

Instituto Mackenzie  
Biblioteca George Alexander  
Direito

# REVISTA DE DIREITO MERCANTIL INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO

Publicação do  
Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado  
e Biblioteca Tullio Ascarelli  
e do Instituto de Direito Econômico e Financeiro,  
respectivamente anexos aos  
Departamentos de Direito Comercial e de  
Direito Econômico e Financeiro da  
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Edição da  
Editora Revista dos Tribunais Ltda.

# REVISTA DE DIREITO MERCANTIL INDUSTRIAL, ECONÔMICO E FINANCEIRO

*Fundador:*

WALDEMAR FERREIRA

*Diretor:*

PHILOMENO J. DA COSTA

*Diretor Executivo:*

FÁBIO KONDER COMPARATO

*Coordenador:*

WALDÍRIO BULGARELLI

*Redatores:*

ANTONIO MARTIN, CARLOS ALBERTO SENATORE, HAROLDO M. VERÇOSA, JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, MAURO DELPHIM DE MORAES, MAURO RODRIGUES PENTEADO, NEWTON DE LUCCA, NEWTON SILVEIRA, PAULO SALVADOR FRONTINI, RACHEL SZTAJN, VERA HELENA DE MELLO FRANCO.

*Serviços gráficos:* Editora Parma Ltda., Av. Antonio Bardella, 280  
- CEP 07220-020 - Guarulhos, SP, Brasil.

*Edição e distribuição da*

**EDITORA**   
**REVISTA DOS TRIBUNAIS**

Rua Conde do Pinhal, 78 — Caixa Postal 678  
Tel. (011) 607-2433 Fax (011) 607-5802  
CEP 01501-060 - São Paulo, SP, Brasil

# SUMÁRIO

---

## DOCTRINA

- Do regime legal das operações realizadas no mercado de câmbio — Arnoldo Wald ..... 5
- Banco Central: questões jurídico-políticas na Constituição de 1988 — Luis Fernando Schuartz ..... 36
- “Capital requirements and the Brazilian banking system” — Paulo de Lorenzo Messina ..... 49
- Construção e operação do gasoduto para importação do gás boliviano: o exercício do monopólio do gás pela União — Luiz Gastão Paes de Barros Leães ..... 70
- O preço de emissão das ações em aumento de capital — José Mário Bimbato ..... 81

## ATUALIDADES

- As licitações e contratos públicos: algumas anotações à Lei 8.666 — João Luiz Coelho da Rocha ..... 95
- Quotas de fundos imobiliários — Novo valor mobiliário — Rachel Sztajn ..... 104
- O ICMS e a transferência interestadual de bens do ativo fixo — Luiz Antonio Mattos Pimenta Araújo ..... 109

## JURISPRUDÊNCIA

- Sociedade Anônima — Assembléia geral extraordinária de debêntures — Emissão — Conversão em ações preferenciais com e sem direito de voto — Direito de recesso dos acionistas minoritários — José Alexandre Tavares Guerreiro ..... 114

## NOTAS BIBLIOGRÁFICAS

- As recentes mutações do sistema bancário francês, Jean Thibaud, advogado em Paris — Arnoldo Wald ..... 123
- “Droit privé allemand, 1, Actes juridiques, droits subjectifs”, Claude Witz — (BGB, Partie générale, Loi sur les conditions générales d'affaires) — Arnoldo Wald ..... 125
- O Direito na década de 1990: novos aspectos — André Tunc..... 127

## **CURRICULUM DOS COLABORADORES DESTE NÚMERO:**

### **ANDRÉ TUNC**

Professor de Direito da Universidade de Paris I (Panthéon-Sorbonne)

### **ARNOLDO WALD**

Advogado no Rio de Janeiro e em São Paulo; Professor Catedrático de Direito Civil da UERJ

### **JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA**

Advogado

### **JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO**

Professor Assistente e Doutor de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP; Advogado em São Paulo e Brasília

### **JOSÉ MÁRIO BIMBATO**

Mestre em Direito pela Universidade de Yale (EUA); Procurador do Estado do Rio de Janeiro

### **LUIS FERNANDO SCHUARTZ**

Mestre em Direito pela Johann-Wolfgang-Goethe Universität (Frankfurt am Main); Monitor da Cadeira de Teoria Geral do Direito da Faculdade de Direito da USP

### **LUIZ ANTONIO MATTOS PIMENTA ARAÚJO**

Professor Doutor de Legislação Tributária da Faculdade de Direito da USP

### **LUIZ GASTÃO PAES DE BARROS LEÃES**

Professor titular de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

### **PAULO DE LORENZO MESSINA**

Advogado

### **RACHEL SZTAJN**

Professora livre-docente de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP; Advogada em São Paulo

# ATUALIDADES

---

## QUOTAS DE FUNDOS IMOBILIÁRIOS — NOVO VALOR MOBILIÁRIO

RACHEL SZTAJN

Provavelmente na esteira das debêntures imobiliárias, títulos em que se dá ao portador o direito de converter o mútuo em fração ideal de imóvel ao receber juros e o principal, corrigido no termo, em junho de 1993 é autorizada a criação dos fundos de investimento imobiliários.

A disciplina jurídica desses fundos está na Lei 8.668 de 23.6.93 e na Instrução 205 de 14.1.94 da CVM. Os fundos imobiliários dão origem a um novo valor mobiliário, título esse que mais se aproxima da idéia de *security* do direito norte-americano. Com os fundos imobiliários permite-se a *securitização* da propriedade imobiliária, de forma que, diversamente das regras do Código Civil e da Lei de Registros Públicos, se chega a distinto "fracionamento" de imóveis e permite-se sejam tais frações representadas por valores mobiliários. A cessão do título, valor mobiliário, representativo de fração de patrimônio do fundo imobiliário, segue as regras que regem a transferência de ações ou debêntures, segundo sejam representadas por documentos ou sejam simplesmente escriturais sem que haja necessidade de averbações ou registros no Cartório de Registro de Imóveis competente. De outro lado, inexistindo restrições à circulação do valor mobiliário facilita-se a circulação da riqueza "lastreada" em imóveis.

Os fundos imobiliários são definidos pela Lei 8.668/93 como condomínios fechados, resultantes da comunhão de

recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários.

Ora, dizer condomínio significa dizer que o domínio sobre a coisa se exerce por mais de uma pessoa concomitantemente. Observe-se desde logo que não se trata do condomínio horizontal, da edificação regida pela Lei 4.591/64. Condomínio é compropriedade, propriedade conjunta sobre a mesma coisa, exercida por mais de um *dominus*. O direito conhece duas modalidades de condomínio. Um, de origem romana, pelo qual a cada condômino se assegura uma quota ou fração ideal sobre a coisa de forma que todos têm direito qualitativamente igual sobre o todo, limitando-se os direitos individuais pela proporção quantitativa de cada comproprietário na titularidade do conjunto.

Nesse modelo o poder jurídico de cada condômino recai sobre a totalidade da coisa e não sobre parte determinada.

Na outra modalidade de condomínio, de origem germânica, a coisa pertence à coletividade e não aos condôminos individualmente, os quais têm apenas direito de uso e gozo em face da relação em que se encontram e não por serem titulares de direitos, individualmente, sobre a coisa. A propriedade é coletiva, exercida de mão comum, conhecida no direito alemão como "Gesamteigentum" ou *gemeinschaft zur gesamten Hand*".

O fundo imobiliário, de que trata a Lei 8.668/93, parece ser condomínio do tipo germânico, e resulta de convenção, convenção que tem o caráter de negócio

associativo. Esse condomínio pode ser permanente ou transitório. Isto é, o fundo pode subsistir indefinidamente ou pode ser organizado para uma só empreitada, finda a qual, poderá ser extinto do fundo. Extinguindo-se o fundo extingue-se, *ipso facto*, o condomínio.

O que significará, porém, condomínio fechado? A lei de sociedades por ações dispõe que as sociedades são abertas ou fechadas segundo tenham os valores mobiliários de sua emissão negociação em Bolsa ou Balcão. E, desde logo diz que é companhia aberta a que se constitui mediante apelo ao mercado.

A seguir-se tal linha de raciocínio, os fundos imobiliários, resultantes da captação de recursos no mercado, segundo as regras da Lei 6.385/76, deveriam ser condomínios abertos. Aliás, a possibilidade de livre negociação das quotas em Bolsa ou balcão, está a indicar que seriam negócios com estrutura aberta. Até mesmo a possibilidade de aumentos dos recursos do fundo, através de nova emissão de quotas, está a indicar que são estruturas abertas. Falta explicação para o que seja condomínio fechado que não se encontra na Lei nem na Instrução CVM.

Tentativa de entender o que se pretendia definir com a expressão fechado em relação às sociedades é infrutífera, assim como inútil é a busca nas regras do condomínio previsto no Código Civil. Também de nada valem para entender essa expressão as regras do condomínio imobiliário regidos pela lei especial pois que define o regime jurídico de edificações em regime de propriedade, condomínio e incorporações imobiliárias. A Lei 4.591/64, conhecida como lei dos condomínios horizontais e das incorporações não se aplica, mesmo subsidiariamente ao fundo imobiliário.

A alternativa que se apresenta é a de considerar-se o fundo imobiliário como um condomínio consensual, cuja existência está subordinada à subscrição de

todas as quotas que sejam emitidas por investidores. Dessa forma, fechado vai aqui no sentido de integralmente subscrito em relação à constituição das sociedades.

Assim, seria requisito de existência do fundo a subscrição de todas as quotas. Nas hipóteses de inadimplência do subscritor se o pagamento for parcelado, diferido, o administrador poderá vender as quotas subscritas e não pagas, medida simétrica à adotada pela Lei 6.404/76 em face do acionista remisso.

Porém, já que se trata de condomínio, as regras para administração da propriedade, é a da escolha de alguém, condômino ou não, para executar a tarefa e representá-lo. Nos condomínios hereditários, a representação dos herdeiros condôminos se faz pelo cabecel, escolhido entre e pelos condôminos. Porém, no caso dos fundos imobiliários, sua administração do fundo imobiliário foi atribuída, pela lei que os criou, a instituições financeiras como: bancos múltiplos com carteira de investimento ou com carteira de crédito imobiliário, bancos de investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários ou outras legalmente equiparadas.

O condomínio designado fundo imobiliário, conforme a Lei obtém fundos com a captação de recursos no mercado, captação essa que obedece ao sistema da Lei 6.385/76, ou seja a lei de Mercado de Capitais. Esse fundo, cujo patrimônio é representado por quotas (valor mobiliário) tem, como titular, a instituição financeira, apesar da pluralidade de subscritores ou adquirentes das quotas, visto que os recebe, em seu nome, mas sob o manto do negócio fiduciário.

A lei é que estipula que o negócio entre os condôminos e a instituição financeira que recebe os recursos, que os utiliza na aquisição de bens e que administra o "patrimônio" do fundo é do

tipo fiduciário. O direito brasileiro conhece alguns negócios fiduciários, como o fideicomisso e a alienação fiduciária em garantia. Entretanto, não se trata, no caso, de qualquer daqueles institutos.

Caio Mário da Silva Pereira, em seu Projeto de Código de Obrigações, define negócio fiduciário como aquele pelo qual uma das partes recebe da outra bens móveis ou imóveis e assume o encargo de administrá-los em proveito do instituidor ou de terceiro, tendo a livre administração dos mesmos sem prejuízo do beneficiário (art. 672 do Projeto).

O instituto previsto no projeto citado se assemelha ao *trust* dos direitos anglo-norte-americanos. Não há confundir-lo seja com a fidúcia com credor, pois a instituição financeira não é credora, nem com a fidúcia com amigo que se reflete no fideicomisso. Ademais, nesses dois negócios fiduciários originados no sistema romano, a propriedade dos bens se transfere ao fiduciário, situação vedada, expressamente, pela Lei 8.668/93. Neste negócio fiduciário, que parece inspirar-se no *trust*, a propriedade é transferida com gravames, ou seja faz-se necessário averbar no Cartório de Registro de Imóveis que o titular designado do bem é em realidade apenas fiduciário de outros proprietários, detentores da titularidade do imóvel, cabendo ao fiduciário apenas a administração do bem em benefício dos proprietários.

Não se trata, pois, de um negócio fiduciário típico de sistema de base romano-germânica, mas de uma forma atípica desse 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 8.668/93) não pode ser titular de patrimônio (complexo de posições jurídicas, ativas e passivas...). Mas, a instituição administradora tem poderes para,

em 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.

Da leitura do art. 12 da Instrução CVM 205/94, poder-se-ia concluir que a instituição financeira é gestora de bens alheios, sem maiores considerações. Mas essa impressão há de ser afastada. Trata-se efetivamente de negócio fiduciário, tipificado na Lei 8.668/93, e pelo qual a administradora do fundo age como proprietária dos bens podendo, exercendo, além disso, poderes iguais aos dos administradores das companhias. Presentam o fundo ativa e passivamente, adquirem, oneram, alienam os bens do fundo, investem seus recursos, defendem os interesses e direitos do fundo como se proprietários fossem já que, não adquirindo o fundo personalidade jurídica, os bens aparecem em nome da administradora.

Como qualquer negócio fiduciário tem dois momentos, o primeiro em que se transfere a propriedade da coisa e o segundo em que se ajusta a obrigatoriedade de retransferir a coisa adquirida na forma estipulada é conveniente verificar se esses momentos existem no caso dos fundos.

Num primeiro momento, nos fundos imobiliários, transferem-se recursos à instituição, mas não há previsão de devolução dos recursos, que são destinados à aquisição de bens imóveis. Verdade que, nos termos do regulamento do Fundo, que deve ser aprovado pela CVM, os subscritores ou titulares de quotas fazem jus a parte dos lucros ou auferem ganhos de capital decorrentes de resultados auferidos pelo fundo no primeiro caso, ou aumento de valor patrimonial das quotas no outro. Não há hipótese, salvo extinção do fundo, em que os quotistas venham a ter a eles transmitidas a propriedade pertencente ao fundo. E, mesmo nesse caso, depen-

dendo do tipo de imóvel de que se trate, nem isso. Imagine-se um condomínio horizontal, do qual o fundo tenha alienado unidades autônomas. Não há como os quotistas condôminos receberem outra coisa que não dinheiro.

Porém dizer que se trata de negócio fiduciário, tal como previsto nos direitos norte-americano e inglês, e em cuja fonte se inspira o Projeto do Código de Obrigações, implica o reconhecimento da existência de um patrimônio separado e da propriedade resolúvel. A segunda hipótese, em face dos fundos imobiliários, pode não se concretizar.

Sobre o patrimônio separado, tanto a lei quanto a Instrução CVM 205 de 14.1.94 deixam patente seu reconhecimento já que é claro que os bens pertencentes ao fundo, embora estejam em nome da instituição financeira que o administra não integram seu ativo, não podem ser penhorados por seus credores, nem alienados em benefício dela administradora ou de seus administradores. (art. 7.º da lei e 14 da Instrução CVM)

A instituição financeira, como fiduciário, administra o fundo em benefício dos quotistas pagando-lhes os rendimentos decorrentes da exploração dos imóveis ou mesmo das aplicações financeiras, quando for o caso. Responsável pelos resultados de sua administração a instituição financeira exerce poder funcional, igual ao dos administradores das sociedades mercantis e deve responder, tal como aqueles, por quaisquer desvios de atribuição ou abuso de poder.

É pressuposto de qualquer negócio fiduciário que não venham a ser lesados ou feridos direitos de terceiros beneficiários. Explica-se, pois, a preocupação do legislador ao disciplinar e descrever situações de potencial conflito de interesses entre o fiduciário administrador do fundo e seus próprios administradores (arts. 12 da lei e 19 da Instrução CVM).

Vai mais adiante o legislador e dispõe que o titular das quotas do Fundo não poderá exercer direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do Fundo, não sendo responsável pelas obrigações do Fundo, além do preço de subscrição das quotas. Aqui também afasta-se da linha de base romana em face dos direitos dos condôminos, privilegiando o sistema do direito alemão.

Deflui da leitura da Instrução CVM 205/94 que os recursos captados pelo Fundo deverão ser aplicados em negócios imobiliários, não sendo admitida, a não ser em caráter temporário, outras formas de aplicação. Parece claro que os fundos imobiliários são "produto" diverso dos fundos de aplicação financeira, de *commodities* ou outros que já ganharam espaço no mercado financeiro.

Ainda que a lei que dispõe sobre a constituição desses fundos os defina como condomínios fechados, que, em paralelismo com as regras da Lei 6.404/76, parece não o são, a Instrução CVM não segue essa orientação. Admite, ao revés, a possibilidade de emissão de novas quotas, sem tratar de direito de preferência e/ou prazo para seu exercício, faculta a emissão secundária, e vai além. Dá à CVM competência para aprovar a fusão, incorporação, cisão ou liquidação dos fundos deliberada pela assembléia geral de condôminos. Nas fusões ou incorporações há possibilidade de admissão de novos quotistas, além do ingresso de novos recursos ou bens. Modifica-se a composição do patrimônio separado e seus beneficiários também podem ser diferentes.

Se o fundo é condomínio convencional, a regra geral aplicável é a de que, nos limites da autonomia privada, podem os condôminos deliberar sua liquidação, com extinção do condomínio. Por que autorização da CVM? Se a preocupação é com os investidores, não seria melhor optar por limitar as parti-

ciações individuais dos quotistas em cada fundo? Dessa forma as maiorias assembleares seriam eventuais. Ou, talvez optar por responsabilizar pessoalmente administradores e majoritários que liquidassem o fundo em seu próprio benefício?

De outro lado, se o fundo é condomínio, admitindo-se que a maioria dos condôminos delibera sua fusão, cisão ou incorporação, operações de reorganização patrimonial das sociedades, em que a mesma CVM entende têm os dissidentes direito de retirada, aplica-se essa regra aos fundos? Creio que, na falta de dispositivos expressos na Lei, a Instrução CVM extrapolou os limites regulamentares. Creio mais que, a prevalecer a regra do n. V ao art. 7.º da Instrução, o procedimento a ser observado nessas operações deverá ser o previsto na Lei 6.404/76 com todas as conseqüências que daí decorrem.

Estabelecida a semelhança, em face do regime de responsabilidade de quotistas e acionistas entre os patrimônio do fundo, que é patrimônio especial integrando o patrimônio da instituição administradora, e os patrimônios das sociedades por ações, indaga-se se serão aplicadas as regras especiais quanto a *quorum* de instalação, de deliberação e de convocação das companhias às assembleias gerais de condôminos ou as do Código Civil em relação ao condomínio.

A redação dos arts. 23 a 28 da Instrução disciplina a convocação, no que tange a prazos, disciplina o voto e o *quorum* de aprovação das matérias admitido o voto por carta. A redação desses dispositivos segue a redação da

Lei 6.404/76, com as modificações que reflitam o negócio. Pode-se, entretanto, admitir que a Instrução CVM está baseada na disciplina societária.

Pergunta-se, ao invés de definir o fundo como “condomínio fechado” não teria sido mais próprio defini-lo como uma sociedade aberta, não personificada, com organização igual a das companhias. A adoção de uma estrutura organizacional conhecida facilitaria a aplicação, mesmo subsidiária, das normas da Lei 6.404/76, evitando-se a necessidade de maiores construções técnicas para chegar a esse resultado.

Não existe incompatibilidade entre essas normas e a falta de personificação do fundo. Até mesmo a responsabilidade patrimonial dos quotistas é restrita às quotas que venham a subscrever, exatamente como a responsabilidade de subscritores de ações. Anote-se, por fim, que os grupos de sociedades, ou os consórcios de sociedades resultantes de convenção igualmente não se personificam aplicando-se-lhes regras de direito societário. 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 de responsabilidade patrimonial dos sócios em sociedade não personificada, mas cuja administração, diversamente do que prevêm as normas legais para tais tipos, se faz de acordo com as regras do hetero-organicismo.

Ampliar o alcance de aplicabilidade de institutos jurídicos conhecidos e reconhecidos é melhor técnica do que a “importação” ou mescla de tipos de outros sistemas.