



RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM
Processo nº 2004/4101 - Audiência Pública 01/2008

Assunto: Minuta de Instrução sobre Fundo de Investimento Imobiliário.

1. Introdução

A minuta objeto da Audiência Pública nº 01/2008 (“Minuta”) trata da constituição, administração, oferta pública de distribuição de cotas, funcionamento e divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário (“FII”). A Minuta visa a atualizar a disciplina dos FII, de modo a aproximá-los dos demais fundos regulados pela CVM e modernizar as regras que regem sua constituição e seu funcionamento.

A Minuta foi colocada em audiência pública entre os dias 15 de janeiro de 2008 e 17 de março de 2008.

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) esta introdução; (ii) lista de participantes da audiência pública; (iii) comentários ao texto da Minuta, separados por artigos; (iv) análise das respostas às questões feitas no edital de audiência pública; (v) comentários genéricos feitos pelos participantes; (vi) comentários relacionados à linguagem; e (vii) apresentação da nova Minuta.

A não ser que de outra maneira esteja indicado, os títulos das seções em que se divide o presente relatório fazem referência aos artigos da Minuta. Sempre que se quiz fazer referência à numeração final da Instrução, usou-se as expressões “atual art. []” ou “art. [] da Instrução”.

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas no processo de audiência pública e a proposta definitiva de Instrução. Seu conteúdo reflete a opinião e as interpretações de tal Superintendência e não necessariamente as da CVM. Este relatório não é aprovado pelo Colegiado ou por outras Superintendências da CVM.



2. Lista de participantes da audiência pública

Participaram da audiência pública:

- i. Associação Brasileira de Bancos Internacionais – ABBI;
- ii. Associação Nacional dos Bancos de Investimento – ANBID;
- iii. Associação Nacional das Corretoras de Valores, Câmbio e Mercadorias - ANCOR
- iv. Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro – ANDIMA;
- v. Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa;
- vi. Caixa Econômica Federal;
- vii. Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil – Previ;
- viii. Campos Mello Advogados;
- ix. CETIP;
- x. Francisco da Costa;
- xi. Grebler Advogados;
- xii. Levy & Salomão Advogados;
- xiii. Morgan Stanley;
- xiv. PriceWaterhouseCoopers;
- xv. Souza Cescon Advogados; e
- xvi. Viktor Kochmanski.

3. Comentários à Minuta

3.1. Definição (art. 2º)

O Campos Mello Advogados propõe a inclusão de lista exemplificativa de empreendimentos imobiliários no **caput** do art. 2º.

Listas exemplificativas em comandos legais são úteis quando um conceito é pouco difundido no mercado e, por isso, o destinatário da norma precisa de exemplos para entender o que o legislador quis alcançar. O termo “empreendimentos imobiliários” já é suficientemente conhecido no mercado e, por isso, a inserção de exemplos é desnecessária.



3.2. Constituição do FII (art. 4º)

O Grebler Advogados propõe que os dados relativos ao registro do regulamento do FII em cartório sejam deixados para momento posterior ao da concessão de autorização de funcionamento. Tal sugestão evitaria custos cartorários de retificação ou de novo registro do regulamento em caso de exigências formuladas pela CVM.

Os dados relativos ao registro do regulamento em cartório de títulos e documentos é requisito estabelecido pela Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, e reproduzido na Minuta. Conforme exposto no Edital de Audiência Pública nº01/2008, um dos objetivos da CVM é tornar as regras dos FII simétricas às dos fundos regulados pela Instrução 409, de 2004, por isso, é indesejável criar esta diferença.

3.3. Autorização para funcionamento (art. 5º)

A ANBID e a ANDIMA sugerem que, a exemplo do que acontece com outros fundos regulados pela CVM, o funcionamento dos FII seja automático, assim que o registro for concedido.

O comentário é pertinente e está refletido na redação da Instrução.

3.4. Registro de oferta de distribuição de cotas (art. 10)

Tendo em vista a possibilidade de subscrição parcial de cotas com cancelamento do lote remanescente, prevista no art. 13 da Minuta, a ANBID, a ANDIMA e a CETIP propõem ajuste na redação do §3º para incluir previsão de eventual cancelamento de cotas.

O comentário é pertinente e está refletido na redação da Instrução.

3.5. Aplicação em títulos federais (arts. 11 e 54 da Minuta – atuais arts. 11 e 46)

A ANBID, a ANCOR, a ANDIMA, a BOVESPA e a CETIP sugerem a manutenção da redação vigente na Instrução CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994, permitindo que as



importâncias recebidas na integralização de cotas, durante o processo de distribuição, bem como a parcela do patrimônio do FII que, temporariamente, por força do cronograma físico e financeiro das obras, não estiver aplicada em empreendimentos imobiliários, possam ser aplicadas em cotas de fundos de renda fixa e/ou em títulos de renda fixa, públicos ou privados. A Minuta permite a aplicação de tais recursos somente em títulos públicos federais.

O comentário é pertinente e está refletido na redação da Instrução.

3.6. Integralização em bens e direitos (art. 12)

3.6.1. §1º

A ANCOR e o Souza Cescon Advogados defendem ajuste na redação do art. 12, §1º da Minuta para que se limite a responsabilidade do administrador do FII às informações que vier a fornecer para a elaboração do laudo de avaliação dos bens e direitos.

A CVM entende que as obrigações do administrador em relação ao laudo de avaliação ultrapassam o mero fornecimento de informações. Os administradores têm a obrigação, depois de elaborado o laudo, de analisá-lo criteriosamente e verificar se dele constam todas as informações necessárias para uma decisão fundamentada, se tais informações são coerentes entre si e suficientes para informar o processo decisório.

Conforme voto proferido por Maria Helena Santana, em 25 de março de 2008, no processo sancionador 25/03, sobre a obrigação de administradores na análise de laudos de avaliação, *“uma vez detectados sinais de alerta que levem o administrador a suspeitar de que algo não está correto, incide sobre ele o dever de investigar esses pontos buscando esclarecimentos até que esteja seguro de que está lidando com a situação corretamente.”*

3.6.2. §2º

A ANBID e a ANDIMA propõem a inclusão, no §2º do art. 12, de referência aos arts. 89 e §2º do 98 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que também tratam de regras de integralização de bens imóveis no capital de sociedades anônimas.



O comentário é pertinente e está refletido na redação da Instrução.

3.7. Prospecto (art. 14)

3.7.1. Necessidade do Anexo III-B

A ANCOR critica a criação do anexo III-B à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, sob o argumento de que se trata de burocracia dispensável, na medida em que o prospecto deve apresentar detalhadamente todos os aspectos inerentes aos ativos que constituirão a carteira do FII. A ANCOR enfatiza que *“o melhor detalhamento de sua política de investimento, a melhor descrição dos imóveis, bem como os dados operacionais ou regime de funcionamento dos fundos devem estar detalhados no regulamento, que é o instrumento de consulta utilizado pelos investidores quando da pesquisa visando o suporte de sua decisão de investimento.”*

Os FII têm características suficientemente específicas para merecer lista diferente de informações obrigatórias em prospectos, em especial, com relação à descrição dos imóveis e dados operacionais. Por isso, o Anexo III-B proposto pela Minuta será mantido.

Quanto ao argumento de que informações constantes do Anexo III-B proposto pela Minuta devam estar no regulamento dos FII que é o instrumento consultado pelos investidores no momento de decisão de investimento, a CVM entende que regulamento e prospecto não têm as mesmas funções. O regulamento é o regimento interno do fundo que traz as regras genéricas de aplicação dos recursos, não contendo, portanto, necessariamente descrição específica dos investimentos. Por sua vez, o prospecto é material comercial para distribuição de cotas do fundo e instrumento de divulgação de informações.

3.7.2. Descrição dos imóveis no Anexo III-B

O Grebler Advogados sugere melhora na informação do prospecto com a inclusão do setor imobiliário em que os recursos serão investidos.



O Anexo III-B, conforme proposto pela Minuta, já exige que o prospecto contenha a descrição do uso e destinação dos imóveis, bem como as espécies de imóveis e direitos passíveis de aquisição pelo fundo. Essas informações parecem suficientes para identificar em que setor imobiliário os ativos do fundo seriam enquadrados.

3.7.3. Aquisição meramente planejada

Em relação ao item 2.1 do Anexo III-B (especificação de quais imóveis pertencem atualmente ao fundo e daqueles cuja aquisição é meramente planejada), a Price entende que seria oportuno definir quais informações deveriam ser apresentadas nessa situação, pois determinadas informações poderiam interferir no valor das transações desses imóveis e prejudicar os negócios do fundo.

O princípio da ampla divulgação de qualquer informação relevante para tomada da decisão de investimento já é consagrado em diversos comandos dos normativos da CVM. Da mesma forma, a CVM reconhece que certas informações podem ser mantidas em sigilo se a sua divulgação ao público colocar em risco o legítimo interesse do emissor. As informações constantes do Anexo III-B estão sujeitas a estes princípios e, por isso, a CVM entende que cabe ao administrador do fundo julgar se as informações sobre plano de aquisições são estratégicas e se sua divulgação pode prejudicar o legítimo interesse dos cotistas do fundo.

3.8. Regulamento (art. 15)

3.8.1. Inciso V

A Caixa entende inútil a previsão de taxa de saída no inciso V, uma vez que os FII são fundos fechados.

Comentário pertinente refletido na Instrução.



3.8.2. Inciso XV (atual inciso XIV)

A ANBID, a ANDIMA e a Price solicitam ajuste na redação do inciso XV em virtude do fundo não poder figurar como empregador.

A atual redação não permite que os FII sejam empregadores. No entanto, para esclarecer a questão, foram feitos ajustes na redação do inciso XV conforme sugerido (atual inciso XIV).

3.8.3. Inciso XVII

A Price sugere a supressão do inciso XVII por entender que não é *“apropriado indicar no regulamento o critério de apuração do valor patrimonial das cotas”* tendo em vista que *“[h]á uma instrução da CVM em vigor (CVM 206) que já define os critérios contábeis a serem adotados pelos FII para apuração do valor patrimonial da cota. O que a nosso ver seria necessário é a atualização concomitante dessa instrução de forma a evitar transtornos ao mercado como um todo e falta de transparência (possibilitando a cada administrador criar regras contábeis a serem seguidas no regulamento do fundo, que nem sempre poderiam ser as mais adequadas).”*

A sugestão de não inclusão do critério de apuração do valor patrimonial das contas no regulamento é pertinente e está refletida na Instrução.

Quanto à proposta de atualização da Instrução CVM nº 206, de 11 de janeiro de 1994, informamos que está em estudo na CVM norma pela qual os fundos de investimento imobiliário passarão a ser regidos por Plano Contábil específico.

3.8.4. Inciso XXI (atual inciso XIX)

A Price defende a supressão do inciso XXI, sob o argumento de que *“não seria a melhor alternativa a obrigatoriedade de indicar as conseqüências tributárias no regulamento do fundo, visto que a cada mudança da legislação tributária (o que tem ocorrido com certa freqüência) seria necessário alterar o Regulamento. Adicionalmente, traçando um paralelo com os fundos regulados pela CVM 409, o aspecto tributário não é abordado no regulamento dos mesmos.”*



A ANBID sugere que a parte final do inciso XXI (“da hipótese que este percentual exceder 25%”) seja suprimida para que não haja necessidade de alteração da Instrução em caso de modificação da regra tributária.

Os comentários são parcialmente pertinentes. O FII é um produto que tem tratamento tributário diferente dos demais fundos e, por isso, é importante que o investidor seja informado a respeito de tal tratamento tributário. A parte final do comando, no entanto, é realmente desnecessariamente específica, por isso, a sugestão da ANBID foi refletida na Instrução.

3.8.5. Inserção de dispositivo (atual inciso X)

A Price sugere que se flexibilize a escolha da data de encerramento do exercício social dos FII, a exemplo do que acontece para os fundos regulados na Instrução CVM nº 409, de 2004, por meio da inserção de um inciso no art. 15 exigindo que o regulamento estabeleça tal data.

Comentário pertinente e refletido na Instrução.

3.9. Competência da assembléia geral (art. 18)

O Grebler Advogados propõe que seja incluído dentre as matérias de competência da assembléia geral de cotistas a remuneração dos administradores e sua alteração.

A remuneração do administrador do FII é estabelecida no regulamento, cuja alteração depende da prévia aprovação da assembléia geral de cotistas (art. 16 da Minuta e art. 43 da Instrução 409, de 2004). O objetivo pretendido pela sugestão já foi alcançado.

3.10. Convocação e instalação da assembléia geral (art. 19)

A Previ ressalta a importância de que os cotistas tenham informações detalhadas sobre as matérias a serem decididas em assembléia e, por isso, sugere que conste da convocação informações detalhadas sobre a ordem do dia.



A CVM entende não ser conveniente aumentar os custos de convocação de assembleia, por isso propõe um caminho intermediário, exigindo que o administrador coloque à disposição dos cotistas os documentos relevantes para o exercício do direito de voto. Este entendimento implica o acréscimo de novo parágrafo ao art. 19 da Minuta, com a seguinte redação:

“§ 3º O administrador do fundo deve colocar todas as informações e documentos necessários ao exercício informado do direito de voto, em sua página na rede mundial de computadores, na data de convocação da assembleia, e mantê-los lá até a sua realização.”

3.11. Quorum das assembleias de cotistas (art. 20)

O Grebler Advogados propõe que, caso parte dos cotistas esteja impedida por conflito de interesses, suas cotas não sejam consideradas como parte da totalidade para a verificação da maioria.

Um dos objetivos da Minuta é aproximar as regras que regem os FII das regras aplicáveis aos demais fundos regulados pela CVM. A aceitação da sugestão traria uma diferença entre as regras do FII e dos demais fundos e por isso, a CVM considera a alteração indesejável no momento.

O parágrafo único do art. 20 da Minuta dispõe que certas matérias serão decididas por, no mínimo, cotistas que representem metade das cotas emitidas. Houve críticas dos participantes a tal comando.

A ANDIMA propõe a revisão do quorum qualificado porque vislumbra uma dificuldade prática no cumprimento da regra.

Na mesma linha, a ANBID argumenta que tal exigência “engessaria” ou possivelmente inviabilizaria “a operação de fundos distribuídos no varejo, com número relevante de cotistas, pois a experiência mostra que somente um percentual ínfimo de cotistas comparece às assembleias, por mais importantes que sejam as matérias da pauta”.

A CVM entende que (i) a participação de investidores nas decisões do fundo contribui



para melhorar sua governança e fiscalização; (ii) o papel da regulamentação é incentivar os administradores a buscar que os cotistas participem ativamente das decisões do fundo ou fiscalizem as atividades dos gestores e administradores; e (iii) os FII são fundos fechados de longo prazo, aos quais os cotistas podem permanecer vinculados por um longo período, o que os aproxima de investimentos em companhias e, por isso, justifica uma maior participação dos cotistas nas decisões do fundo.

A CVM buscou uma solução que estabelecesse o equilíbrio entre, de um lado, a viabilidade de produtos organizados como FII e, de outro lado, os valores mencionados acima. Com esse objetivo, a CVM diminuiu consideravelmente o rol de matérias a serem decididas por, no mínimo, cotistas que representem metade das cotas emitidas, mantendo somente:

- i) Art. 18, inciso II - a alteração do regulamento;
- ii) Art. 18, inciso V - fusão, incorporação, cisão e transformação do fundo;
- iii) Art. 18, inciso IX (atual inciso VIII) - apreciação do laudo de avaliação de bens e direitos utilizados na integralização de cotas ou adquiridos pelo fundo; e
- iv) Art. 34 – atos que caracterizem conflito de interesses entre o fundo e o administrador.

3.12. Impedimento de voto (art. 24)

A Caixa alega que não é necessário impedir que o administrador do fundo vote em assembleias gerais, conforme dispõe o inciso I, tendo em vista que o administrador não pode adquirir cotas do FII, conforme art. 12, inciso IV da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993.

A Lei nº 8.668, de 1993, impede que o administrador compre cotas do FII com recursos do próprio fundo. Nada impede, no entanto, que o administrador seja cotista empregando recursos próprios. Assim, manteve-se a redação original da Minuta.



O Grebler Advogados propõe que as hipóteses de conflito de interesses alcancem situações em que o conflito seja gerado por vínculos contratuais e comerciais com terceiros que recebam contraprestação econômica do cotista proprietário dos bens avaliados.

Tal possibilidade já está regulada adequadamente no §2º do art. 12 da Minuta, que incorpora por referência os dispositivos da Lei nº 6.404, de 1976, inclusive no que se refere a conflito de interesses em assembleias que tratem de aprovação da avaliação dos bens a serem integralizados.

3.13. Serviços relacionados à administração (art. 27)

O Grebler Advogados propõe que seja criada previsão para que o fundo possa investir em prestadoras de serviços na área imobiliária, sob o argumento de que há estudo da *National Association of Real Estate Investment Trusts* comprovando que prestadores de serviços no setor imobiliário têm gerado ganhos operacionais e financeiros significativos para fundos imobiliários americanos. Adicionalmente sugere que o fundo não possa concentrar mais que determinado percentual (20% no caso americano) em cotas de uma mesma prestadora dos serviços.

A CVM entende que o comentário tem maior relação com art. 46 da Minuta (atual art. 45), que trata de quais ativos podem compor a carteira dos FII, e não com o art. 27 que trata da administração dos FII. A CVM entende que os FII poderão se expor a empresas que prestam serviços ligados ao setor imobiliário por meio da atual redação do art. 45, inciso IV, que autoriza os FII a investirem em fundos de investimento setoriais que invistam em construção civil ou mercado imobiliário.

3.14. Registro do administrador como administrador de carteira (art. 28)

A Caixa é contrária à possibilidade de dispensa do registro de administrador de carteira sob o argumento de que tal registro significa uma segurança adicional aos investidores.

O registro de administrador de carteira leva em conta a formação e experiência dos profissionais especificamente em relação ao mercado de valores mobiliários e não há qualquer averiguação relativa ao conhecimento do mercado imobiliário. Por isso, a CVM não acredita que



o registro como administrador de carteira signifique segurança adicional ao investidor do FII.

3.15. Competência exclusiva do administrador (art. 29)

A Bovespa sugere que seja introduzido, no art. 29 da Minuta, um parágrafo dispensando a contratação de serviço de custódia de ativos financeiros para os FII “*que tenham até 5% de seu PL investido em cotas de fundos de renda fixa, ativos financeiros ou outros valores mobiliários*” tendo em vista que tal parcela de ativos já estaria custodiada de outra forma. A dispensa da contratação de custodiante significaria redução de custos para os FII que, em última instância, refletiria em maior rentabilidade para o cotista.

Comentário pertinente e refletido na Instrução, por meio da inserção do § 3º ao art. 29, com a seguinte redação:

“§ 3º *É dispensada a contratação do serviço de custódia para os ativos financeiros que representem até 5% do patrimônio líquido do fundo, desde que tais ativos estejam admitidos à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado ou registrados em sistema de registro ou de liquidação financeira autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM.*”

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.



3.16. Contratação de serviços pelo administrador (art. 31)

A Price sugere que fique expresso se as despesas com a contratação de serviços facultativos seriam custeadas pelo fundo ou deduzidas da remuneração do administrador.

Os serviços contratados em nome do fundo são despesas do fundo. No entanto, o comentário da Price gerou a discussão sobre o art. 29, que trata de algumas despesas que devem ser arcadas pelo fundo e de outras, que devem ser arcadas pelo administrador. Para esclarecer a questão, foi inserido um novo parágrafo com a seguinte redação:

“§ 4º Os custos com a contratação de terceiros para os serviços mencionados nos incisos IV e V serão considerados despesas do fundo; os custos com a contratação de terceiros para os serviços mencionados nos incisos I, II, III e VI devem ser arcados pelo administrador do fundo.”

3.17. Obrigações do administrador (art. 32)

3.17.1. Lista de cotistas (art. 32, inciso VIII; art. 23, § 1º; e art. 44, inciso II)

Estes foram dispositivos que geraram muitos comentários. Para viabilizar o procedimento de pedido de procuração pelos cotistas, bem como permitir que os cotistas se organizem melhor para exercer seus direitos, a Minuta obriga o administrador a fornecer relação nominal de cotistas, quando solicitado.

Alguns participantes, como a ANCOR, simplesmente acreditam que o dispositivo é inadequado, tendo em vista que a lista de cotistas, por ter natureza comercial, é informação que não deve ser dividida com terceiros, além de não ser coerente com as regras dos demais fundos regulados pela CVM.

Outros participantes, dentre os quais a ANBID, a ANDIMA, a BOVESPA e a Caixa, sugerem que, ao invés de fornecer a relação de nomes e endereços de cotistas, o administrador tenha de enviar diretamente a correspondência aos cotistas, mediante solicitação de qualquer cotista, desde que se destine à defesa de direitos ou esclarecimento de situações de interesse pessoal, podendo cobrar o custo do serviço. Para justificar a alteração acima, esses participantes



argumentam que o fornecimento de uma relação nominal de cotistas pode ser interpretada como violação à lei do sigilo bancário e envolve questões de segurança dos cotistas. Além disso, acreditam que a relação com os cotistas, para alguns administradores, é informação comercial estratégica que não deve ser dividida com terceiros, ainda que cotistas.

A alteração do comando implicaria adaptações no art. 32, inciso VIII; no art. 23, § 1º; e no art. 44, inciso II.

A CVM acredita que a regulação de fundos fechados, nos quais o cotista não tem a possibilidade de liquidar seu investimento a qualquer momento e, na maioria das vezes, são fundos de prazo longuíssimo, deve assegurar ao cotista mecanismos efetivos de exercício de seus direitos políticos. Por isso, adotou na Minuta mecanismos similares àqueles aplicáveis a sociedades anônimas.

No entanto, a CVM entende que a lista de cotistas pode ser estratégica para um administrador de fundos e ser seu legítimo interesse protegê-la. Procurando equilibrar esses dois interesses, a CVM fixou uma regra alternativa. De acordo com a Instrução, o administrador, diante de um pedido de lista de cotistas, tem a possibilidade entregá-la ou de ele mesmo mandar o pedido de procuração aos demais cotistas, conforme sugestões recebidas. Se o administrador escolher entregar a lista, os custos de produção dessa lista, se houver, podem ser cobrados do cotista solicitante. Se, protegendo seus interesses, escolher mandar o pedido de procuração, os custos de envio devem ser arcados por ele mesmo. Para refletir esta estrutura, os parágrafos do art. 23 tiveram sua redação adaptada.

Adicionalmente, o Souza Cescon solicita a diminuição do prazo estabelecido no art. 44, inciso II, de 5 para 2 dias, tendo em vista que a assembléia precisa ser convocada com somente 10 dias de antecedência.

A preocupação é pertinente e foi refletida na Instrução por meio da nova redação art. 23, §2º, inciso I.



3.17.2. Serviços de registro e transferência de cotas (art. 32, inciso III, alínea “a”)

A Price comenta que o tratamento dado ao serviço de registro e transferência de cotas no art. 32, inciso III, alínea “a”, *vis-à-vis* o disposto no art. 57, inciso XI, (atual art. 47, inciso XI) da Minuta parece incoerente. De acordo com tal participante, o art. 32, inciso III, alínea “a” menciona que, às expensas do administrador, será prestado o serviço de registro e transferência de cotas e o art. 47 prevê que o serviço de escrituração de cotas é despesa do fundo. Para o participante, estes parecem o mesmo serviço e sugere que seja dado tratamento uniforme, se houver confirmação de que se trata do mesmo serviço.

O art. 32, inciso III, alínea “a” trata da escrituração das cotas, cujos custos são de responsabilidade do administrador e o art. 57, inciso XI (atual art. 47, inciso XI) trata da taxa de custódia de títulos ou valores mobiliários e da prestação de serviços de escrituração de cotas em que o fundo investe. A CVM entende que os dispositivos não são incompatíveis e, por isso, manteve a redação proposta pela Minuta.

3.18. Conflito de Interesses (art. 35 da Minuta - atual art. 34)

A Minuta autorizava o administrador do fundo a realizar negócios em situação de conflito de interesses, desde que tal negócio tivesse sido aprovado pela assembléia de cotistas. A Instrução CVM nº 205, de 1993, simplesmente vedava a realização de tais negócios. Alguns participantes se manifestaram contra a inovação.

A BOVESPA sugere a manutenção do regime contido na Instrução CVM nº 205, de 1993, sob o argumento de que *“mesmo submetidas e aprovadas em assembléias gerais de cotistas, as transações, exemplificativamente listadas na Minuta, não poderiam ser realizadas pelo administrador, pois configuram situação de conflitos de interesses e afrontam diretamente sua obrigação de agir com elevados padrões de diligência, além de provocar um desvio as boas práticas de governança corporativa.”*

De acordo com a ANCOR, *“há situações em que o conflito não pode ser administrado – quando se manifesta deve ser evitado. E esta última é a situação dos administradores de FIIs quando tratam de imóveis de sua propriedade ou de pessoas ligadas. Em se tratando de*



instituições financeiras administradoras de FIIs o conflito é ainda mais grave, por poder envolver bens dados em garantias a empréstimos mal sucedidos. Portanto, nossa posição é a de que as situações de conflito apontadas no novo regulamento não podem ser resolvidas por assembleias gerais.”

A ANBID discorda dos demais participantes. De acordo com a entidade, a Minuta trata a situação de conflito adequadamente: *“a nosso ver, a melhor forma de regular esse aspecto seria a introdução de mecanismos que minorem ou eliminem os conflitos sem reduzir a esfera de decisão do administrador, os quais já vêm sendo usados em todo o mundo, como por exemplo: a segregação de atividades, a explicitação do conflito para os investidores, maior transparência nas operações, entre outros. Esta, como é de conhecimento da CVM, é uma bandeira que a ANBID sempre defendeu.”*

A CVM entende que a Lei nº 8.668, de 1993¹, veda ao administrador do fundo realizar negócios em situação de conflito de interesses, mas não veda à assembleia de cotistas a análise e a aprovação de tais negócios. Desta forma, entende que o proposto pela Minuta é juridicamente compatível com o disposto na Lei nº 8.668, de 1993.

No entanto, em função das manifestações de diversos participantes, muitos deles administradores de fundos imobiliários, embora não tenha vedado terminantemente os negócios em situação em que exista conflito de interesses entre administrador e fundo, tornou seu processo de aprovação mais rigoroso.

A atual redação do art. 34, combinada com o art. 20, parágrafo único, da Instrução exige que tais atos sejam especificamente aprovados, em assembleia geral previamente à realização do negócio, por cotistas que representem, no mínimo, metade das cotas emitidas, e que os cotistas estejam informados a respeito da situação de conflito.

3.19. Vedações ao administrador (art. 36 da Minuta – atual art. 35)

¹ Lei no. 8.668, de 1993:

Art. 12. É vedado à instituição administradora, no exercício específico de suas funções e utilizando-se dos recursos do Fundo de Investimento Imobiliário:

(...)

VII - realizar operações do fundo quando caracterizada situação de conflito de interesse entre o fundo e a instituição administradora, ou entre o fundo e o empreendedor.



A ANBID propõe que seja permitida a aplicação de recursos dos FII no exterior em modalidades autorizadas pela CVM.

O art. 12, inciso III da Lei nº 8.668, de 1993, veda expressamente os FII de aplicarem recursos captados no país em ativos localizados no exterior. A sugestão não foi incorporada à Minuta.

A ABBI, a ANBID e a ANDIMA propõem que sejam permitidas as operações com derivativos para fins de proteção patrimonial (*hedge*), conforme já autorizado em outras modalidades de fundos de investimento.

O comentário é pertinente e foi refletido na Instrução. Para tanto, as redações dos arts. 15, 35 e 45 foram adaptadas.

3.20. Informações periódicas (art. 40 da Minuta – atual art. 39)

3.20.1. Prazos

Vários participantes sugeriram alterações relacionadas a prazos propostos pela Minuta, em geral, para aproximá-los dos prazos da Instrução nº 409, de 2003:

- i) art. 40, inciso I, alínea “c” – a ANBID, a ANDIMA e a BOVESPA sugerem que as informações sobre andamento das obras sejam entregues trimestralmente e não mensalmente como propõe a Minuta, sob o argumento de que o andamento das obras dificilmente apresentará alterações significativas de um mês para outro;

Tendo em vista que quaisquer fatos que possam influenciar as decisões de investimento ou desinvestimento serão divulgados na forma de fato relevante, a CVM decidiu aceitar a sugestão.

- ii) art. 40, inciso I, alínea “d” – a ANBID e a ANDIMA sugerem que as informações sobre demandas judiciais ou extrajudiciais propostas na defesa dos direitos de



cotistas ou desses contra a administração do fundo sejam entregues semestralmente e não mensalmente como propõe a Minuta, sob o argumento de que tais demandas dificilmente apresentariam alterações significativas de um mês para outro;

Tendo em vista que quaisquer fatos que possam influenciar as decisões de investimento ou desinvestimento serão divulgados na forma de fato relevante, a CVM decidiu aceitar a sugestão.

- iii) art. 40, inciso II, alínea “c” – a ANBID, a ANDIMA, a Caixa e a Price sugerem que o parecer dos auditores independentes seja entregue anualmente e não semestralmente como propõe a Minuta, sob o argumento de que este é o padrão de relatórios apresentados para os demais fundos regulados pela CVM;

Sugestão pertinente e refletida na Instrução.

- iv) art. 40, inciso II – a ANBID e a Price sugerem que o prazo de 60 dias proposto pela Minuta para entrega das informações semestrais seja alterado para 90 dias, com o objetivo de uniformizá-lo com os prazos dos fundos regulados pela Instrução CVM nº 409, de 2004;

Sugestão pertinente e refletida na Instrução.

3.20.2. Investimento relevante (art. 40, § 2º, inciso III, alínea “c” da Minuta – atual art. 39, § 2º, inciso III, alínea “c”)

Sob o argumento de que os FII deixarão de ser instrumentos que aplicam seus recursos em um único ativo e passarão a ter diversos imóveis, a ABBI propõe que somente sejam objeto de avaliação os ativos que representem, na data da respectiva avaliação, 10% (dez por cento) do valor total do patrimônio do FII.

A ANBID, a ANDIMA, e a BOVESPA sugerem que a informação sobre o valor de mercado dos ativos seja prestada com base na última informação disponível, sob o argumento de



que os valores não apresentam variações significativas de um ano para outro e de que o custo e as dificuldades para a realização de um laudo de avaliação são bastante relevantes.

Os FII investem primordialmente em ativos ilíquidos, cuja única forma de aferição do valor é a avaliação. Deixar de exigir avaliações de todos os ativos pode causar distorções substanciais no valor e na importância proporcional de cada ativo para o patrimônio do fundo.

No entanto, a CVM entende que a avaliação pode acarretar custos relevantes e que alguns ativos, como apontado pelos participantes, não apresentarão variação significativa em seus valores de mercado no período de 1 ano. Por isso, é razoável que uma nova avaliação seja dispensada. Caberá, no entanto, ao administrador do fundo, sempre baseado num padrão de conduta diligente e leal, determinar a periodicidade em que os ativos da carteira serão avaliados.

Tendo em vista estas considerações, a CVM aceitou a sugestão da ANBID, da ANDIMA, e da BOVESPA para que a informação sobre o valor de mercado dos ativos seja prestada com base na última informação disponível, mas rejeitou a da ABBI, certa de que tal alteração deve atender também as preocupações da ABBI com os custos de avaliação.

3.21. Voto eletrônico (art. 41 da Minuta – atual art. 40)

O Grebler Advogados sugere que a Minuta preveja o voto eletrônico e faz uma série de recomendações a respeito de sua forma.

A CVM vem estudando a possibilidade de voto eletrônico em assembleias de companhias abertas. A sua intenção é regular a matéria porque acredita que esta é uma das formas mais baratas e eficientes de incentivar a participação dos investidores nas decisões dos investidos, melhorando a estrutura de governança desses veículos de investimento. No entanto, a CVM ainda não terminou sua análise e, por isso, o assunto não está sendo discutido no âmbito da Minuta.



3.22. Prazos para o envio de extratos e comprovante relativo ao IR (art. 44 da Minuta – atual art. 43)

A Price nota que a Minuta não estabelece prazos para as obrigações previstas nos incisos III (semestralmente, o extrato da conta de depósito a que se refere o art. 7º, acompanhado do valor do patrimônio do fundo no início e no fim do período, o valor patrimonial da cota, e a rentabilidade apurada no período, bem como de saldo e valor das cotas no início e no final do período e a movimentação ocorrida no mesmo intervalo, se for o caso) e IV (anualmente, informações sobre a quantidade de cotas de sua titularidade e respectivo valor patrimonial, bem como o comprovante para efeitos de declaração de imposto de renda).

O comentário é pertinente e foram inseridos os prazos de 30 dias para o cumprimento do inciso III e até 30 de março para o cumprimento do IV.

3.23. Arbitragem regulatória entre FIDC, CRI e FII (art. 46 a 48 da Minuta)

Há algumas manifestações contrárias à possibilidade dos FII investirem em créditos imobiliários. Participantes alegam que (i) tal permissão daria espaço para arbitragem regulatória entre CRI, FIDC e FII; e (ii) o CRI e o FIDC são instrumentos mais apropriados para estruturar fundos de recebíveis.

A ANDIMA propõe a exclusão de créditos imobiliários do rol de ativos que podem compor as carteiras dos FII, para evitar a arbitragem regulatória entre FIDC, CRI e FII.

A BOVESPA argumenta que *“há um desvio de finalidade e sobreposição sobre os Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC, os quais são estruturados com filtros e controles de enquadramento mais específicos e eficazes para a aquisição e gestão de uma operação envolvendo carteira de recebíveis.”*

O resultado da discussão acima deveria ser refletido no art. 46, inciso VII, da Minuta que permite que a carteira dos FII seja composta de créditos imobiliários originados da aquisição ou locação de imóveis, bem como em outros artigos que tratam de assuntos correlatos.



A CVM concorda com o argumento apresentado pelos participantes de que FIDC e CRI são instrumentos mais adequados a administrar carteiras de recebíveis e, por isso, decidiu eliminar o inciso VII do art. 46 da Minuta, bem como os arts. 47 e 48, que tratavam de limites de concentração de carteira nos casos em que a política de investimento autorizasse a aquisição de créditos imobiliários.

3.24. Letras hipotecárias e letras de crédito imobiliário (art. 46 da Minuta – atual art. 45 - novos incisos)

Diversos participantes, entre eles a ANBID e a BOVESPA, apontaram que as letras hipotecárias e as letras de crédito imobiliário, títulos tipicamente do mercado imobiliário, deixaram de constar da lista de ativos em que os FII podem investir seus recursos.

O comentário é pertinente e está refletido na Minuta.

3.25. Adiantamento de custos (art. 46, § 1º da Minuta - atual art. 45, § 1º)

Sob o argumento de que projetos de construção começam pela aquisição do terreno e pelo teste comercial, a ANBID sugere que sejam incluídos nos adiantamentos que o FII pode fazer ao empreendedor, além dos custos de obra, os recursos para a aquisição do terreno e para o financiamento do lançamento comercial. No mesmo sentido, a ANDIMA propõe alterar a expressão “custo de execução da obra” para “custo de desenvolvimento do empreendimento”, justamente para englobar os custos do lançamento do projeto.

Os comentários são pertinentes e a redação do dispositivo foi ajustada para contemplá-los.

3.26. Divisão dos FII em classes (art. 49 a 53 da Minuta)

Há muitos comentários sobre a divisão dos FII em classes.

A BOVESPA defende que a proposta de classificação da Minuta “*não abrangerá todas as alternativas possíveis, principalmente pelas características dinâmicas do setor imobiliário, bem*



como não possibilitará a mensuração de riscos por parte dos investidores” e, por isso, sugere a exclusão dos arts. 49 a 53 da Minuta.

A ANBID entende que “[a] tentativa de enquadrar estes fundos em três categorias pode não abranger todas as operações existentes ou a estruturar, e ‘engessar’, ao invés de fomentar o mercado.” A ANBID se compromete a elaborar uma classificação em sua auto-regulação se a CVM entender necessário.

A CETIP argumenta que as subdivisões propostas “poderiam meramente reproduzir estruturas já existentes em instrumentos de captação de recursos disponíveis no mercado imobiliário” e, por isso, não seriam úteis.

A ANDIMA sugere que se elimine a classificação por conta da dificuldade em se definir o momento de maturação do projeto e por não vislumbrar qualquer utilidade na classificação em termos de identificação de risco. Entende ainda que a classificação dos FII neste momento seria prematura tendo em vista que os FII passarão a poder investir em diversos ativos que a regra atual não permite, sendo, por isso, preferível aguardar o amadurecimento desse novo modelo para propor classificações.

No mesmo sentido, a ANCOR e o Campos Mello Advogados defendem que a classificação dos FII, conforme proposto, pode diminuir o dinamismo que a Minuta visa a imprimir à regulação dos FII, limitando a capacidade de ajustes dos FII às inovações do mercado.

A Price considera a divisão proposta pela Minuta desnecessária.

O Souza Cescon considera bastante útil a divisão dos FII em classes, tanto em relação ao estágio de maturação dos ativos quanto em relação ao perfil de investimento do fundo em ativos de geração de renda e ativos de geração de lucro imobiliário.

A Caixa sugere classes distintas das propostas na Minuta, quais sejam: (i) Fundos para Exploração (principalmente de aluguéis) e (ii) Fundos para Incorporação (ganho na compra e venda, incorporação, retrofit, etc).



Em geral, os participantes alegam que a divulgação da política de investimento, com a descrição do perfil dos empreendimentos no regulamento e no prospecto do FII, é suficiente para a identificação de risco pelo investidor.

A divisão proposta na Minuta era uma tentativa de padronizar a nomenclatura dos FII, informando ao investidor, por meio do nome do fundo, a que tipo de riscos ele estaria sujeito. No entanto, a CVM não quer limitar as estratégias de FII. Tendo em vista que os participantes acreditam que a divisão em classes causa tal limitação, retirou-se da Minuta a classificação proposta.

A divisão dos FII em classes está tratada nos arts. 49 a 53 da Minuta e, portanto, a decisão de retirar as classes inicialmente propostas implica eliminação de tais artigos, além de diversas alterações no texto de toda a Minuta, para retirar ou adaptar menções às diversas classes de FII.

3.27. Prazo para enquadramento (art. 55 da Minuta)

A ANCOR comenta que em relação “*ao ajuste da carteira em caso de desenquadramento dos limites de concentração da carteira, entendemos que o prazo estabelecido é muito curto, pois, afinal, podemos estar tratando com ativos de menor liquidez que os valores mobiliários em geral. Portanto, algo como 90 dias seria um mínimo razoável para se proceder aos ajustes necessários a cada situação, podendo ser prorrogado por solicitação justificada à CVM.*”

Tendo em vista que a Instrução não prevê mais a divisão dos FII em classes com diferentes limites de investimento, não é mais necessário haver regras de enquadramento. O art. 55 foi retirado da Instrução.



3.28. Encargos dos FII (art. 57 da Minuta - atual art. 47)

3.28.1. Inciso IV

A Price sugere que, ao invés de os custos com distribuição primária de cotas serem tratados como despesas do fundo, seria mais apropriado considerar tais custos diretamente no patrimônio líquido, como redução do valor integralizado das cotas.

O comentário é pertinente e será tratado pela Superintendência de Normas Contábeis da CVM em alteração da Instrução nº 206, de 14 de janeiro de 1994, sobre normas contábeis aplicáveis às demonstrações financeiras dos FII.

3.28.2. Inciso XII

A Price sugere que se esclareça se os custos com avaliação de bens a serem transferidos para os FII para integralização de cotas devem ou não ser arcados pelo fundo.

A CVM entende que é mais adequado que o regulamento estabeleça quem arcará com tais custos, tendo em vista que, algumas vezes, será de interesse estratégico do fundo a aquisição de certo imóvel e, por isso, nada mais natural que ele arque com tais custos. Da mesma forma, às vezes, o cotista pode ter interesse maior na integralização do imóvel e, por isso, é razoável que ele seja responsável pelos custos de avaliação. Cabe ao regulamento do fundo estabelecer critérios, podendo inclusive deixar que o administrador julgue quando é oportuno para o fundo arcar com despesas de avaliação.

3.28.3. Taxas de ingresso e saída (inserção de inciso)

A ANBID e a ANDIMA sugerem inclusão de inciso prevendo que taxas de ingresso e saída aplicáveis aos investimentos dos FII em outros fundos sejam consideradas como encargos do fundo.

O comentário é pertinente e a sugestão foi refletida na Instrução.



3.28.4. Despesas com terceirização dos serviços do administrador (inserção de novo §)

A Caixa solicita que sejam expressamente incluídas como encargos do fundo as despesas previstas no art. 29, incisos I (manutenção de departamento técnico habilitado a prestar serviços de análise e acompanhamento de projetos imobiliários), II (atividades de tesouraria, de controle e processamento dos títulos e valores mobiliários) e VI (gestão dos valores mobiliários integrantes da carteira do fundo) quando estes não forem prestados pelo administrador.

O comentário da Caixa é parcialmente pertinente. A CVM concorda que é conveniente esclarecer quais despesas podem ser atribuídas ao fundo e quais devem ser suportadas pelo administrador. No entanto, as atividades previstas nos incisos I, II e VI do art. 29 são inerentes à administração do fundo e deveriam ser prestadas diretamente pelo o administrador ou arcadas por ele. Para esclarecer quais custos relativos à contratação de serviços indicados no art. 29 podem ser atribuídos ao fundo e quais devem ser pagos pelo administrador, caso ele resolva contratar terceiros para desempenhá-los, inseriu-se o § 4º no art. 29, com o seguinte conteúdo:

“§ 4º Os custos com a contratação de terceiros para os serviços mencionados nos incisos IV e V serão considerados despesas do fundo; os custos com a contratação de terceiros para os serviços mencionados nos incisos I, II, III e VI devem ser arcados pelo administrador do fundo.”

3.29. Fusão, incorporação ou cisão (art. 58 da Minuta - atual art. 58, §2º)

A Price sugere a uniformização do art. 58 com o art. 102 da Instrução CVM nº 409, de 2004.

O comentário é parcialmente pertinente. O comando do art. 102 da Instrução CVM nº 409, de 2004 será incorporado à Instrução, mas também é necessária a reavaliação de imóveis relevantes caso já tenham decorrido mais de 3 meses desde a última avaliação. A Instrução foi alterada para exprimir tal entendimento.



3.30. Liquidação (art. 60 da Minuta - atual art. 50)

A Price sugere a uniformização do art. 60 com o art. 106 da Instrução CVM nº 409, de 2004, no que se refere à auditoria e às notas explicativas.

O comentário é pertinente e foi incorporado à Instrução, resultando em novo parágrafo.

3.31. Sociedades de propósito específico (art. 63 da Minuta - atual art. 54)

A ABBI descreve a estrutura clássica dos empreendimentos imobiliários, que envolvem a constituição de sociedades de propósito específico. Em muitos casos, tais sociedades não se caracterizam como investidores qualificados nos termos da Minuta. Para viabilizar certas estruturas em que tais sociedades seriam cotistas do FII, a ABBI propõe que as sociedades de objeto específico sejam autorizadas a adquirir cotas de FII destinado a investidores qualificados sempre que sejam controladas por investidores qualificados.

A CVM deseja viabilizar estruturas que possam ser mais adequadas à consecução dos fins do FII. No entanto, para assegurar que as sociedades de propósito específico não sejam utilizadas como meio para que investidores não-qualificados tenham acesso a fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados, a CVM resolveu permitir que sociedades de propósito específico sejam cotistas dos FII destinados a investidores qualificados, desde que todos os seus sócios sejam investidores qualificados. Para tanto, foi inserido novo parágrafo com a seguinte redação:

*“§ 3º Serão consideradas investidores qualificados, sociedades de propósito específico cujos sócios sejam investidores qualificados, nos termos do **caput**.”*

3.32. FII destinados a investidores qualificados (art. 64 da Minuta - atual art. 55)

3.32.1. Inciso I



O Campos Mello Advogados entende ser conveniente a extensão a todos os FII, não somente àqueles destinados a investidores qualificados, da possibilidade de integralização em títulos e valores mobiliários.

Conforme mencionado, a Minuta procura harmonizar as normas dos FII aos fundos regulados pela Instrução CVM nº 409, de 2004. Naquele caso, somente os fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados podem receber integralização de cotas subscritas em títulos e valores mobiliários (art. 110, inciso I). Ademais, os FII, por investirem em imóveis, atraem investidores mais conservadores. A Minuta tenta buscar o equilíbrio entre a modernização do produto e a conservação de suas características. Por isso, apesar de flexibilizar e modernizar vários mecanismos que determinam o funcionamento dos FII, adotou uma postura mais cautelosa em relação à governança do fundo e às suas regras de investimento. A CVM acredita que esta postura mais cautelosa é compatível com a natureza dos FII. Por essas razões, a CVM decidiu não aceitar a sugestão.

3.32.2. Inciso IV

A ANCOR discorda da dispensa de laudo de avaliação em FII destinados a investidores qualificados por duas razões: (i) os investidores são considerados qualificados em função do valor disponível para investimento e não por um conhecimento especial acerca do mercado imobiliário; (ii) caso as cotas do FII venham a ser adquiridas por terceiro, a existência de laudo de avaliação daria maior segurança ao potencial comprador.

A CVM acredita que investidores qualificados, atuando no mercado primário ou secundário, têm condições de avaliar os riscos inerentes à dispensa de laudos de avaliação. Por isso, a CVM não aceitou a sugestão.

3.32.3. Inciso VI

A ANBID, a ANDIMA e a BOVESPA entendem que a Minuta restringe os direitos especiais que poderão ser criados em FII destinados exclusivamente a investidores qualificados somente a alguns aspectos econômicos. De acordo com tais participantes, seria adequado



oferecer maior flexibilidade. A proposta é que tais direitos abranjam tanto aspectos econômicos quanto políticos, como já ocorre nos fundos de investimento em participação.

A CVM entende que a questão é pertinente e deve ser estudada pela casa de maneira mais ampla, de modo a ser adotada por todos os fundos estruturados e não somente pelos FII. No entanto, o estudo de quais direitos políticos poderiam ser distintos ainda não está terminado e a CVM entende não ser oportuno alterar suas regras antes de ter chegado a um consenso a respeito da matéria. Por isso, a Minuta não foi alterada.

3.33. Correspondência eletrônica (art. 71 da Minuta - atual art. 65)

A Caixa solicita a previsão de que a instituição intermediária encaminhe ao administrador a autorização do cotista para que as comunicações com ele sejam feitas por correio eletrônico, quando as cotas passarem a ser negociadas no mercado secundário, mediante a inserção da seguinte redação no § 1º “[c]umprir à instituição intermediária encaminhar ao administrador o envio da referida autorização quando da negociação no mercado secundário.”

Na vida de um fundo de investimento, os deveres típicos de um intermediário são relacionados à distribuição das cotas. A comunicação a que se refere o comando em discussão está relacionada ao funcionamento do fundo e não à distribuição de cotas e, por isso, a Minuta não foi alterada.

4. Respostas dos participantes às perguntas feitas no edital

No edital de audiência pública, a CVM colocou as algumas perguntas para o mercado cuja descrição e respostas respectivas se encontram abaixo.

4.1. Separação entre administração e gestão

No edital, a CVM manifestou seu entendimento de que a Lei nº 8.668, de 1993, impede a segregação entre as atividades de administração e gestão dos ativos imobiliários do FII. Por essa razão, a Minuta, no art. 29, inciso IV, estabelece que apenas os valores mobiliários integrantes da carteira do fundo podem ser geridos por pessoa diferente do administrador, desde que autorizada



pela CVM para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários. A CVM pediu a opinião do mercado a respeito dessa interpretação da Lei nº 8.668, de 1993. Somente a ANBID e a BOVESPA responderam a esta pergunta, concordando com a interpretação da CVM.

4.2. Definição do termo empreendedor

A Instrução CVM nº 205, de 14 de janeiro de 1994, utiliza repetidamente a expressão “empreendedor”. O conteúdo deste termo, porém, não é definido na referida Instrução ou na Lei nº 8.668, de 1993. Tanto a Lei nº 8.668, de 1993, quanto a Instrução CVM nº 205, de 1994, ao usar a expressão “empreendedor”, parecem se referir ora ao construtor, ora ao incorporador e, na maioria dos casos, a um terceiro. O Edital dizia que a CVM estava estudando a possibilidade de definir o termo “empreendedor” e pediu a opinião e colaboração do mercado para tanto.

Houve seis manifestações sobre esta questão. Os participantes ANBID, ANCOR, ANDIMA, BOVESPA e Souza Cescon acreditam que tal definição não é necessária, pois o mercado convive com o conceito de empreendedor há anos, sem qualquer definição, e não há problemas em sua aplicação.

O Campos Mello Advogados sugere a seguinte definição: “[e]mpreendedor é a pessoa, física ou jurídica, que desenvolva suas atividades com o objetivo de analisar, promover, viabilizar, implementar ou explorar comercialmente projetos de natureza imobiliária, na qualidade de construtor, incorporador imobiliário conforme definido na Lei 4.591/64 (incluindo as pessoas a ele equiparadas nos termos da referida lei), ou de empreendedor ou investidor com foco no desenvolvimento de atividades integrantes do setor imobiliário.”

Tendo em vista que a maioria dos participantes acredita que a definição do termo “empreendedor” é desnecessária, não foi incluída qualquer tentativa de definição na Instrução.

4.3. Alavancagem

O art. 36, inciso III, da Minuta veda a possibilidade de o FII contrair ou efetuar empréstimos, exceto quando autorizado pela CVM, como já ocorre para os demais fundos



regulados pela CVM. A CVM perguntou ao mercado sobre a conveniência de permitir que os FII contraíssem empréstimos, expondo suas preocupações sobre a responsabilidade dos cotistas em caso de eventual patrimônio negativo e a impossibilidade legal dos FII darem seus ativos em garantia.

Seis participantes manifestaram suas opiniões a respeito do tema, das quais cinco são favoráveis e uma é contrária. Cabe notar que mesmo aqueles que acreditam que a possibilidade de alavancagem seja positiva para os FII, admitem que é necessário um extenso debate antes de sua implementação, e que talvez não seja adequado fazê-lo no âmbito desta audiência pública.

A BOVESPA é contra a alavancagem em FII, pois a prática implica risco demasiado para esse segmento, que é muito direcionado a pessoas naturais. Adicionalmente, a Bovespa entende que os FII *“ainda não alcançaram um estágio suficiente de maturação que permita aos investidores compreenderem e absorverem os riscos que envolvem essa alternativa.”*

A ABBI propõe que a contratação de dívida seja admitida, inicialmente, exclusivamente para os FII destinados a investidores qualificados e super qualificados. Adicionalmente alerta para o fato de que *“a possibilidade de contratação de empréstimos traz como consequência natural a necessidade de oferecimento de garantias”*.

A ANBID é, em princípio, favorável a alavancagem, mas entende que *“tal possibilidade deve ser amplamente debatida para se verificar a melhor forma de implementá-la, e que a emissão desta nova Instrução não deveria esperar por tal debate.”* A proposta da ANBID é que a CVM lidere um grupo de discussão sobre o assunto.

O Grebler Advogados gostaria de ver a possibilidade de alavancagem refletida na Minuta. No entanto, acredita que *“o fundo deve limitar o montante dos empréstimos a determinado múltiplo dos fluxos de caixa (interest cover rate)”*. Por fim, sugere que os parâmetros da regulação sejam estabelecidos após discussão com os participantes do mercado.

O Souza Cescon defende que a possibilidade de alavancagem nos FII é *“benéfica, não apenas por trazer mais flexibilidade ao Fundo no que tange ao desenvolvimento de seus empreendimentos, mas também por possibilitar aos quotistas do Fundo obterem maiores retornos sobre os seus investimentos.”* Adicionalmente, sugere que se limite a responsabilidade



do cotista sobre eventual saldo negativo do FII, na Minuta, para minimizar os riscos do investidor. No entanto, considera essencial que o FII possa onerar seus ativos em garantia dos credores, sob pena de impossibilitar a obtenção de financiamentos, prática que é proibida pela Lei nº 8.668, de 1993.

O Campos Mello Advogados, embora concorde com as ponderações prudenciais da CVM a respeito da alavancagem, acredita que em um futuro próximo o mercado brasileiro estará maduro para que a contratação de empréstimos por fundos de investimento não represente um risco tão considerável de aumento de volatilidade das cotas.

A CVM concorda que alavancagem em fundos de investimento pode ser benéfica e ajudar o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários no Brasil. No entanto, esse é um assunto delicado que implica a averiguação cuidadosa de muitos riscos, tanto para o investidor quanto para o sistema e, por isso, precisa ser discutido amplamente. A CVM concorda com a ANBID que a regulação de FII não pode esperar que tal discussão mature e, por isso, decidiu manter seu padrão regulatório e proibir que os FII contratem empréstimos.

4.4. Capital autorizado

A CVM também perguntou ao mercado sobre a possibilidade de se introduzir um mecanismo semelhante ao de capital autorizado das companhias abertas para os FII, *vis-à-vis* a possibilidade de emissão de cotas em séries, já prevista no art. 11, §1º da Minuta. A CVM perguntou especificamente se a emissão em séries tornaria desnecessário o mecanismo de capital autorizado. Sete participantes responderam à questão proposta pela CVM. Todos foram a favor da inovação, basicamente, sob o argumento de que o mecanismo facilitaria e tornaria mais ágil a emissão de novas cotas.

O Levy & Salomão defende que, para facilitar a emissão de cotas pelo FII, poderiam ser utilizados mecanismos já existentes na regulação de outros fundos como: (i) as chamadas de capital com compromisso de investimento, nos moldes da Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003; e (ii) emissão de novas cotas até o limite estabelecido no regulamento, nos moldes da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001.



Tendo em vista as manifestações dos participantes e as similaridades entre os investimentos dos FII (investimentos com baixa liquidez, de médio e longo prazo) e a dos fundos de investimento em participação, a CVM decidiu acrescentar na Instrução dispositivos que permitam chamadas de capital nos mesmos moldes previstos na Instrução CVM nº 391, de 2003.

Para tanto, foram acrescentados os parágrafos 3º, 4º e 5º ao art. 11, criando a figura do compromisso de investimento, nos moldes já existentes na Instrução CVM nº 391, de 2003. Acrescentou-se também um inciso ao art. 15 da Instrução, que trata do conteúdo do regulamento, exigindo que as regras e prazos para chamadas de capital estejam previstas no regulamento.

4.5. Fundos de investimento em cotas de FII

A Minuta não contempla a possibilidade de serem constituídos Fundos de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento Imobiliário (“FICFII”). No entanto, a CVM perguntou no edital de audiência pública sobre a conveniência de autorizar os FICFII. Oito participantes responderam a esta questão.

A ANCOR, a ANDIMA, a BOVESPA e o Souza Cescon consideram desnecessária a previsão, tendo em vista que os FII já estão autorizados a investir em cotas de FII. O Souza Cescon acrescenta *“somente na hipótese de exclusão dessa disposição da norma é que se faria necessária a figura do FIC. Contudo, em benefício da uniformização das normas dos FIIs às normas dos demais fundos de investimento, esta Autarquia poderia excluir tal possibilidade de investimento em quotas de FII e, então, criar os FIC-FIIs. Cabe ressaltar que esta Autarquia já se manifestou no sentido de que FIDCs não podem investir em quotas de FIDCs uma vez que os FICFIDCs foram criados especificamente com esse objetivo. O mesmo entendimento poderia ser aplicado aos FIIs.”*

A ABBI, a ANBID, a Caixa e o Grebler Advogados entendem que a criação dos FICFII é benéfica. A ABBI cita como um dos benefícios, o fato de que o FICFII traria liquidez às cotas de FII. A ANBID sugere a seguinte redação para o comando que autorizaria os FICFII:



“Será permitida a constituição de fundos para investir em Fundos de Investimento Imobiliário, denominados Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento Imobiliário.

Parágrafo único. Os Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento Imobiliário deverão seguir as regras gerais desta Instrução e aplicar, no mínimo, 90% (noventa por cento) de seu patrimônio em cotas de Fundos de Investimento Imobiliário.”

A Comissão entendeu não ser necessária no atual estágio a criação do fundo de cotas, dada a expressa autorização para a aquisição de cotas de FII.

5. Outras questões

Além dos comentários ao texto da Minuta e de respostas às questões colocadas pelo edital de audiência pública, alguns participantes fizeram comentários e sugestões genéricos, cuja descrição segue abaixo:

- i) a ABBI sugere que se criem FII destinados a investidores super qualificados;

A CVM tem se esforçado para harmonizar suas normas evitando a criação de definições diferentes em diferentes instruções. Reconhece-se que em algumas instruções há uma figura que parece ser um investidor super qualificado, pois dele se exige mais do que é exigido do investidor considerado qualificado pela Instrução CVM nº 409, de 2004. No entanto, a CVM está no processo de discussão interna de harmonização dessas definições e entende que não é oportuno ou conveniente criar, neste momento, uma nova classe de investidores.

- ii) a ANBID sugere regra de transição com o seguinte conteúdo:

“Dentro do prazo de adaptação previsto no art. 75 desta Instrução, os administradores de fundos de investimento imobiliários voltados ao público-alvo em geral poderão, mediante aprovação em assembleia



geral, transformá-los em fundos de investimento imobiliários direcionados exclusivamente a investidores qualificados, desde que a alteração de regulamento seja devidamente comunicada aos cotistas, com clareza e destaque, no prazo do art. 42, II.

§ 1º A transformação prevista no caput deste artigo só será eficaz 30 (trinta) dias após a sua comunicação aos cotistas.”

A CVM entende que esta é uma questão que já foi tratada contratualmente entre os atuais cotistas e os administradores dos FII em funcionamento e que, portanto, qualquer alteração no regulamento do FII deve ser tratada conforme tais contratos (regras estabelecidas nos regulamentos), não sendo conveniente que a CVM interfira nesses acordos já firmados.

6. Alterações de linguagem

As sugestões sobre linguagem, clareza ou estilo, quando atendidas, foram inseridas diretamente no texto sem discussão no presente relatório.

7. Nova proposta de instrução

A minuta incorporando as sugestões acima descritas segue anexa a este relatório.

Original assinado por

LUCIANA DIAS

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado