

# ESTRUTURAS **NÃO** **CONVENCIONAIS** DE FIIS



REPORT AGOSTO, 2024

Líderes do mercado analisam  
**possibilidades de estruturação** para  
hotelaria e imóveis em concessões públicas

REDAÇÃO: JÚLIA RIBEIRO | DIAGRAMAÇÃO: IAGO EMERICK

**BRAIN**  
CLUB PARTNER  
AMERICAS

**BNDES**

CLUB PARTNERS  
BRAZIL

**CBRE**  
RESEARCH

**Global  
Talent**

SPONSOR

**GRI Club**  
REAL ESTATE

**VEIRANO**  
ADVISORS

# CONTEÚDO

COMITÊ JURÍDICO IMOBILIÁRIO

INTRODUÇÃO

HOTÉIS

IMÓVEIS EM  
CONCESSÕES PÚBLICAS

FÓRUM GRI DE FUNDOS  
IMOBILIÁRIOS 2024

O GRI CLUB REAL  
ESTATE BRAZIL

# COMITÊ JURÍDICO IMOBILIÁRIO

Os **comitês do GRI Club Real Estate Brazil** fazem parte das atividades de networking promovidas pelo GRI Club há mais de **25 anos**. Seu objetivo é **facilitar a troca de conhecimento entre executivos sêniores do setor**, identificando novas tendências e oportunidades de negócio, bem como **debatendo os desafios para o crescimento do mercado imobiliário nacional**.

O **Comitê Jurídico Imobiliário**, exclusivo para membros do GRI Club, é dedicado à **discussão de temas jurídicos relevantes**, agindo como um conselho capaz de se posicionar institucionalmente diante das inovações do setor.

O conteúdo a seguir foi elaborado a partir da troca de informações de um desses encontros realizado no escritório Veirano Advogados, em São Paulo. **Boa leitura!**

## Lideranças do Comitê



Chair

**Ludmila Braga**

Sócia, Mayer Brown Taulil & Chequer



Chair

**Marcos Lopes Prado**

Sócio, Cescon Barrieu Advogados



Chair

**Raphael Espírito Santo**

Sócio, Veirano Advogados

**Saiba mais sobre o comitê**

# INTRODUÇÃO

À medida que os fundos de investimento imobiliário (FIIs) ganham terreno no mercado de ativos tradicionais, como escritórios, galpões logísticos e shoppings, os líderes do setor agora exploram como esses instrumentos podem ser adaptados para financiar segmentos menos convencionais.

A atenção está se voltando para áreas como hotelaria e concessões públicas, que tradicionalmente enfrentam desafios particulares em termos de estruturação financeira. Com o amadurecimento do mercado e a diversificação dos fundos, a possibilidade de expandir para esses setores abre um leque de novas oportunidades, mas também traz dúvidas no campo jurídico.

Por isso, o tema foi alvo de uma discussão aprofundada entre membros e integrantes do comitê jurídico imobiliário do GRI Club, que examinaram as regulamentações vigentes e análises sobre definições da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) com o objetivo de identificar os limites e as possibilidades de aplicação dos FIIs em estruturas não convencionais.

Mais do que propor mudanças regulatórias, os especialistas enfatizam a importância de educar e conscientizar os investidores sobre as novas estruturas de FIIs a fim de aproveitar as oportunidades que devem surgir. Eles acreditam que o mercado brasileiro, ainda jovem em comparação com mercados maduros, como o norte-americano e o europeu, precisa evoluir nesse sentido.

Crédito: GRI Club



## HOTÉIS

Os players afirmam que a hotelaria é um mercado de difícil compreensão por parte dos investidores, que tendem a priorizar mercados com retornos mais estáveis em relação às variações características do setor.

Pensando na estruturação de fundos voltados para o segmento, um dos principais desafios debatidos pelos executivos é a definição de uma linha de receita que possa ser entendida como imobiliária sem comprometer a clareza regulatória e os objetivos do fundo.

“Existe um entendimento jurisprudencial claro sobre o conceito de hospedagem. Não se trata apenas do valor pago pelo aluguel de um quarto, mas sim de um conjunto de serviços e facilidades, incluindo o próprio quarto, a lavanderia, o serviço de quarto, o restaurante e a recepção. Com base nesse entendimento, nós achamos que hoje não seria possível configurar esse serviço de hospedagem como uma receita imobiliária”, aponta um líder presente.



Frente a essa realidade, a diretora de uma gestora observa que uma possibilidade é o fundo imobiliário funcionar como locador, estabelecendo uma linha de receita baseada em aluguel. Nesse modelo, o locatário poderia ser uma bandeira hoteleira que atuaria como operadora do hotel ou, alternativamente, uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) que assumiria o papel de operadora, celebrando contratos tanto com a bandeira quanto com o fundo.

Entretanto, ambas as estruturas trazem desafios próprios. No primeiro modelo, onde a bandeira assume a operação, o risco operacional recai integralmente sobre ela, abrangendo aspectos trabalhistas, consumeristas e tributários. Este cenário, portanto, é visto com reservas pelas bandeiras, que geralmente preferem evitar tais riscos, como apontam os executivos.

Para contornar essa questão, ela afirma que o mercado tem explorado a introdução de uma empresa intermediária que absorve esses riscos, permitindo que a bandeira opere sob um contrato de operação hoteleira tradicional, no qual o valor do aluguel é baseado na receita líquida da operação após a dedução de todas as despesas.

**“Isso nos leva a uma discussão sobre a viabilidade de adotar um aluguel mínimo, semelhante ao que ocorre no setor de estacionamentos, garantindo uma remuneração mínima ao proprietário. Na minha opinião, não se pode permitir um cenário em que o proprietário ou o fundo imobiliário fiquem sem receita alguma. O aluguel deve ser pago para que a relação de locação se sustente. A dificuldade reside no fato de que não estamos replicando exatamente uma operação hoteleira, mas sim ajustando essa estrutura para que o ativo hoteleiro se adeque ao fundo imobiliário”,** ressalta um dos presentes.

**“Uma forma que vislumbro para mitigar esse impacto é estabelecer um aluguel mínimo, que seja vinculado à receita e não ao resultado final. Acredito que a rede hoteleira teria estômago para encarar isso e ainda geraria um tipo de aluguel garantido”, acrescenta outro executivo.**

Entende-se que as ideias poderiam destravar o mercado, ampliando as oportunidades para os FIIs voltados à hotelaria. Contudo, os players afirmam que as abordagens incluem o risco de que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) não reconheça essas estruturas como em conformidade com as regulamentações dos FIIIs.

Um dos pontos em que não há clareza gira em torno da gestão das SPEs após a venda de um ativo hoteleiro por um fundo imobiliário. A dúvida central é se essas SPEs podem permanecer dentro da estrutura do fundo ou se deveriam ser consideradas investidas pelo fundo.

Um dos líderes afirma que a [Resolução nº 175 da CVM](#) - nova regulamentação dos fundos de investimento - estabelece que as SPEs investidas por fundos imobiliários devem gerar receitas compatíveis com aquelas que um fundo imobiliário tradicionalmente teria.

No entanto, há uma discussão em curso sobre se essas SPEs poderiam, ou não, estar abaixo da estrutura do fundo. Enquanto uma interpretação mais conservadora sugere que isso não seria permitido, outros advogados defendem que essa estrutura poderia ser viável.

Outro ponto de debate envolve os casos em que o hotel não é de propriedade única, mas fragmentada entre vários donos. Nessas situações, as operações são geralmente estruturadas através de uma Sociedade em Conta de Participação (SCP), na qual os condôminos atuam como sócios participantes e o operador da bandeira como sócio ostensivo.

**“Há um entendimento da CVM estabelecido na antiga instrução 472 que permanece relevante, uma vez que a 175 não trouxe inovações nesse aspecto, que diz que os Flls não podem deter cotas de SCP. Portanto, nos casos de hotéis que possuem uma estrutura de propriedade fragmentada, e nos quais a SCP seria uma solução para estruturar essas operações, ainda enfrentamos o obstáculo do entendimento anterior da CVM, que, salvo melhor juízo, não foi **revisado**”, destaca um dos presentes.**



A falta de uma revisão mais clara das normas permite interpretações divergentes e gera incertezas na aplicação das regras no mercado. Esse cenário é exemplificado por um caso em que executivos receberam orientações diferentes sobre o uso de Sociedades em Conta de Participação (SCPs) em fundos imobiliários: enquanto em uma situação a estrutura não foi recomendada, em outra, foi aprovada.

**“O fundamental para um fundo imobiliário é a posse do imóvel. A partir disso, é possível estruturar arranjos comerciais. O que a CVM busca evitar é uma estrutura em que o foco do fundo seja o investimento na SCP. Contudo, desde que o fundo seja proprietário do imóvel, essa prática continua viável, e considero importante que o mercado tenha esse entendimento”,** afirma a executiva que teve a operação aprovada.

**“Não realizamos uma consulta formal, mas recebemos uma recomendação distinta de nosso principal assessor. Por isso, nunca utilizamos a estrutura de SCP em investimentos imobiliários”,** contrapõe outro player presente.



# IMÓVEIS EM CONCESSÕES PÚBLICAS

Em relação às concessões públicas, o debate centrou-se nas novas possibilidades abertas por recentes atualizações regulatórias, que permitem que FIs invistam em imóveis de concessão, como galpões logísticos localizados em aeroportos. A aprovação da Portaria 93 pelo Ministério da Infraestrutura, em 2020, e a inclusão de novos dispositivos no Código Civil brasileiro em 2023 foram citadas como marcos importantes que ampliam as possibilidades de exploração imobiliária em áreas de concessão.

Os presentes ressaltam que essas inovações permitem, por exemplo, que contratos de cessão de uso em aeroportos possam ser celebrados por períodos superiores ao da própria concessão, desde que justificada a necessidade para o retorno do investimento.

**“Isso foi algo que trouxe uma segurança e atratividade maior para o mercado imobiliário, e começamos a ver o desenvolvimento, especialmente no mercado de logística, junto a aeroportos, mas entendemos que existe um grupo de imóveis que podem vir a ser investidos desde que superemos algumas barreiras regulatórias, o que já está em progresso”,** afirma o sócio de um escritório de advocacia.

Diante da oportunidade imobiliária, um dos líderes destaca que para os fundos de investimento imobiliário explorarem esses imóveis, é essencial que eles estejam vinculados a um direito real, conforme introduzido no Código de Processo Civil em 2023 a partir da Lei 14.620/2023 (“Lei do Novo Programa Minha Casa, Minha Vida”), com a “emissão provisória na posse”, ampliando as possibilidades de exploração de contratos em áreas concessionadas.

**“Um exemplo prático é uma operação pública onde a expansão do aeroporto foi realizada por meio de uma SPE, com a intenção de que essa SPE seja liquidada para permitir a exploração direta pelo fundo imobiliário. Isso significa que não se trata de um fundo que controla a SPE, mas sim de uma exploração direta do imóvel pelo fundo, com todos os benefícios fiscais que isso proporciona”,** explica uma das líderes presentes.

Os especialistas ainda destacam que as concessões de aeroportos no Brasil geralmente envolvem o uso do imóvel baseado em contratos de cessão de uso, o que tem gerado debates entre corregedorias estaduais e cartórios sobre a possibilidade de registrar tais contratos.

Segundo eles, o ideal seria que as modelagens de concessão pública incluíssem o direito real de superfície, um mecanismo que permitiria maior flexibilidade na exploração de bens públicos, que retornam ao poder concedente ao término da concessão. Apesar de ser amplamente utilizado em projetos logísticos, o direito de superfície raramente é aplicado em concessões públicas, o que, segundo analistas, limita a segurança e previsibilidade para investidores e fundos imobiliários.

Outro grande desafio reside no fato de que muitos dos imóveis públicos não estão regularizados, o que impede o registro formal dos contratos de cessão de uso. Para os executivos, essa é uma nova fronteira a ser desbravada no setor, exigindo uma colaboração mais estreita entre o poder público e o mercado privado para superar as barreiras existentes. **“É um mundo novo para nós”,** afirma uma executiva.

Diferente da visão acerca dos hotéis, há um consenso dos players de que a CVM se debruça com postura mais aberta em relação ao desenvolvimento do setor imobiliário vinculado a concessões públicas.

Entende-se que à medida que essa possibilidade - hoje ainda tratada por lei apenas em âmbito federal - for compreendida como benéfica, é provável que seja replicada também nos níveis estadual e municipal, portanto, nas concessões subnacionais, facilitando o desenvolvimento imobiliário em diversas regiões do Brasil.



GRAND HYATT HOTEL, SÃO PAULO  
29 DE OUTUBRO

Fique por dentro do

# FÓRUM GRI DE FUNDOS IMOBILIÁRIOS 2024



SAIBA MAIS

# O GRI Club

Fundado em 1998, em Londres, o GRI Club reúne atualmente mais de 17 mil executivos seniores espalhados em 100 países, com atuação nos mercados imobiliário e de infraestrutura.

O modelo inovador de discussões do GRI Club permite a livre participação de todos os executivos, fomentando a troca de experiências e conhecimento, o networking e a geração de negócios.

Membros do clube também têm à disposição uma plataforma exclusiva para ver mais informações sobre os executivos e as respectivas empresas, marcar reuniões e acessar de modo irrestrito todos os nossos conteúdos.

Saiba mais sobre o **GRI Club Brazil**



## Robinson Silva

COO & PARTNER

[robinson.silva@griclub.org](mailto:robinson.silva@griclub.org)



## Marina Dias

MANAGING DIRECTOR,  
HEAD OF REAL ESTATE BRAZIL

[marina.dias@griclub.org](mailto:marina.dias@griclub.org)

# GRI *Club*

— REAL ESTATE



—  
**griclub.org**