

ALTERAÇÕES NA GOVERNANÇA CORPORATIVA DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO REFLEXO DAS ALTERAÇÕES NA LEGISLAÇÃO

FERREIRA, Fernanda Maria

Mestranda do Departamento de Engenharia de Construção Civil da Escola Politécnica da USP,
fernanda.maria@poli.usp.br

ALENCAR, Claudio Tavares

Doutor em Engenharia, Professor do Departamento de Engenharia de Construção Civil da Escola
Politécnica da USP,
claudio.alencar@poli.usp.br

SILVA, Sérgio Alfredo Rosa da

Doutor em Engenharia, Professor do Departamento de Engenharia de Construção Civil da Escola
Politécnica da USP,
sergio.alfredo@attglobal.net

RESUMO

Nos últimos dois anos foram realizadas alterações relevantes na legislação dos fundos de investimento imobiliário. Estas alterações permitiram que as instituições formatassem novos fundos e introduzissem algumas modificações de Governança Corporativa nos fundos já existentes, a partir das novas possibilidades da legislação.

O presente artigo busca identificar estes itens de alteração dentro dos regulamentos e prospectos, entendendo assim a reação e o posicionamento dos fundos de investimento no mercado, diante da nova legislação.

O método utilizado é a Análise Comparada, através do levantamento dos dados contidos nos regulamentos e nos prospectos de uma amostra selecionada. O levantamento é feito através da análise dos regulamentos e prospectos dos novos fundos. Para os fundos já existentes a pesquisa contempla a análise dos documentos (regulamentos e prospectos) antes e após as relevantes alterações na legislação. Toda a pesquisa foi desenvolvida demonstrando as respectivas relações dos tópicos identificados, nos documentos analisados, com a legislação pertinente.

Com o estudo é possível identificar que há vários itens que foram alterados nos documentos, reflexo das alterações na legislação. Uma das principais alterações que causou um grande impacto, foi a permissão para os fundos aplicarem seus recursos em valores mobiliários e outros ativos ligados ao setor imobiliário. Essa alteração é percebida não só nos fundos já existentes, mas principalmente nos modelos dos novos fundos lançados no mercado.



Palavras-chave: fundos de investimento imobiliário, FII, portfolio, governança corporativa, estratégia.

ABSTRACT

In the last two years were significant changes in the laws of real estate investment funds. These changes have allowed the institutions of learning new funds and introduce some modifications of Corporate Governance in existing funds from the new possibilities of legislation.

This research seeks to identify these items to change in the regulations and prospectus, thus understanding the reaction and positioning of investment funds at the market after the new legislation.

The method used is a comparative analysis, based on the collection of the data contained in the regulations and the prospects of a selected sample. The survey is done by examining the regulations and prospectus of the new funds. For existing funds to research includes the analysis of documents (prospectuses and regulations) before and after the relevant changes in legislation. All research was showing the respective relationships of the topics identified in the documents analyzed, with the relevant legislation.

One major change that caused a great impact, was allowed to apply their resources funds in securities and other assets related to real estate. This change is perceived not only in existing funds, but mainly on models of the new funds launched in the market.

Key-words: real estate investment funds, portfolio, corporate governance, strategy.

1 INTRODUÇÃO E OBJETIVOS

Os investimentos em real estate fornecem uma boa proteção antecipada contra inflação e claramente protege melhor do que obrigações de empresas durante o mesmo período de tempo (BRUEGGEMAN, CHEN, THIBODEAU; 1984).

É neste contexto que aparece o fundo de investimento imobiliário, capaz de suprir essa demanda dos investidores que buscam um investimento no modelo de poupança, aplicações de longo prazo, taxas de retorno baixas, porém com considerável estabilidade.

Para esta oferta de investidores o fundo de investimento imobiliário é muito atrativo, conseqüência de suas características, rentabilidade em níveis conservadores, investimento de longo prazo, porém com um retorno superior aos investimentos de mesmas características (NETO, 2005).

Estes fundos são condomínios de investidores, à semelhança dos fundos de ações e renda fixa, administrados por instituições financeiras e fiscalizados pela CVM.

Os fundos imobiliários podem atrair o investidor estrangeiro para o investimento de médio e longo prazo no país. Os investidores típicos buscam: renda mensal, lastro imobiliário, prazo longo, nenhum envolvimento com a administração, baixo risco de vacância ou inadimplência, valor unitário acessível e parcelamento do investimento.

De outro lado os fundos de investimento imobiliário existentes atualmente no Brasil, foram estruturados e se mantêm em sua maioria, baseados em portfólios de empreendimento único.

Com mudanças recentes na legislação, observa-se um movimento no mercado com a criação dos fundos de investimento imobiliários “Genéricos”¹, que têm características mais dinâmicas, com a aquisição e venda de propriedades, direitos e quotas; em pequenas proporções diante das atividades de instrumentos de investimento semelhantes encontrados nos mercados internacionais.

Através dos Critérios de Governança Corporativa e Estratégia, identificados na estrutura e operação destes fundos, é possível evidenciar como ocorreram estas alterações em seu modelo

Os objetivos do presente estudo são:

- Identificar as alterações dos critérios de Governança Corporativa nos Fundos de Investimento Imobiliário;
- Identificar se as alterações nos prospectos e regulamentos dos Fundos de Investimento Imobiliário são reflexos das alterações na legislação;

2 METODOLOGIA

A metodologia utilizada é Análise Comparada, a qual para sua realização necessitou da identificação de um grupo de itens de Governança Corporativa e Estratégia. Para a criação deste grupo de itens, foi realizada uma pesquisa sobre Governança Corporativa e Estratégia, para melhor compreensão dos conceitos e como eles podem se relacionar com a estrutura e operação dos FIIs. O objetivo foi realizar um estudo para construir uma base de conhecimento sobre o assunto que permita identificar os critérios utilizados na operação de FIIs.

Concluída a pesquisa sobre Governança Corporativa e Estratégia, seus aspectos mais relevantes foram identificados a partir do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC² em comparação com os itens de Governança Corporativa presentes na legislação dos FIIs.

A relação de itens final, apresentada adiante, possibilita:

¹ O termo “Genérico” tem sido utilizado no mercado para indicar os Fundos de Investimento Imobiliário que têm seu objeto de investimento definido por “ativo-alvo”, que é a especificação de um segmento do mercado onde os recursos captados serão investidos.

² IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

- Identificar as alterações na legislação em vários aspectos;
- Identificar os respectivos reflexos na Governança Corporativa dos FIIs;

A Governança Corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital (CVM, 2002). Para o tema de FIIs, assim como para o mercado de capitais, as práticas de Governança Corporativa de maior relevância, se concentram em transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

A partir da análise da relação de itens definidos pelo IBGC como itens de Governança Corporativa, foi possível identificar os grupos de abordagem de assuntos definidos em cada tema. Os itens do IBGC são estruturados para atender todos os tipos de instituição, sua composição é numerosa e por isso foi analisada para identificar os itens pertinentes ao estudo do instrumento de investimento FII. Os itens são de caráter geral e não necessariamente são encontrados em sua totalidade em todas as instituições, isso depende do modelo e da estruturação da Governança Corporativa de cada instituição.

A Tabela 1 indica o grupo de Itens por Tópico e Tema identificados para sustentar a análise comparada. Foram identificados (escolhidos a partir do assunto tratado no Tema) 8 (oito) Itens e seus respectivos Tópicos, para facilitar o entendimento do Item dentro do Tema indicado.

Tabela 1 – Itens de Governança Corporativa e Estratégia base para Análise Comparada

Tema	PESQUISA		
	Tópico	Item	
Propriedade	Direitos de Propriedade	Propriedade do Investidor	Relaciona os direitos que o investidor em títulos de FII's tem ou não sobre as propriedades que compõe o portfólio, sobre as quotas que lhe pertencem e como esses direitos são exercidos.
	Assembléia Geral	Aprovação dos Quotistas	Relaciona os critérios de composição e aprovação de assembléia, demonstrando de maneira complementar ao item anterior, como os direitos do proprietário são exercidos em relação às ações e políticas adotadas pelo FII.
	Resultados	Distribuição	Corresponde à política de distribuição dos rendimentos dos FII's.
Conselho de Administração	Política de Investimentos	Composição do portfólio	Trata da estratégia e direcionamento da instituição, demonstra as regras e limitações para a operação do FII.
		Recursos para investimento	Indica as regras para a obtenção de recursos que serão destinados aos investimentos do FII.

Fonte: IBGC/ elaborada pela autora

Tema	PESQUISA		
	Tópico	Item	
Gestão	Administradora	Direitos de proprietária	Trata dos direitos que a Administradora tem sobre o portfolio do fundo, enquanto desempenha a função e demonstra os seus limites de ação.
	Encargos	Despesas	Neste item estão indicados os tributos incidentes sobre o FII e em que condições eles ocorrem.
Auditoria Independente			Nenhum Tópico/ Item foi identificado neste Tema, por se entender que itens relacionados à transparência estão sendo tratados em Conselho Fiscal/ Transparência/ Comunicação.
Conselho Fiscal	Transparência	Comunicação	Estão inclusos os assuntos relacionados aos relatórios, demonstrações e outras informações a respeito do FII que devem ser disponibilizadas, por quem e para quem.
Conduta e Conflito de Interesses	Conduta	Conflito de Interesses	Busca demonstrar as ações que são consideradas conflitos de interesses e como devem ser tratadas.

Fonte: IBGC/ elaborada pela autora

2 AMOSTRA ANALISADA

A amostra analisada é dividida em dois grupos que se subdividem cronologicamente:

- Legislação dos FIIs
 1. Legislação antes das alterações (instrução CVM 472/08);
 2. Legislação após as alterações com a instrução CVM 472/08;
- Documentos dos FIIs
 1. Regulamentos e prospectos antes das alterações na legislação;
 2. Regulamentos e prospectos após as alterações na legislação;

Para a amostra que trata da legislação, foram analisadas leis federais e instruções da CVM. Todos estes documentos foram escolhidos com o objetivo de descrever o cenário anterior e posterior as mudanças. A seguir estão indicadas resumidamente e cronologicamente as leis e instruções consultadas e analisadas, para auxiliar na compreensão das alterações e revogações.

- Lei 8668 (25/06/1993) – Criou os fundos de investimento imobiliário. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário;
- Lei 9779 (19/01/1999) - Fez alterações na regulamentação dos fundos, relativamente a sua tributação.

- Lei 11033 (21/12/2004) - Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais;
- Lei 11196 (21/11/2005) - Isenta a tributação dos rendimentos de pessoa física diante do atendimento de determinados itens.
- Lei 12024 (27/08/2009) - Altera as Leis nos [11.196](#), de 21 de novembro de 2005, [8.668](#), de 25 de junho de 1993;
- Instrução 205/94 (14/01/1994) – Regulamentou os fundos de investimento imobiliário.
- Instrução 206/94 (14/01/1994) – Regulamentou os fundos de investimento imobiliário.
- Instrução 389/03 (29/12/2003) - Permitiu agilizar o processo de listagem de quotas no mercado de balcão organizado.
- Instrução 400/03 (29/12/2003) - Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988.
- Instrução 409/04 (18/08/2004) - Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.
- Instrução 472/08 (31/10/2008) - Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII. Revoga as Instruções CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994, nº 389, de 3 de junho de 2003, nº 418, de 19 de abril de 2005 e nº 455, de 13 de junho de 2007. Acrescenta o Anexo III-B à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.

A amostra que é formada pelos Documentos dos FIIs, para a sua elaboração foram utilizados regulamentos e prospectos de FIIs que foram instituídos anterior e posteriormente a instrução CVM 472/08. Estes documentos foram selecionados para demonstrar o maior número de evidências possível.

No total foram analisados os movimentos de 5 (cinco) FIIs, sendo que 2 (dois) deles foram criados anteriormente as mudanças de legislação. Neste caso, para estes 2 (dois) FIIs foram analisados os prospectos e regulamentos anteriores e posteriores às mudanças na legislação. Especificamente um FII é direcionado para o segmento de escritórios³ e o outro FII é direcionado para o segmento de lojas⁴. Foram escolhidos FIIs de segmentos diferentes para analisar as alterações em diferentes segmentos de mercado dos FIIs. Esta análise busca observar as modificações que os documentos sofreram após as alterações da legislação, demonstrando quanto destas alterações foram absorvidas por eles.

Os outros 3 (três) FIIs analisados foram instituídos após as alterações de legislação, portanto os documentos analisados (regulamentos e prospectos) já consideram os itens nos modelos permitidos pela nova legislação. O objeto de um dos FIIs é o segmento de mercado de escritórios e lojas⁵ já os outros 2 (dois) se referem à CRIs e quotas de outros fundos⁶. O segmento de atuação pelo objeto dos FIIs já demonstra uma das alterações na legislação, por esse motivo eles foram selecionados, para melhor compreensão das alterações e seus reflexos.

3 ALTERAÇÕES NA LEGISLAÇÃO

GESTÃO – ADMINISTRADORA – Direitos de Proprietária

Na nova legislação constam indicações, nos artigos 15, 28 e 30 – instrução CVM 472/08, dos direitos da Administradora, enquanto proprietária fiduciária da carteira do FII. Estas indicações não eram encontradas na legislação anterior. As principais indicações se referem ao grau de liberdade do administrador para o cumprimento da política de investimentos e a exercer os direitos inerentes à propriedade dos bens e direitos do patrimônio do FII.

³ Fundo de Investimento Imobiliário Edifício Ourinvest

⁴ Fundo de Investimento Imobiliário Shopping Pátio Higienópolis

⁵ Fundo de Investimento Imobiliário Max Retail

⁶ BC Fundo de Fundos de Investimentos Imobiliários FII e Fundo de Investimento Imobiliário FII Excellence

PROPRIEDADE - ASSEMBLÉIA GERAL – Aprovação dos Quotistas

Na legislação anterior as deliberações já poderiam ser tomadas mediante consulta formalizada aos quotistas, porém por meios de comunicação menos velozes que os atuais, o que já passa a conferir maior agilidade, atualmente nas aprovações. Os quotistas atualmente podem votar por comunicação escrita ou eletrônica. O quorum de deliberação era o da maioria das quotas presentes, exceto para aprovação de alteração de regulamento, substituição da administradora, emissão de novas quotas, fusão, incorporação, cisão, dissolução e liquidação do fundo, que neste caso necessitavam da aprovação de maioria absoluta das quotas emitidas.

Na legislação atual o quorum para deliberações permanece o mesmo, inclusive para as exceções que necessitam de aprovação de mais da metade das quotas emitidas. As alterações são a inclusão de dois novos itens, nas deliberações com exceção, que necessitam de aprovação de mais da metade das quotas emitidas, são os itens de apreciação de laudo de avaliação de bens e atos que caracterizem conflitos de interesses.

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO - POLÍTICA DE INVESTIMENTOS – Composição do Portfolio

Na legislação anterior, essencialmente os recursos captados via FIIs deveriam ser destinados ao desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, incluindo aquisição, construção e investimentos em projetos. A parcela que não estivesse aplicada nesses empreendimentos, temporariamente, poderia ficar alocada em fundos de renda fixa, sendo que esta parcela era limitada a 25% do total das quotas. O pedido de distribuição de quotas já deveria conter o estudo de viabilidade do empreendimento, no qual seriam investidos os recursos captados com a oferta. O objeto do fundo tinha que estar definido com clareza no regulamento, a política de investimento adotada tinha que contemplar os ativos que poderiam compor o fundo.

Na nova legislação o fundo deve indicar os segmentos em que atuará, a natureza dos investimentos ou empreendimentos imobiliários. Já é possível identificar que o FII tem flexibilidade de alterar de empreendimento a ser investido, sem necessidade de comunicar os quotistas. Na nova legislação os itens de mitigação dos riscos, para este item, ficam indicados pela necessidade de anuência dos quotistas em caso de alteração da definição do “ativo alvo” e limitação de valor para aplicação em derivativos, operação realizada apenas com o objetivo de proteção patrimonial. A carteira de um FII pode ser composta de qualquer valor mobiliário, ações ou quotas de sociedades, quotas de FIP, fundos de investimentos em ações, CEPACs, quotas de outros FIIs, certificados de recebíveis imobiliários, quotas de FIDCs, letras hipotecárias e letras de crédito, desde que as atividades dos emissores sejam permitidas pelo FII ou que invistam na construção civil ou no mercado imobiliário.

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO - POLÍTICA DE INVESTIMENTOS – Recursos para Investimento

Na legislação anterior, há indicação de que a integralização de quotas era feita com base em laudo de avaliação. Só seria realizada uma nova emissão de quotas quando a anterior estivesse totalmente integralizada.

Na nova legislação permanece a exigência da integralização ser feita baseada em laudo de avaliação, há inclusive um modelo de informações a ser seguido e necessita de aprovação da assembléia de quotistas. Também não é permitida uma nova distribuição de quotas antes que esteja concluída a subscrição da anterior, porém o regulamento pode prever a subscrição parcial das quotas e o cancelamento do saldo não colocado.

PROPRIEDADE – DIREITOS DE PROPRIEDADE – Propriedade do Investidor

Na nova legislação há a indicação de que o titular das quotas não poderá exercer qualquer direito real sobre os ativos integrantes do patrimônio do fundo, não responde por obrigação legal ou contratual, há exigência de critérios para subscrição de quotas por um mesmo investidor e há limitações para percentual máximo de subscrição de quotas por incorporador, construtor e sócio de empreendimento em que o fundo tenha investido, neste caso especificamente há consequências tributárias.

PROPRIEDADE - RESULTADOS – Distribuição

Na nova legislação há a indicação de que o FII deve conter uma política de distribuição de rendimentos e resultados.

GESTÃO – ENCARGOS – Despesas

Na nova legislação há a indicação de que o regulamento do FII deve conter descrição detalhada das despesas e encargos do fundo e descrição das medidas para evitar alterações no tratamento tributário.

CONSELHO FISCAL – TRANSPARÊNCIA - Comunicação

Na nova legislação há a indicação de que o regulamento do FII deve conter o conteúdo e a periodicidade das informações. O administrador do fundo deve manter disponíveis os pareceres e relatórios de auditor independente e documentos relativos a fatos relevantes, podendo se tratar de alteração no tratamento tributário.

CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES – CONDUTA – Conflito de Interesses

Na nova legislação os atos que caracterizem conflitos de interesses devem ter aprovação da assembléia geral de quotistas.

Após as alterações na legislação, mantidas as regras anteriormente citadas consta que a administradora não pode realizar operações com ativos financeiros ou modalidades operacionais não previstas na instrução CVM 472/08. Há um artigo específico sobre conflito de interesses nos novos regulamentos. São relacionados os itens que caracterizam conflitos de interesses.

4 ALTERAÇÕES NOS DOCUMENTOS

GESTÃO – ADMINISTRADORA – Direitos de Proprietária

Nos FIIs anteriores à nova legislação, a análise dos documentos anteriores demonstra que há indicação de que a administradora tem amplos e gerais poderes para gerir a administração do fundo, fazendo referência à lei 8.668, sobre a propriedade fiduciária. Neste momento há uma relação do que o administrador não pode fazer sem a anuência dos quotistas. A administradora não poderia vender, ceder, transferir ou adquirir, sem autorização prévia, nem rescindir ou não renovar contrato com a empresa responsável pela exploração comercial do empreendimento. Estes FIIs mais antigos analisados sofreram alterações após a nova legislação, mas não referentes às ações que a administradora pode efetuar sem autorização dos quotistas.

Observando o mesmo item nos fundos novos (criados após a nova legislação) e chamados “genéricos”, consta a indicação de que observados os critérios, previamente definidos em regulamento, o administrador pode adquirir ativos-alvo, independentemente de autorização específica dos quotistas. Permanece a informação de que o administrador não pode, sem prévia anuência dos quotistas rescindirem ou não renovar o contrato com a empresa responsável pela locação. Com a alteração deste item, o FII se torna mais dinâmico, podendo adquirir e vender bens e direitos, seguindo condições pré-definidas no regulamento e no prospecto. Caso alterações nestas condições sejam necessárias, a realização de assembléia pode revisar os critérios. O administrador pode exercer o direito de voto na assembléia, o que indica que ele responde em nome do fundo, inclusive nas aprovações.

PROPRIEDADE – ASSEMBLÉIA GERAL – Aprovação dos Quotistas

Nos FIIs analisados, anteriores a nova legislação, há regras para a instalação da assembléia geral, indicando que só ocorrerá com a presença de no mínimo 50% das quotas subscritas. Indica que todas as decisões serão tomadas por maioria simples das quotas dos presentes, inclusive emissão de quotas com a finalidade de adquirir o ativo citado no prospecto. Há exceção, necessitando de deliberação de 2/3 das quotas subscritas, assuntos relativos a alterações do objeto e política de investimento, dissolução ou liquidação do fundo e amortização parcial de quotas.

Parte destes assuntos pela legislação exigia quorum inferior de aprovação. Já os itens de alteração do regulamento, substituição da administradora, fusão, incorporação ou cisão dependem de aprovação da maioria das quotas subscritas, conforme a legislação.

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO - POLÍTICA DE INVESTIMENTOS – Composição do Portfolio
Nos fundos mais antigos, quando analisado este item, identificou-se que nos regulamentos já estava definido o empreendimento a ser adquirido ou fração dele, inclusive já era indicado que em próximas emissões de quotas, o empreendimento continuaria sendo o objetivo de participação.

Mesmo nos regulamentos dos mesmos FIIs, revisados após a alteração na legislação, permanece a indicação de determinado empreendimento como prioridade de investimento. Não existia nestes FIIs a possibilidade de aplicar parte de seu patrimônio em mercados futuros ou de opções, em nenhuma ocasião. Nos FIIs criados após a alteração na legislação o objetivo dos fundos é o investimento em empreendimentos imobiliários por meio da aquisição de “ativos-alvo”, incluindo quotas de outros fundos, imóveis prontos ou em construção, letras hipotecárias, letras de crédito imobiliário, certificados de recebíveis imobiliários, ações ou quotas de sociedades, nas quais as atividades sejam as permitidas pelo FII. Após a legislação foi incluída a informação de que o fundo deve respeitar os limites de aplicação por emissor e por modalidade.

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO – POLÍTICA DE INVESTIMENTOS - Recursos para Investimento

Nos FIIs mais antigos, é confirmada a legislação vigente na época. Caso a 1ª emissão não fosse totalmente subscrita o fundo não seria constituído. Em emissões subseqüentes a primeira, a emissão seria cancelada, caso as quotas não fossem totalmente subscritas. Mesmo os FIIs mais antigos, dentre os analisados, já foram revisados neste item e também permitem a subscrição parcial de quotas.

Nos novos FIIs, conforme a legislação vigente, é permitida a subscrição parcial de quotas e o cancelamento de quotas não colocadas.

PROPRIEDADE – DIREITOS DE PROPRIEDADE – Propriedade do Investidor

Nos FIIs mais antigos analisados consta a indicação do percentual máximo de quotas que poderiam ser subscrito por incorporador, construtor ou sócio de empreendimento imobiliário investido pelo fundo. Após a alteração na legislação, consta a informação dos direitos e obrigações do quotista em relação aos ativos do FII. Após revisão surge a informação de que o fundo pode amortizar parcialmente suas quotas quando ocorrer a venda de ativos ou a sua liquidação.

Nos novos FIIs analisados, foram criados itens dentro dos regulamentos para tratar de Dissolução, Liquidação e Amortização Parcial de Quotas. Constam os direitos e deveres do quotista em relação aos ativos do fundo. O limite de subscrição de quotas por um único quotista existe apenas para incorporador, construtor ou sócio de empreendimento investido pelo fundo, conforme restrição de tributação.

PROPRIEDADE - RESULTADOS – Distribuição

Nos FIIs antigos analisados, o FII deveria distribuir no mínimo 95% dos rendimentos, em alguns casos 100%.

Para os novos FIIs analisados, permanece a obrigatoriedade de distribuir no mínimo 95% dos rendimentos e indicação do cálculo do resultado do fundo.

GESTÃO – ENCARGOS – Despesas

Nos FIIs antigos pesquisados, não há indicação, de descrição destes itens, antes da alteração na legislação. Após a alteração na legislação é possível identificar regras de tributação. Os fundos são isentos de tributação sobre a receita operacional, desde que distribua pelo menos 95% dos lucros, apliquem em empreendimentos imobiliários que não tenham como sócio, construtor ou incorporador, quotista que detenha mais que 25% das quotas. Não haverá incidência de imposto de renda das pessoas físicas, com relação aos rendimentos distribuídos pelo fundo, desde que o quotista detenha no máximo 10% das quotas do fundo, que as quotas lhe concedam no máximo 10% do rendimento do fundo, que o fundo tenha no mínimo 50 quotistas e que as quotas sejam negociadas em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado.

Nos novos FIIs, criados após a legislação, é possível encontrar uma grande explicação sobre tributação dos fundos e tributação dos investidores. Na análise dos documentos destes FIIs além das regras de tributação citadas no item anterior, que foram instituídas pela lei n. 9.779/99 (isenção de tributação na receita do FII) e pela lei n. 11.033/04 (isenção de tributação nos rendimentos do quotista) há outras

indicações relacionadas à legislação anterior e atual. A nova legislação, lei n. 12.024/09, indica que caso os rendimentos decorram de aplicações financeiras de renda fixa, estarão sujeitos às regras de tributação de pessoa jurídica, excetuadas as aplicações dos FIIs em letras hipotecárias, letras de crédito imobiliário e certificados de recebíveis imobiliários. Em caso de alienação, amortização ou liquidação de quotas, a tributação incidirá sobre o quotista e será de 20%. O imposto de renda pago será considerado: definitivo no caso de investidores pessoas físicas e antecipação do imposto de renda sobre pessoa jurídica - IRPJ para os investidores pessoa jurídica. Poderá haver incidência de IOF (imposto sobre operações de títulos e valores mobiliários), em caso de resgate, cessão ou repactuação das quotas do fundo.

CONSELHO FISCAL - TRANSPARÊNCIA – Comunicação

Nos regulamentos dos FIIs antigos analisados é possível identificar a obrigatoriedade da administradora de manter disponível e atualizada a documentação relativa aos imóveis e as operações do fundo, os registros contábeis das operações e do patrimônio e os pareceres e relatórios de auditor independente e consultor de investimentos.

Ainda é obrigação de a administradora divulgar os fatos relevantes, mensalmente o patrimônio do fundo, o valor patrimonial da quota e a rentabilidade no período. Após a alteração na legislação, os FIIs foram revisados e foi incluído o item que indica que a administradora deverá cumprir os deveres de informação previstos no cap. VII da instrução CVM 472/08, onde são indicadas as informações obrigatórias e suas respectivas periodicidades. Basicamente as informações se referem ao valor do fundo e das quotas, valor dos investimentos, demandas judiciais ou extrajudiciais, demonstrações financeiras, pareceres, atas de assembléia, regulamento, todas estas divulgações também devem ser encaminhadas para a CVM.

Nos novos FIIs analisados, além das informações já citadas anteriormente, o regulamento indica que o administrador deve manter os laudos de avaliação arquivados, para comprovar o valor de aquisição do ativo-alvo. O prospecto deve indicar todos os riscos envolvidos na aquisição de quotas do FII. Dentre vários riscos, há o risco de alteração nas regras tributárias vigentes para FIIs, o que poderia impactar em redução do rendimento pago aos quotistas.

CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES – CONDUTA - Conflito de Interesses

Nos FIIs antigos analisados, constava em regulamento que era proibido, por parte da administradora realizar quaisquer operações que caracterizassem conflito de interesses. A administradora não poderia adquirir quotas do fundo. Não é conflito de interesses a aquisição pelo fundo de imóvel de propriedade do empreendedor, desde que não fosse ligado ao administrador no momento da constituição do fundo.

Nos novos FIIs há indicação de que os bens e direitos integralizados devem ter laudo de avaliação elaborado por empresa especializada e a administradora deve assegurar que as informações estejam corretas.

5 CONCLUSÕES

Há várias evidências nos itens de Governança Corporativa analisados, que demonstram que há alterações/inclusões nos regulamentos e prospectos de FIIs integrantes da amostra pesquisada.

Sobre o item **Direitos de Proprietária**, na nova legislação há indicações do grau de liberdade da administradora e de seus direitos como proprietária fiduciária. Nos FIIs criados após as alterações da legislação consta a informação de que desde que estabelecido em regulamento, a administradora pode adquirir ativos-alvo sem a prévia anuência dos quotistas. Antes das alterações na legislação, todas essas ações baseadas em autorização prévia, apesar de justificadas como um fator de segurança, proporcionavam a certeza de que nada seria feito sem a autorização prévia dos quotistas, o que acabava por diminuir a agilidade e flexibilidade do FII. Com as alterações o FII se torna mais dinâmico, porque a velocidade de decisão da Administradora aumenta consideravelmente, a partir de critérios pré estabelecidos no regulamento.

Para o item **Aprovação dos Quotistas**, permanece a necessidade de aprovação de maioria das quotas emitidas para alteração de política de investimentos, dissolução, liquidação e amortização parcial de quotas. Além disso, dois novos itens foram incluídos, no grupo de necessidade de aprovação de mais da metade das quotas emitidas: apreciação de laudo de avaliação e atos que caracterizem conflitos de interesses. No primeiro item incluído há uma clara preocupação com a minimização dos riscos dos ativos

integrados ao fundo e no segundo item a demonstração da incorporação de traços atuais de Governança Corporativa no veículo de investimento, com o intuito de torná-lo cada vez mais preparado para os modelos atuais de negócios e novas exigências.

O item **Composição do Portfolio**, é um dos mais relevantes, a alteração na legislação permite que o FII indique apenas o segmento que irá atuar e o ativo-alvo que pretende investir os recursos captados, possibilita a criação de novos modelos de FIIs. Para os FIIs existentes antes das alterações na legislação, permanecem as indicações do ativo a ser investido. Os novos modelos de FIIs permitem, assim como a legislação indica, que o FII invista em qualquer valor mobiliário, ações ou quotas de sociedades, quotas de FIP, fundos de investimentos em ações, CEPACs, quotas de outros FIIs, certificados de recebíveis imobiliários, quotas de FIDCs, letras hipotecárias e letras de crédito, desde que as atividades dos emissores sejam permitidas pelo FII ou que invistam na construção civil ou no mercado imobiliário. É possível captar recursos sem estar definido o empreendimento objeto. É possível investir em outros tipos de investimento, não só os empreendimentos imobiliários. São duas evoluções muito significativas para a postura dos FIIs no mercado, a primeira indicada pela não necessidade de indicar o empreendimento e a segunda indicada pela possibilidade de investir em outros tipos de ativos. Além de definir o “ativo-alvo”, a política de investimento passou a determinar um segmento do mercado no qual serão concentrados os recursos captados. O que demonstra que o FII passa a ser um instrumento de investimento com portfolio de empreendimento, porém concentrados em um tipo de segmento do mercado, portanto há uma diversificação dos riscos em relação ao tipo e número de ativos no FII e uma concentração de riscos em relação à concentração no segmento em que atua.

Sobre o item **Recursos para Investimento**, a nova legislação permite a subscrição parcial das quotas e o cancelamento das quotas não colocadas, os novos FIIs adotam este critério e os FIIs instituídos após as alterações na legislação também foram revisados e já incluem essas considerações.

Para o item **Propriedade do Investidor**, os FIIs mais antigos já indicavam o limite de subscrição de quotas por incorporador, sócio ou construtor, indicando a respectiva consequência tributária. Para os novos FIIs, há um item específico nos regulamentos que trata de dissolução e liquidação do fundo e amortização parcial de quotas com a venda dos ativos. As informações sobre estes assuntos tornam o instrumento de investimento mais transparente no mercado.

Para o item **Despesas**, nos FIIs antigos havia indicação da existência de regras de tributação, porém nos novos FIIs há um maior detalhamento sobre as isenções de tributo para o fundo e para pessoa física. A nova legislação indica que o regulamento do FII deve conter descrição detalhada das despesas e encargos e medidas para evitar as alterações no tratamento tributário. Este detalhamento demonstra um interesse maior em demonstrar os benefícios tributários que existem para um potencial investidor e demonstrar claramente as regras para o enquadramento ou não nas isenções tributárias.

Sobre o item **Comunicação**, os antigos FIIs já indicavam que determinada documentação deveria ficar disponível. As alterações na legislação indicam que o regulamento deve conter o conteúdo e a periodicidade das informações. Nos documentos analisados dos novos FIIs há indicações de conteúdo de informações, que devem ser conforme instrução CVM 472/08, fazendo diretamente referência à nova legislação. O aumento da comunicação entre fundo e investidor torna o instrumento de investimento mais atrativo para o mercado interno e externo.

Para o item de **Conflitos de Interesses**, a nova legislação indica que qualquer ato que caracterize conflito de interesses deve ser aprovado pela assembleia geral. Nos documentos analisados dos novos FIIs, há item específico no regulamento, que trata de Conflitos de Interesses.

Diante das evidências é possível concluir que as alterações na legislação dos FIIs refletiram diretamente nos itens de Governança Corporativa e Estratégia destes instrumentos, o que é possível identificar através da análise dos prospectos e regulamentos de FIIs instituídos antes e após as alterações. Inclusive para os FIIs que foram instituídos antes, foi possível identificar que alguns itens foram revisados, para que o FII incorporasse o que fosse possível dentro de seu modelo inicial. Para os novos FIIs, objeto da amostra analisada, as alterações na legislação foram fundamentais para possibilitar sua criação, observando-se que o próprio objeto do FII, atualmente necessita apenas de especificação de segmento e ativo alvo e permite que o investimento do recurso captado seja realizado em qualquer ativo mobiliário que invista em construção civil ou mercado imobiliário.

Os novos modelos de FIIs e os FIIs antigos revisados são instrumentos de investimento mais dinâmicos e flexíveis diante das suas novas características de Governança Corporativa e Estratégia. As alterações na legislação beneficiaram este modelo de investimento, levando-os a um novo posicionamento no mercado.

6 REFERÊNCIAS

BANCO OURINVEST S.A. *Regulamento do Fundo de Investimento Imobiliário Edifício Ourinvest*. São Paulo, 18 p. 2005.

Disponível em: <<http://www.ourinvest.com.br>>; Acesso em: 20 fev. 2010.

_____. *Regulamento do Fundo de Investimento Imobiliário Edifício Ourinvest*. São Paulo, 23 p. 2009.

Disponível em: <<http://www.ourinvest.com.br>>; Acesso em: 20 fev. 2010.

BANCO OURINVEST S.A. *Regulamento do Fundo de Investimento Imobiliário Shopping Pátio Higienópolis*. São Paulo, 24 p. 2007.

Disponível em: <<http://www.ourinvest.com.br>>; Acesso em: 20 fev. 2010.

_____. *Regulamento do Fundo de Investimento Imobiliário Shopping Pátio Higienópolis*. São Paulo, 20 p. 2009.

Disponível em: <<http://www.ourinvest.com.br>>; Acesso em: 20 fev. 2010.

_____. *Regulamento do BC Fundo de Fundos de Investimentos Imobiliários FII*. São Paulo, 34 p. 2009.

Disponível em: <<http://www.ourinvest.com.br>>; Acesso em: 20 fev. 2010.

_____. *Prospecto de Oferta Pública de Distribuição de Quotas do BC Fundo de Fundos de Investimentos Imobiliários FII*. São Paulo, 109 p. 2009.

Disponível em: <<http://www.ourinvest.com.br>>; Acesso em: 20 fev. 2010.

_____. *Regulamento do Fundo de Investimento Imobiliário Max Retail*. São Paulo, 32 p. 2009.

Disponível em: <<http://www.ourinvest.com.br>>; Acesso em: 20 fev. 2010.

_____. *Prospecto de Oferta Pública Primária de Quotas do Fundo de Investimento Imobiliário Max Retail*. São Paulo, 366 p. 2009.

Disponível em: <<http://www.ourinvest.com.br>>; Acesso em: 20 fev. 2010.

_____. *Regulamento do Fundo de Investimento Imobiliário - FII Excellence*. São Paulo, 33 p. 2009.

Disponível em: <<http://www.ourinvest.com.br>>; Acesso em: 20 fev. 2010.

_____. *Prospecto de Oferta Pública de Distribuição de Quotas do Fundo de Investimento Imobiliário - FII Excellence*. São Paulo, 142 p. 2009.

Disponível em: <<http://www.ourinvest.com.br>>; Acesso em: 20 fev. 2010.

BRASIL. Presidência da República. *Lei nº 8668/93*, de 25 de junho de 1993. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis/L8078.htm>. Acesso em: 09 jul. 10.

_____. Presidência da República. *Lei nº 9779/99*, de 19 de janeiro de 1999. Altera a legislação do Imposto sobre a Renda, relativamente à tributação dos Fundos de Investimento Imobiliário. Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil/Leis/L9779.htm>. Acesso em: 09 jul. 10.

_____. Presidência da República. *Lei nº 11033/04*, de 21 de dezembro de 2004. Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais e dá outras providências. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/L11033.htm. Acesso em: 09 jul. 10.

_____. Presidência da República. *Lei nº 11196/05*, de 21 de novembro de 2005. Altera decretos lei revoga leis e dispositivos das Leis nos 8.668, de 25 de junho de 1993 e dá outras providências. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/L11196.htm. Acesso em: 09 jul. 10.

_____. Presidência da República. *Lei nº 12024/09*, de 27 de agosto de 2009. Dá nova redação aos altera as Leis nos [11.196](#), de 21 de novembro de 2005, [8.668](#), de 25 de junho de 1993, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.leidireto.com.br/lei-12024.html>. Acesso em: 09 jul. 10.

_____, Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução Normativa nº 205*, de 14 de jan. de 1994. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento Imobiliário. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/asp/CVM/www/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst205htm>. Acesso em: 09 jul. 10.

_____, Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução Normativa nº 206*, de 14 de janeiro de 1994. Dispõe sobre normas contábeis aplicáveis às Demonstrações Financeiras dos Fundos de Investimento Imobiliário. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst206.htm>. Acesso em: 09 jul. 10.

_____, Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução Normativa nº 389*, de 3 de junho de 2003. Altera a Instrução CVM nº 205. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst389.htm> Acesso em: 09 jul. 10.

_____, Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução Normativa nº 400*, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst400.htm> Acesso em 09 jul. 10.

_____, Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução Normativa nº 409*, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=%5Cinst%5Cinst409consolid.htm> Acesso em 09 jul. 10.

_____, Comissão de Valores Mobiliários. *Instrução Normativa nº 472*, de 31 de outubro de 2008. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII. Revoga as Instruções CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994, nº 389, de 3 de junho de 2003, nº 418, de 19 de abril de 2005 e nº 455, de 13 de junho de 2007. Acrescenta o Anexo III-B à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/port/audi/inst472.doc> Acesso em 09 jul. 10.

BRUEGGEMAN, W. B.; CHEN, A. H.; THIBODEAU T. G.; *Real Estate Investment Funds: Performance and Portfolio Considerations*, AREUEA Journal, 1984, 22 p.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*, São Paulo, 2002.

NETO, Alexandre A.; (2005); *Mercado Financeiro*, Atlas, 6a Ed., 315-345p.