, Uwe. Op. cit., Country Reports: Japan, p. 4.

³⁴⁹ SIMONTACCHI, Stefano e STOSCHEK, Uwe. Op. cit., Country Reports: Greece, p. 3.

³⁵⁰ SIMONTACCHI, Stefano e STOSCHEK, Uwe. Op. cit., Country Reports: Australia, p. 9 e Malaysia, p. 7.

³⁵¹ MATIAS, Tiago dos Santos; LUIS, João Pedro A. Fundos de Investimento em Portugal. Análise do Regime Jurídico e Tributário. Coimbra: Almedina, 2008, p. 18. *Sociedade de Investimento de Capital* (SICAV) é a tradução do termo *Sociedad de Inversión de Capital Variable* empregado na Espanha, cujo modelo foi espelhado em outras jurisdições por recomendação da Diretiva Europeia nº 85/611/CEE de 20 de Dezembro de 1985 relativa à uniformização dos *Organismos de Investimento Coletivos em Valores Mobiliários* (OICVM), sob as seguintes denominações: *Sociedade de Investimento de Capital Variável* (Galícia), *Société d'Investissement à Capital Variable* (França) e *Società d'Investimento a Capitale Variabile* (Itália), entre outros idiomas. O modelo americano similar às SICAV’s seria o *open-end mutual funds*.

nominal, as quais podem ser expressas em diferentes moedas, em consonância com a política de investimento de cada classe de ativos (que constituem o seu patrimônio). São sociedades de subscrição pública cuja variabilidade do capital depende de simples resolução do Conselho de Administração, que a todo momento pode deliberar que a sociedade proceda à emissão de novas ações ou proceda à criação de novas classes de ativos. O processo é tão mais agilizado quanto os aumentos ou diminuições de capital não carecem de registro na entidade competente pelo registro comercial, sendo os participantes verdadeiros acionistas com direito de participação e direito de voto nas Assembleias Gerais das SICAV's³⁵².

A adoção do modelo societário através da transposição da SICAV pelas jurisdições membras da Comunidade Europeia foi objeto de recomendação por parte da Diretiva Europeia nº 85/611/CEE de 20 de Dezembro de 1985, relativa à uniformização dos Organismos de Investimento Coletivos em Valores Mobiliários (OICVM). Nem todas as jurisdições acataram à Diretiva quanto à transposição da SICAV. Ainda assim, estas contribuíram significativamente para o desenvolvimento dos mercados financeiros que ao modelo aderiram, incluindo Reino Unido, Holanda, Irlanda, e Luxemburgo³⁵³. Embora a Diretiva tenha se restringido à harmonização dos fundos de investimento mobiliários abertos, não abrangendo, portanto, o fundo imobiliário, acredita-se que esta venha a influenciar também o mercado de REITs a nível global.

No Brasil, infelizmente, não há figura equivalente à SICAV, ou à OICVM, conforme relata Ricardo de Santos Freitas³⁵⁴. O modelo societário mais próximo seria a sociedade anônima de capital autorizado, que, como já vimos, não serviu à solução do problema decorrente da rigidez de capital das Sociedades de Investimento.

É diante de cenários como esse, em que as soluções desenvolvidas no âmbito nacional não servem de remédio aos problemas enfrentados pela sociedade, que o operador da Lei deve buscar, em Direito Comparado, soluções efetivas desenvolvidas sob contexto similar. Esperamos que breve referência que ora fazemos neste trabalho a SICAV instigue o espírito investigativo e sirva a esta motivação.

³⁵² Idem, Ibidem, p. 18.

³⁵³ Idem, Ibidem, p. 19.

³⁵⁴ Op. cit., p. 268.

6. CONCLUSÃO

O Fundo de Investimento Imobiliário é um exemplo muito bem sucedido da criatividade legislativa.

Inspirado pelo modelo norte-americano, o *Real Estate Investment Trust*, o legislador superou as barreiras decorrentes da incompatibilidade de nosso ordenamento com o conceito de propriedade próprio da Common Law, e pela combinação de diferentes institutos, em especial, o negócio fiduciário (propriedade fiduciária) e o patrimônio de afetação, desenvolveu o que consideramos a figura mais próxima até hoje do *trust* anglo-saxão.

Em que pese o brilhantismo do conteúdo legal manifestado pela Lei nº 8.668/93, esta peca pelo equívoco perpetuado em virtude da definição do condomínio como forma adotada para os fundos de investimento em geral, escolha esta justificada pela malograda experiência com as sociedades de investimento, resultante de questões regulatórias, tributárias e dificuldades decorrentes de sua rigidez de capital.

A natureza jurídica dos fundos de investimento é tema sobre o qual vem se ocupando a doutrina desde 1956, quando o seu percussor, Oscar Barreto, escreveu sobre os *investment trusts*, permanecendo, entretanto, controversa até os dias de hoje. Tais discussões doutrinárias se intensificaram ao longo do tempo, em especial, após a opção legal pela forma condominial, tendo em vista a incompatibilidade dos fundos de investimento com as regras próprias do condomínio civil e sua total inadequação ao ambiente do mercado de capitais.

No caso específico dos Fundos de Investimento Imobiliário, a dúvida se agrava, tendo em vista as peculiaridades deste veículo de investimento, principalmente no que diz respeito ao esvaziamento da propriedade dos cotistas em virtude da propriedade fiduciária conferida ao administrador. Ademais, o FII é dotado de patrimônio separado, resultante do regime de afetação, que a este aproxima ainda mais das sociedades, revestindo-o de benefício da responsabilidade limitada próprio das organizações.

No exercício de sua autoridade regulatória, a CVM vem buscando driblar as discussões acerca da natureza jurídica do FII, refinando seus normativos através da transposição de disposições constantes na Lei Societária, enquanto, por outro lado, insiste em defender a natureza condominial do Fundo e a este aplicar as regras relativas ao condomínio civil quando da ausência de previsões específicas. Não obstante a crítica direcionada à resistência da autarquia em reconhecer a natureza societária dos fundos de investimento, devemos louvar sua atuação no exercício da função normativa, tendo em vista a riqueza de conteúdo da IN CVM 472/2008, que atualmente rege o Fundo de Investimento Imobiliário.

A investigação acerca da natureza jurídica do FII demanda a releitura de conceitos que transitam entre o Direito Civil e o Direito Comercial, tais como de comunhão, condomínio e sociedade, negócio fiduciário, negócio indireto, propriedade, direitos reais e pessoais, patrimônio separado, pessoa jurídica e sujeito de direito. Após analisarmos o comportamento de tais conceitos e institutos sob a perspectiva dos Fundos de Investimento Imobiliário, alcançamos as seguintes conclusões:

- (i) Tanto o condomínio como a sociedade são espécies da qual o gênero é a *comunhão*;
- (ii) O condomínio caracteriza-se como a comunhão sobre o direito de propriedade, que embora possa recair sobre bens corpóreos e incorpóreos, não pode ter por objeto direitos outros que não *direitos reais*;
- (iii) Como proprietário fiduciário dos bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo, o administrador do FII detém a propriedade exclusiva e absoluta sobre tais bens, restando aos quotistas tão somente *direitos pessoais*, que não podem ser objeto de condomínio;
- (iv) Afastada a natureza condominial do Fundo em função de seu objeto, sua natureza jurídica transitaria apenas entre a modalidade de comunhão pura, ou comunhão societária;
- (v) Em se tratando o Fundo de entidade não personificada, não pode este ser sujeito de direitos e obrigações, e tampouco titular de patrimônio;

(vi) Por definição legal, e considerados os efeitos da propriedade fiduciária, o sujeito do patrimônio do FII é o próprio administrador;

(vii) Relativamente ao patrimônio do Fundo, os quotistas se posicionam tão somente como *fiduciantes*, diferentemente do que ocorre com os demais fundos de investimento, ou com as sociedades não personificadas em geral, onde os sócios ou cotistas permanecem como sujeitos do patrimônio especial;

(viii) O objeto sobre o qual recai a comunhão, passível ou não de caracterizar uma sociedade entre os quotistas do FII, não é patrimônio do Fundo, mas sim os direitos que como fiduciantes estes teriam sobre o patrimônio;

(ix) Seja o Fundo de Investimento Imobiliário simples comunhão ou sociedade, trata-se de contrato plurilateral, segundo a concepção de Ascarelli, ao qual se aplica a teoria geral dos contratos, incluindo, sem limitação, no que tange à causa que dá origem à relação jurídica;

(x) De acordo com a moderna doutrina, a distinção entre comunhão e sociedade não estaria na presença ou não do *affectio societatis*, visto não ser este elemento exclusivo do contrato de sociedade, mas sim na natureza da causa como elemento objetivo do negócio societário.

De posse dessas conclusões, buscamos na causa do contrato plurilateral (resultante da comunhão dos cotistas) a natureza do Fundo, a se refletir na distinção entre a simples comunhão e a comunhão capaz de gerar sociedade. Nos deparamos então com o exercício de uma atividade econômica lucrativa, através da realização de investimentos em empreendimentos imobiliários por meio de uma organização.

Como resultado, concluímos pelo reconhecimento do Fundo de Investimento Imobiliário como uma comunhão de objetivos, e não de objetos, direcionados à criação de uma organização, voltada ao cumprimento de uma finalidade, e manifestada através de um contrato de sociedade.

Não obstante propugnarmos pela caracterização do Fundo como sociedade, reconhecemos as dificuldades que podem advir da adoção do modelo societário, e a tendência a repetirmos os erros então cometidos em relação às sociedades de investimento, incluindo a problemática decorrente da burocracia exigida para novas chamadas de capital.

Por outro lado, decorridos quase 40 anos desde o advento da Lei Societária (Lei nº 6.404/76), achamos em tempo a revisão dos conceitos relativos à estrutura de capital, e acreditamos na possibilidade de evolução de nosso regime de capital autorizado para algo que mais aproxime nossa sociedade anônima das sociedades de capital variável americanas e europeias, especialmente a Sociedade de Investimento de Capital Variável (SICAV) cuja disseminação contribuiu sobremaneira para o desenvolvimento do mercado de capitais europeu.

Esperamos que este breve trabalho sirva de motivação para um aprofundamento ainda mais detalhado de tema tão rico, porém, tão pouco trabalhado, como os Fundos de Investimento Imobiliário, bem como instigue o espírito investigativo de nossos estudiosos, favorecendo a criação de estruturas mais flexíveis, capazes de se adaptarem mais rapidamente às mudanças econômicas e sociais, como é o caso do *trust* e dos institutos, incluindo sociedades, criados sob sua inspiração.

7. BIBLIOGRAFIA

ALONSO, Feliz Ruiz. Os Fundos de Investimento. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 1, 1971.

ARANGIO-RUIZ, **La Societá in Diritto Romano**. Nápoles: Editrice Dott, Eugenio Jovene, 1965.

ASHTON, Peter Walter. **Companhias de Investimento**. 1ª Edição. Rio de Janeiro: Edições Financeiras S/A. 1963.

ASCARELLI, Túlio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**, 2 ed. São Paulo: Saraiva, 1969.

_____. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. São Paulo: Quorum, 2008.

AVVAD, Pedro Elias. **Direito Imobiliário – Teoria Geral dos Negócios Imobiliários**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

A.W.H., Jr. Business Trusts: Liability of Shareholders. **California Law Review**, Vol. 18, nº 4 (Março, 1930), p. 438-439.

BARRETO FILHO, Oscar. **Regime jurídico das sociedades de investimento (“investment trusts”)**. São Paulo: Max Limonad, 1956.

BETTI, Emilio. **Interpretação da lei e dos atos jurídicos**, 1ª Ed, São Paulo: Martins Fontes, 2007.

BITTAR, Carlos Alberto. **Direitos Reais**. 2ª Edição, Rio de Janeiro: Forense, 2011.

BORGES, Florinda Figueiredo. Os Fundos de Investimento, Reflexões Sobre sua Natureza Jurídica. In FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quarter Latin, 2009, p. 53.

BORGES, João Eunápio. **Curso de Direito Comercial Terrestre**. 5ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 1971.

BOSLAND, Chelcie C. The Investment Company Act of 1940 and Its Background. **The Journal of Political Economy**, Vol. 49, n° 4 (Ago., 1941), p. 477-529.

CAMINHA, Unie. **Securitização**. São Paulo: Saraiva, 2007, 2ª edição, p. 146.

CARVALHO, Maria Serina Areias de. **Propriedade Fiduciária de Bens Móveis e Imóveis**. Dissertação de Mestrado apresentada ao Departamento de Direito Civil da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como requisito parcial para a obtenção de título de mestre. Orientador: Prof. Titular Dr. Carlos Alberto Dabus Maluf. São Paulo, 2009.

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

CARVALHO, Orlando de. Negócio jurídico indireto. **Boletim da Faculdade de Direito**, Coimbra, supl. X/1, p. 98, 1954.

CHALHUB, Melhin Namem. **Trust: perspectivas do direito contemporâneo na transmissão de propriedade para administração de investimentos e garantias**. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

_____. **Negócio Fiduciário**. 4ª ed, Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

CHAN, Su Han; ERICKSON, John; WANG, Ko. **Real Estate Investment Trusts. Structure, Performance and Investment Opportunities**. Oxford University Press, 2003.

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

_____. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. 4ª ed., Rio de Janeiro: Forense, 2005.

COSTA, Judith H. Martins. Os negócios fiduciários: considerações sobre a possibilidade do acolhimento do “Trust” no Direito Brasileiro. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, ano 79, n. 657, p.39-60, jul. 1997.

DALY, Willian J. A Comparative Analysis of the New Real Estate Investment Trust Legislation in Germany and the United Kingdom: Will Those Markets Experience the Same Success as the United States? **Transational Law & Contemporary Problems**. Vol. 17, 2008, p. 839-867.

DAVID, René. **O Direito Inglês**. São Paulo: Martins Fontes, 2006.

DAVID, René. **Os grandes sistemas de direito contemporâneo**. São Paulo: Martins Fontes, 1996.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Adriana B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 2. ed. rev. ampl. São Paulo: Renovar, 2008.

E.P.R. Regulation of Investment Companies. **University of Pennsylvania Law Review and American Law Register**, Vol. 88, nº 5 (Mar., 1940), p. 584-611.

FARNSWORTH, E. Allan. **Contracts 2.5**. 2nd Edition. 1990.

FASS, Peter M; SHAFF, Michael E.; ZIEF, Donald B.. **Real Estate Investment Trusts Handbook – A Pass-Through Entity to Own and Operate Real Estate and Make Mortgage Loans**. 2008-2009 Edition, Thompson West., p. 3)

FÉRES, Marcelo Andrade. **Sociedade em Comum. Disciplina Jurídica e Institutos Afins**. São Paulo: Saraiva, 2011.

FERREIRA, W. M. O Trust no anglo-americano e o fideicomisso Latino Americano, **Revista da Faculdade de Direito da USP**, São Paulo, v. LI, p. 196.

_____. **Tratado de sociedades mercantis: sociedades anônimas**. 4 ed. Rio de Janeiro: Freitas e Bastos, 1952. v. 2.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 68-86.

_____. **Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa: A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. Conflito Apurado pela Própria Assembléia de Quotistas. Quorum Qualificado para Destituição do Administrador do Fundo**. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 187-215.

FRANCO, Vera Helena de Mello. **Manual de Direito Comercial**, vol. 1, 2 edição, Revista dos Tribunais, 2004.

FREIRE, J. Renato Corrêa. Negócio jurídico fiduciário: uma forma brasileira de “trust”?, São Paulo, **Revista dos Tribunais**, ano 59, v. 411, 1970.

FREITAS, Juarez. **A Interpretação Sistemática do Direito**. São Paulo: Malheiros, 5 edição, 2010.

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

GARCIA, Rodrigo. Considerações sobre o *trust* (fidúcia) no direito comparado, Rio de Janeiro, **Revista Forense**, v. 334, p. 157.

GAGGINI, Fernando Schwarz. **Fundos de investimento no direito brasileiro**. São Paulo: Leud, 2001.

GOMES, Orlando. **Alienação Fiduciária em Garantia**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2ª Edição, 1971.

GOMES, Orlando. Contrato de Fidúcia (trust). **Revista Forense**, Rio de Janeiro, v. 211.

GOMES, Orlando. **Direitos Reais**. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2007.

GUEDES, Vinícius Mancini. A Sociedade e Comunhão – Os fundos de investimento. In FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 68-86

GRUNDMAN, Stefan. Trust and Treuhand at the End of the 20th Century. Key problems and Shift of Interests. **The American Journal of Comparative Law**. Vol. XLVII, n. 3, 1999.

HALBACH JR., Edward C.. Uniform Acts, Restatements, and Trends in American Trust Law at Century's End. **California Law Review**, Vol. 88, N. 6, Symposium of the Law in the Twentieth Century, Dec. 2000.

HAWARD, Carly. Trust funds in Common Law and Civil Law Systems: a comparative analysis. Miami, **University of Miami's International Law Journal**, 2006.

HALBACH JR., Edward. **Trusts**. Gilbert Law Sumaries. 13 ed., Chicago, Thompson West, 2008.

_____. Uniform Acts, Restatements, and Trends in American Trust Law at Century's End. **California Law Review**, Vol. 88, nº 6, Symposium of the Law in the Twentieth Century (Dec., 2000), p. 1877-1879+1881-1921.

HEFTI, Peter. Trust and their Treatment in the Civil Law. **The American Journal of Comparative Law**. Vol. 5. N.4 (Autumn, 1956), Published by: American Society of Comparative Law, p. 553-576.

KELLEY JR., William A. **Real Estate Investment Trusts Handbook**. Second Edition. American Law Institute – American Bar Association.

KELSEN, Hans. **Teoria Pura do Direito**, 2ª ed., Coimbra, Armênio Amado, 1962, vol. I.

LANGBEIN, John H. The Contractarian Basis of the Law of Trusts. **The Yale Law Journal**, Vol. 105, n° 3 (Dez., 1995), p. 625-675.

_____. The secret life of the trust: the trust as an instrument of commerce. Yale, **Yale law journal**, 1997.

_____. Why did trust law become statute law in the United States? Alabama, **Alabama law review**, v. 58, n. 5., 2007. Disponível em:<<http://ssrn.com/abstract=1014236>>. Acesso em: xx mês. 2011.

LAPPOULE, Pierre. La naturaleza del trust. México, **Revista general de derecho y jurisprudencia**, v. III, p. 115, 1932.

LEE, Suet Fern; FOO, Linda Esther. Real Estate Investment Trust in Singapore: Recent Legal and Regulatory Developments and the Case for Corporatisation. **Singapore Academy of Law Journal**, Vol. 22, 2010, p. 36-65.

MARCONDES, Sylvio. **Problemas de Direito Mercantil**. São Paulo: Max Limonad, 1970.

_____. **Questões de Direito Mercantil**. São Paulo: Saraiva, 1977.

MARTÍNEZ, Jorge Alfredo Domínguez. El Fideicomiso em México. **Actividades Institucionales**, n. 32, p. 221, Dez. 2005.

MASSACHUSSETS TRUSTS. **The Yale Law Journal**, Vol. 37, nº 8, Jun. 1928, p. 1103-1121.

MATIAS, Tiago dos Santos; LUIS, João Pedro A. **Fundos de Investimento em Portugal – Análise do Regime Jurídico e Tributário**. Coimbra: Almedina, 2008.

MCCALL, Jack. A Primer on Real Estate Investment Trust: The Legal Basics of REITs. **Transactions – The Tennessee Journal of Business Law – Special Report**, University of Tennessee College of Law, 2001.

MESSINA, Giuseppe. **Scritti Giuridici – Negozi Fiduciari**. Milão: Dott A. Giuffré, Editore 1948, v. I.

MIRANDA, Pontes de. **Tratado de Direito Privado, Parte Geral, Tomo III, Negócios Jurídicos. Representação. Conteúdo. Forma. Prova**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 4 edição. 1983.

_____. **Tratado de Direito Privado – Parte Especial. Tomo LI**. 3ª Edição, Rio de Janeiro: Borsoi, 1972.

_____. **Tratado de Direito Privado, Parte Especial, Tomo LI**, 1ª edição, Campinas: Bookseller, 2007.

MENNEL, Robert L. **Wills and Trusts in a nutshell**. Saint Paul: West Publishing, 1994.

MONROE, Patrick. REITs Amidst the Current Real Crises: Na Analysis of the REITs Investment Diversification and Empowerment Act. **Rutgers Business Law Journal**, Vol. 6:1, 2009, p. 31-55.

MOREIRA ALVES, José Carlos. **Da alienação fiduciária em garantia**. São Paulo: Saraiva, 1973.

OGUS, A. I. The Trust as Governance Structure. **The University of Toronto Law Journal**, Vol. 36, n° 2 (Spring, 1986), p. 186-220.

OLIVEIRA, José Lamartine Corrêa de. **A Dupla Crise da Pessoa Jurídica**. São Paulo: Saraiva, 1979.

O'NEAL, Nicole C. The Development of Islamic Finance in America: The Future of Islamic Real Estate Investment Trust. **Real Property, Trust and Estate Law Journal**, Vol. 44, 2009, p. 279-297.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de direito civil: contratos**. 12. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008. v. 3.

PINTO, Luis Felipe Carvalho. **Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento**. Tese apresentada para a obtenção do título de mestre pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, sob a orientação do Prof. Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, São Paulo, 2002.

P.W.L. Liability of Shareholders in a *BusinessTrusts*. The Control Test. **Virginia Law Review**, Vol. 48, n° 6, Real Estate Investment *Trusts* (Oct., 1962), p. 1106-1107.

REAL ESTATE INVESTMENT TRUST (The): State Tax, Tort and Contractual Liabilities of the Trust, Trustee and Shareholder. **Michigan Law Review**, vol. 71, n° 4, Mar. 1973, Published by: The Michigan Law Review Association, p. 808-837.

RESTIFFE NETO, Paulo. **Garantia Fiduciária**. 2ª Edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1976.

ROCHA, Silvio Luis Ferreira da Rocha. **Direitos Reais**. São Paulo: Malheiros, 2010.

RODRIGUES, Silvio. **Direito Civil – Direito das Coisas**. Vol. 5, São Paulo: Saraiva, 2003.

SACCARDO, Nicola. **Taxation of trusts in Italy**. 4. ed., Milano: Trust quarterly review, 2008.

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

SHAFRAN, Julius A. Limited Liability of Shareholders in Real Estate Investment Trust and the Conflict of Laws. **California Law Review**, Vol. 50, N° 4 (Oct. 1962), p. 696-717.

SHARTZ, Steven L. Commercial Trust as Business Organizations Unraveling the Mystery. **The Business Lawyer**, Vol. 58, February 2008, p. 559-585.

SIMONTACCHI, Stefano e STOSCHEK, Uwe. Op. cit. **Guide to Global Real Estate Investment Trusts**. Kluwer Law International, Holanda, 2010.

SITKOFF, Robert H. Trust as “Uncorporation”: A Research Agenda. **University of Illinois Law Review**. No 1, 2005, p. 31-48.

STUBER, Walter Douglas. A legitimidade do “trust” no Brasil. São Paulo, **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 76, p. 103-111.

SZTAJN, Rachel. Quotas de Fundos Imobiliários – Novo Valor Mobiliário, **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. v. 93, p. 104-108.

_____. **Atipicidade de Sociedades no Direito Brasileiro**. Tese para apresentada para Concurso de Livre Docência do Departamento do Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 1987.

TERPINS, Nicole M. H. Algumas Considerações sobre o Trust e as Perspectivas de sua Assimilação no Direito Brasileiro, **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, v. 153/154, jan./jul. 2010, p. 165 a 198.

TROST, Andreas. El Truste n La Planificación Fiscal Internacional. *In* **Fiscalidad Internacional**. ANTÓN, Fernando Serrano (Coord.). 4ª Edição, Madrid: Centro de Estudos Financeiros, 2010, p. 1241 a 1263.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Contratos Mercantis e a Teoria Geral dos Contratos. O Código Civil de 2002 e a Crise do Contrato**. São Paulo: Quartier Latim, 2010.

_____. Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial 2. Teoria Geral das Sociedades – As Sociedades em Espécie do Código Civil**. Vol. 2. São Paulo: Malheiros, 2006.

WALD, Arnoldo. Algumas considerações a respeito da utilização do “Trust” no Direito Brasileiro. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 99, p. 109, 1995.

_____. A Natureza Jurídica do Fundo Imobiliário. **Revista Forense**, Volume 309, 1990, p. 13.

WATERS, D.W.M. Institution of the Trusts in Civil and Common Law. **Recueil des cours: collected courses of the Hague Academy of International Law**. Dordrecht: Martinus Nijhoff Publishers, 1995, v. 252.