



## FUNDOS DE INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

Questões relevantes relacionadas  
à **responsabilidade do administrador** e do  
**gestor de fundos de investimento imobiliário**

por **Eduardo Herszkowicz, José Roberto Meirelles e Vitor Arantes**

Após 3 anos de tendência de queda, o mercado de ofertas públicas de fundos de investimento imobiliário voltou a crescer no último ano, impulsionado em grande parte pela recuperação gradual da economia brasileira, e, em especial, pela acentuada queda dos juros. Segundo o Boletim do Mercado Imobiliário da B3, o crescimento não foi trivial. Saímos de um total de 12 ofertas com volume financeiro de R\$2,1 bilhões em 2016, para 26 ofertas com volume financeiro de R\$5,2 bilhões em 2017.

Com a volta desse mercado, uma questão merece especial atenção – a responsabilidade do administrador e do gestor de fundos imobiliários. Afinal, onde termina a responsabilidade do administrador e começa a do gestor? É possível delegá-la para terceiros (e.g., consultor imobiliário ou comitê de investimento)? Quais os limites e critérios a serem observados quando da contratação de terceiros prestadores de serviços? As respostas a essas perguntas são fundamentais para qualquer um que pretenda atuar nesse mercado.

As atividades de administração fiduciária e gestão de recursos são regidas pela Lei nº 6.385/76, e regulamentadas pela Instrução da CVM nº 558 (que regulamenta a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários), pela Instrução da CVM nº 555 (que trata dos fundos de investimento em geral), e pela Instrução da CVM nº 472 (que trata dos fundos imobiliários).

A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao seu funcionamento e manutenção, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, em nome do fundo.

De acordo com o arcabouço legal e normativo em vigor, o administrador é a entidade que constitui o fundo, que contrata todos os prestadores de serviços em nome do fundo e que representa o fundo em todos os seus atos. O administrador deve também cumprir e garantir que os demais prestadores de serviços do fundo cumpram todos os termos do regulamento, as decisões dos cotistas e as normas emitidas pela CVM.

Conforme o parágrafo 1º do artigo 79 da Instrução CVM 555, compete ao Administrador, na qualidade de representante do fundo, efetuar as contratações dos prestadores de serviços, mediante prévia e criteriosa análise e seleção do contratado, devendo, ainda, figurar no contrato como interveniente anuente.

O parágrafo 2º do artigo 79 citado acima estabelece ainda que os contratos referentes aos serviços de gestão devem conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o administrador e gestor

por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento do fundo ou aos atos normativos expedidos pela CVM, ficando o administrador responsável por fiscalizar os serviços prestados pelo gestor em nome do fundo.

Na mesma linha, o artigo 29 da Instrução CVM 558 estabelece que o administrador deve fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados em nome do fundo, de forma a verificar, no mínimo, que:

- (i) os limites e condições estabelecidos na regulação e no regulamento do fundo ou no contrato de carteira administrada sejam cumpridos pelos prestadores de serviços;
- (ii) o prestador de serviço possui recursos humanos, computacionais e estrutura adequados e suficientes para prestar os serviços contratados;
- (iii) o gestor adota política de gerenciamento de riscos consistente e passível de verificação, que é efetivamente levada em conta no processo de tomada de decisões de investimento; e
- (iv) o gestor de recursos adota política de gerenciamento de riscos compatível com a política de investimentos que pretende perseguir.

Uma vez mencionadas as normas de alcance geral constantes da Instrução CVM 555 e da Instrução CVM 558, passamos a analisar a seguir as normas específicas dos fundos imobiliários.

O artigo 29 da Instrução CVM 472 elenca alguns serviços que obrigatoriamente devem ser providos pelo administrador, seja diretamente ou mediante a contratação de terceiros, dentre os quais se destacam os serviços de análise e acompanhamento de projetos imobiliários e os serviços de gestão dos valores mobiliários integrantes da carteira do fundo.

No que diz respeito à responsabilidade do Administrador pelos serviços de gestão da carteira, os parágrafos 1º e 2º do artigo 29 da Instrução CVM 472 não deixam margem a dúvidas. O parágrafo 1º estabelece

que o administrador poderá contratar terceiros para prestar tais serviços “sem prejuízo de sua responsabilidade e da responsabilidade do diretor designado”. Já o parágrafo 2º é expresso ao estabelecer que “a responsabilidade pela gestão dos ativos imobiliários do fundo compete exclusivamente ao administrador, que deterá a propriedade fiduciária dos bens do fundo.”

Depreende-se dos parágrafos acima que o administrador será sempre responsável pela gestão da carteira do fundo, não obstante sua prerrogativa de contratar terceiros para auxiliá-lo nessa tarefa. Pela sistemática criada pelo artigo 29, o administrador responderá perante o fundo e seus cotistas por prejuízos causados pelos terceiros eventualmente contratados, e terá o direito de buscar ressarcimento junto a tais terceiros caso tenham atuado com culpa, dolo ou violação de seus deveres fiduciários.

A intenção da CVM ao adotar o artigo 29, confirmada no item 3.15 do Relatório de Análise SDM da Audiência Pública 01/2008, realizada previamente à adoção da Instrução CVM 472, foi exatamente atribuir a responsabilidade pela gestão dos ativos imobiliários exclusivamente ao administrador, conforme segue:

*“3.15. Competência exclusiva do administrador (art. 29): (...)*

*A ABBI alerta que a redação dada ao §2º do art. 29 impediria o administrador de contratar empresa especializada no serviço de gerenciamento de imóveis, o que é necessário e recomendável. Ainda de acordo com a ABBI, a Lei nº 8.668, de 1993, é menos rigorosa que a Minuta ao tratar deste assunto. Por isso, sugere que a competência exclusiva do administrador do fundo se limite a (i) compra e venda de ativos imobiliários; e (ii) constituição de garantias sobre tais ativos imobiliários.*

*O objetivo do dispositivo não é impossibilitar a contratação de um consultor de imóveis. A CVM deseja somente deixar claro que a responsabilidade pela gestão dos ativos imobiliários*

*pertence ao administrador. A redação da Instrução foi aprimorada para refletir esta intenção.” (grifos nossos)*

De forma complementar ao artigo 29, a Instrução CVM 472 elenca no seu artigo 31 os serviços facultativos ao fundo imobiliário, dentre os quais se destacam a consultoria imobiliária e a empresa de administração imobiliária previstas nos incisos II e III. A primeira objetiva dar suporte ao administrador e, se for o caso, ao gestor, em suas atividades de análise, seleção e avaliação de ativos imobiliários. A segunda é contratada para administrar as locações e comercializações de empreendimentos imobiliários, monitorar e acompanhar projetos e consolidar dados econômicos e financeiros das companhias investidas do fundo.

A faculdade prevista nos referidos incisos II e III do artigo 31 é peça-chave da norma, uma vez que os administradores fiduciários e gestores de recursos muitas vezes não possuem o necessário conhecimento e experiência no setor imobiliário para tomar decisões de investimento em nome do fundo. Contudo, cabe frisar novamente que, ao exercerem essa faculdade, o administrador e o gestor não se eximem de responsabilidade sobre a gestão dos ativos imobiliários integrantes da carteira do fundo. Apenas exercem essa atividade com o auxílio de sociedades especializadas facultado pela norma.

Conclusão similar é atingida com relação ao comitê de investimento. O regulamento do fundo imobiliário não pode transferir as decisões de gestão da carteira para o comitê, uma vez que, nos termos da Instrução CVM 558, tal atividade é restrita a pessoas físicas e jurídicas devidamente habilitadas para tanto pela CVM. O mesmo se aplica à assembleia geral de cotistas. Tanto o comitê como os cotistas (estes últimos, por meio da assembleia geral) devem restringir-se a referendar ou, eventualmente, vetar os investimentos e desinvestimentos que já tenham sido previamente analisados e aprovados pelo administrador, e/ou, se for o caso, pelo gestor, ambos habilitados pela CVM a exercer tal atividade.

Complementando o parágrafo acima, o artigo 84, parágrafo 2º da Instrução CVM 555 estabelece que “a existência de conselhos e comitês não exime o administrador ou o gestor da responsabilidade sobre as operações da carteira do fundo.”

Portanto, mesmo que fosse possível a transferência dos atos de gestão para o comitê de investimentos ou para a assembleia de cotistas, o que não é, o administrador e o gestor não estariam isentos de suas respectivas responsabilidades.

Ainda sobre esse tema, cabe destacar o que estabelece a esse respeito o artigo 31 do Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento:

*“Art. 31 – Sem prejuízo das determinações contidas no artigo 28 deste Código, o regulamento pode prever a existência de Conselho Consultivo, Comitê Técnico ou Comitê de Investimentos, no formato definido na regulamentação vigente, pelos quais o cotista pode encaminhar sugestões relativas à aplicação da política de investimento ao gestor, desde que sem interferência na gestão do fundo de investimento.” (grifos nossos)*

Em se tratando de responsabilidade por atos de gestão, um último ponto a ser abordado diz respeito ao enquadramento da carteira do fundo, que consiste na observância das regras de composição e limites de concentração estabelecidos nas leis e normas da CVM, bem como no regulamento do fundo.

Eventuais desenquadramentos da carteira podem ocorrer de forma ativa, quando os limites fixados nas leis, normas e no regulamento do fundo não são respeitados quando da aquisição dos ativos para o fundo, ou de forma passiva, quando decorrem de fatos alheios à gestão direta dos ativos, como por exemplo na valorização ou reavaliação dos ativos investidos, execução de garantias, provisionamento de ativos inadimplidos, etc.

A Instrução CVM 555, em seu artigo 104, prevê que o administrador responde pela inobservância dos limites de composição e concentração de carteira e de concentração em fatores de risco estabelecidos no regulamento do fundo. O parágrafo 2º do mesmo artigo estabelece que, caso o administrador contrate gestor para desempenhar atividade de gestão profissional em nome do fundo, o gestor também responde pelas obrigações supra citadas, ocasião em que cabe ao: (i) gestor avaliar o enquadramento antes da realização de operações em nome do fundo; e (ii) administrador acompanhar o enquadramento do fundo tão logo as operações sejam realizadas e diligenciar pelo seu reenquadramento no melhor interesse dos cotistas.

O mesmo artigo 104 estabelece que o administrador deve acompanhar o enquadramento da carteira diariamente, com base no patrimônio líquido do fundo com no máximo 1 (um) dia útil de defasagem, e deve informar ao gestor e à CVM a ocorrência do desenquadramento da carteira até o final do dia seguinte à data do desenquadramento.

Já o artigo 105 da Instrução CVM 555 estabelece que o administrador e o gestor estarão imunes às penalidades imputadas caso o desenquadramento ocorra de forma passiva, desde que não ultrapasse o prazo máximo de 15 dias consecutivos e não implique alteração do tratamento tributário conferido aos cotistas do fundo. O Administrador deve comunicar à CVM, depois de ultrapassado o referido prazo de 15 dias, a ocorrência de desenquadramento, com as devidas justificativas, informando ainda o reenquadramento da carteira, no momento em que ocorrer.

O artigo 107, inciso II da Instrução CVM 555, por sua vez, estabelece que os fundos fechados (como é o caso dos fundos imobiliários) deverão enquadrar sua carteira no prazo máximo de 180 dias contados da data de encerramento da distribuição de suas cotas. Caso a CVM constate que o desenquadramento estendeu-se por período superior, pode determinar ao administrador, sem prejuízo das penalidades cabíveis, a convocação de assembleia geral de cotistas para decidir sobre (i) a transferência da administração ou da gestão do fundo, ou de ambas, (ii) a incorporação do fundo a outro fundo, ou (iii) a liquidação do fundo.

A Instrução CVM 472, em seu artigo 45, § 5º, faz breve menção à responsabilidade do administrador pelo desenquadramento da carteira de fundo imobiliário que invista preponderantemente em valores mobiliários. Tendo em vista a ausência de qualquer outra menção específica acerca de desenquadramento da carteira na Instrução CVM 472, as regras sobre desenquadramento previstas na Instrução CVM 555, acima mencionadas, aplicam-se subsidiariamente aos fundos imobiliários.

As normas e decisões da CVM estão em constante evolução para acompanhar o dinamismo do mercado e proteger os interesses dos investidores. É primordial que os administradores, gestores, consultores e demais participantes do mercado de fundos imobiliários entendam profundamente seus deveres e responsabilidades, para que o mercado continue a se desenvolver de forma sustentável. Cabe a cada participante estruturar-se de forma adequada para atender às crescentes demandas desse mercado tão promissor.



PARA INFORMAÇÕES ADICIONAIS, ENTRE EM CONTATO COM:

**Eduardo Herszkowicz**

Eduardo.Herszkowicz@cesconbarrieu.com.br

+ 55 11 3089-6529

**José Roberto Meirelles**

Jose.Meirelles@cesconbarrieu.com.br

+ 55 11 3089-6102

**Vitor Arantes**

Vitor.Arantes@cesconbarrieu.com.br

+55 11 3089-5816

**CESCON, BARRIEU, FLESCH & BARRETO ADVOGADOS**

SÃO PAULO | RIO DE JANEIRO | BELO HORIZONTE | BRASÍLIA | SALVADOR

[www.cesconbarrieu.com.br](http://www.cesconbarrieu.com.br)