

OF. DIR – 016/2012

São Paulo, 11 de maio de 2012

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

At: Ilma. Sra. Flavia Mouta Fernandes  
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

**Ref.: Audiência Pública SDM nº 02/2012 – Contratação de Formador de Mercado em cotas de Fundos de Investimento Imobiliário.**

Prezados Senhores:

A ANBIMA e a Câmara Consultiva do Mercado Imobiliário da BM&FBovespa congratulam com a CVM por mais essa iniciativa, que visa ao aperfeiçoamento da regulação do mercado de Fundos de Investimentos Imobiliários. Agradecemos ainda pelo atendimento ao pleito efetuado anteriormente pela ANBIMA, por meio do Ofício 03/11, enviado em março de 2011, com a proposta de alteração da Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a oferta pública de cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (“FII”), visando à inclusão da possibilidade de o Administrador do FII contratar, sob encargos do FII, formador de mercado para atuar promovendo a liquidez das cotas de FII em mercado secundário.

Com o objetivo de contribuir para o aprimoramento da regra dos FIIs, a ANBIMA e a BM&FBovespa reuniram, respectivamente, o Comitê de Produtos Financeiros Imobiliários e a Câmara Consultiva do Mercado Imobiliário, ambos fóruns de discussão que contam com representantes de instituições administradoras de FII, estruturadores e distribuidores, para propor as seguintes alterações à minuta de instrução trazida a público por meio do Edital de Audiência Pública SDM nº 02/12, alterações estas que julgamos de extrema importância, as quais seguem descritas abaixo:

**1. Necessidade de realizar assembleia geral de cotistas com o objetivo de incluir a previsão de contratação e de pagamento do formador de mercado nos seus regulamentos para os FII em funcionamento, conforme item 2 do texto do edital**

---

**Proposta:** Adequação do regulamento de FII já constituído para previsão de contratação de formador de mercado, como encargo do fundo, em Fundos de Investimento Imobiliário, conforme o art. 16 da Instrução CVM nº 472. Sendo que essa contratação e a sua remuneração deverão estar sujeitas à deliberação pela maioria dos cotistas presentes em assembleia, conforme previsto para as demais despesas do Fundo.

Nesse sentido, sugerimos que a redação abaixo seja inserida como regra de transição na própria minuta de Instrução em discussão:

“Art. XXº. No caso de fundos já constituídos, o Administrador poderá adequar o regulamento dos FII nos termos do art. 16 da Instrução CVM nº 472 para previsão da contratação de formador de mercado, sob encargo do fundo, mediante aprovação em assembleia geral de cotistas pela maioria dos votos presentes.”

Ademais, sugerimos a inclusão do inciso XII ao art. 18 da Instrução CVM nº 472, a fim de permitir que a assembleia geral de cotistas possa deliberar a contratação do formador de mercado, mediante aprovação por maioria dos votos presentes, conforme proposta de redação descrita abaixo:

XII – contratação de formador de mercado como encargos do fundo.

**Justificativa:** É operacionalmente inviável atingir quórum qualificado em FII pulverizados para aprovação da alteração do regulamento do FII, para prever a contratação do formador de mercado.

Vale ressaltar que o art. 16 da Instrução CVM nº 472 prevê que as alterações de regulamento

aplica-se, no que couber, a Instrução CVM nº 409, a qual, no seu art. 45, dispõe sobre a possibilidade de adequação do regulamento do fundo, independentemente de assembleia geral, em caso da necessidade de adequação a normas regulamentares. Dessa forma, destaca-se a sensibilidade da própria CVM à necessidade de tratamento especial às alterações em regulamentos motivadas por mudanças no ambiente regulatório.

Sobre a aprovação da remuneração do formador de mercado, enfatizamos que, atualmente, na ICVM nº 472 as despesas podem ser aprovadas pela maioria dos presentes em assembleia, conforme o art. 18.

No caso em discussão na Audiência Pública SDM nº 02/2012, propomos apenas que o quórum qualificado seja dispensado, sendo mantida a exigência de aprovação por assembleia nos termos da regra geral do **caput** do art. 20 da Instrução CVM nº 472.

**2. Vedação ao gestor, ao administrador e a partes a eles relacionadas o exercício da função de formador de mercado para as cotas do fundo.**

---

**Redação Proposta pela CVM no Edital de AP:**

“Art. 31. ....

*Parágrafo único. Os serviços a que se refere os incisos I, II e III deste artigo podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros, desde que, em qualquer dos casos, devidamente habilitados.” (NR)”*

**Proposta:**

**“Art. 31. ....**

*Parágrafo único. Os serviços a que se refere ~~os incisos I, II e III~~ este artigo podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros, desde que, em qualquer dos casos, devidamente habilitados.” (NR)*

**Redação Proposta pela CVM no Edital de AP:**

*Art. 31-A O serviço de formador de mercado pode ser prestado por pessoas jurídicas devidamente cadastradas junto às entidades administradoras dos mercados organizados, observada a regulamentação em vigor.*

*§ 1º É vedado ao gestor, ao administrador e a partes a eles relacionadas o exercício da função de formador de mercado para as cotas do fundo.*

**Proposta:**

**Art. 31-A** O serviço de formador de mercado pode ser prestado por pessoas jurídicas devidamente cadastradas junto às entidades administradoras dos mercados organizados, observada a regulamentação em vigor.

~~§ 1º É vedado ao gestor, ao administrador e a partes a eles relacionadas o exercício da função de formador de mercado para as cotas do fundo.~~

~~§ 2º~~ **§ 1º** ~~Parágrafo único.~~ A contratação de formador de mercado ou o término da prestação do serviço deve ser divulgada como fato relevante nos termos do art. 41.” (NR) “

§ 2º A contratação do administrador do fundo para atuar como formador de mercado é considerada potencial conflito de interesses e deverá ser aprovada em assembleia geral dos cotistas,

cujos votos representem a metade, no mínimo, das cotas emitidas, conforme art. 20 parágrafo único desta Instrução.

§ 3º Para fins do parágrafo anterior, na constituição do FII, a contratação, bem como a possibilidade de posterior contratação, do administrador para atuar como formador de mercado poderá ser autorizada mediante a aprovação dos subscritores das cotas do fundo, via assinatura do boletim de subscrição das cotas e devidamente mencionado nos documentos da oferta pública.

§ 4º O art. 34 desta instrução não se aplica à contratação do formador de mercado pelo gestor ou por partes relacionadas ao gestor e ao administrador do fundo.

**Justificativa:** Nos termos do item 2 do Edital de Audiência Pública SDM nº 02/2012, a vedação à atuação de administradores, gestores ou partes a eles relacionadas como formadores de mercado tem como objetivo impedir conflitos de interesses e eventual uso de informações privilegiadas. No entanto, especificamente no caso dos gestores e partes relacionadas, entende-se que o aparato regulatório em vigor, bem como a própria natureza de suas atividades, apresenta mecanismos suficientes para que ocorra a mitigação dos riscos acima aludidos.

Dessa forma, ressalta-se em primeiro lugar que a atuação de quaisquer formadores de mercado está sujeita ao disposto no artigo 9º da Instrução CVM nº 384, segundo o qual é vedado aos formadores de mercado o acesso a *“informações relevantes não divulgadas ao mercado, bem como a informações da mesma natureza relativas a companhias controladoras, controladas e coligadas”*, sendo também vedada a sua atuação caso obtenha acesso a tais informações. Ademais, o controle sobre o cadastramento de tais agentes compete às bolsas e mercados de balcão organizados, de acordo com normas e regulamentos previamente aprovados pela própria CVM (Instrução CVM nº 384, artigo 3º, § 1º), evitando, portanto, a sua violação.

Adicionalmente, nos termos da Resolução nº 2.541 do Banco Central do Brasil - BACEN, de 27 de novembro de 1997, é obrigatória às instituições financeiras e demais instituições autorizadas a

funcionar pelo BACEN a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição. Conseqüentemente, o desempenho de eventual atividade de formador de mercado por parte de quaisquer instituições financeiras – inclusive, aquelas autorizadas pelo artigo 28 da Instrução CVM nº 472 a atuar como administradores de FII – em hipótese alguma poderia ser atribuído aos mesmos responsáveis internamente pela administração de recursos de terceiros.

Reforçando a obrigatoriedade de segregação das atividades acima mencionadas, disposições semelhantes previstas na Instrução CVM nº 306 são aplicáveis, por força do artigo 28, § 1º da Instrução CVM nº 472, aos administradores de FII que invistam parcela superior a 5% (cinco por cento) de seu patrimônio em valores mobiliários ou aos terceiros que prestem ao fundo o serviço de administração de carteira.

A segregação ora discutida, nos termos já previstos na regulamentação, constitui barreira natural à eventual circulação indevida de informações entre o administrador ou gestor do FII e o formador de mercado, ainda que este seja uma sociedade ligada ou parte relacionada ao administrador ou gestor. No caso de partes relacionadas, atenta-se para o fato de que as atividades serão prestadas por pessoas jurídicas distintas, com organização e estruturas próprias, responsáveis juridicamente pelas obrigações assumidas pelo exercício das respectivas atividades.

Quanto ao potencial conflito de interesses no desenvolvimento da atividade de formador de mercado por pessoas ligadas ou partes relacionadas ao administrador ou gestor, cabe também ponderar que a atividade de formador de mercado é regulada não apenas pela Instrução CVM nº 384, conforme mencionado acima, mas pelo próprio contrato firmado entre a instituição que administra o FII e o formador de mercado.

Por conta do estabelecimento dessa relação contratual, entende-se que não há possível conflito de interesses, uma vez que o formador de mercado deverá atuar em janelas temporais definidas e deverá colocar ordens de compra e venda de quotas nos termos do contrato assinado.

Paralelamente aos argumentos acima apresentados, atenta-se mais uma vez para o fato de que a prestação do serviço de formador de mercado em cotas de FII também será regulada pela Instrução CVM nº 384, a qual veda ao formador de mercado, por exemplo, atuação que crie, direta ou indiretamente, condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários, ou incorra em práticas não equitativas (art. 6º. da Instrução CVM nº 384). Ademais, como já mencionado, tal atividade é regulamentada e parametrizada pela BM&FBovespa, conforme Regulamento para Credenciamento do Formador de Mercado nos mercados por ela administrados.

Vale ainda notar que as disposições regulamentares acima mencionadas quanto à atuação dos formadores de mercado também serão aplicáveis, em qualquer hipótese, aos administradores que pretendam desenvolver tais serviços. Da mesma forma, serão aplicáveis as regras pertinentes à segregação de atividades àqueles administradores que sejam instituições financeiras ou que administrem fundos que invistam mais de 5% (cinco por cento) de seu patrimônio em valores mobiliários (art. 28, § 1º da Instrução CVM nº 472).

Sem prejuízo do disposto acima e especificamente no caso dos administradores, ainda que se admita o risco de conflitos de interesses com relação à prestação dos serviços de formador de mercado, é possível a identificação de mecanismos alternativos à vedação *a priori* da atuação de tais agentes que ainda assegurem os objetivos indicados pela CVM no Edital.

Adicionalmente, entende-se que deve ser permitido aos cotistas a aprovação de potencial conflito de interesses por meio da documentação de constituição dos fundos, qual seja, o boletim de subscrição. Desse modo, em linhas com os recentes pleitos da ANBIMA, confere-se maior agilidade à tomada de medidas que sejam de interesse dos cotistas, bem como se reforçam a transparência e visibilidade da possibilidade de o administrador ser contratado como formador de mercado.

Em sentido semelhante, sugere-se que a permissão à atuação do administrador como formador de mercado conste expressamente do prospecto e no regulamento do FII.

Ademais, a CVM já reconheceu a licitude da atuação do formador de mercado em situações em que os riscos acima referidos poderiam ser identificados. No Edital de Audiência Pública nº 01/09, que originou a Instrução CVM nº 482, a CVM reportou-se à decisão anterior de seu Colegiado no Processo RJ-2004/5768, reconhecendo a licitude da atuação do formador de mercado nos períodos de oferta pública, mesmo que este participe do consórcio da distribuição. Reconheceu a CVM justificativa no fato de a atividade do formador de mercado objetivar apenas assegurar a liquidez aos papéis e estar devidamente regulamentada pela CVM e Bolsa, com dispositivos que procuram inibir as práticas de *'insider trading'* e de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários objeto da atividade. Como resultado da audiência pública, a alínea "f" do art. 48, II da Instrução CVM nº 400 expressamente excetua, do dever de abstenção de negociação ali previsto, a atuação do formador de mercado nos termos da regulamentação.

Além disso, entende-se que a sistemática de atuação do formador de mercado em cotas de FII será semelhante à verificada em sua atuação com relação a outros valores mobiliários, em linha com as iniciativas de mercado para fomentar o mercado secundário de renda fixa no Brasil, como o Novo Mercado de Renda Fixa, de reconhecido interesse público, evidenciado, inclusive, pelo apoio de entidades ligadas ao governo brasileiro.

Colocamo-nos à disposição de V.Sas. para qualquer esclarecimento que se fizer necessário e aproveitamos o ensejo para renovarmos nossos votos de mais elevada estima e consideração.

Atenciosamente,

**Rodrigo Cesar Dias Machado**

**Presidente do Comitê de Produtos Financeiros Imobiliários da  
ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais**

**Presidente da Câmara Consultiva do Mercado Imobiliário da BM&FBovespa**