

Assunto: Recurso contra decisão da SRE que indeferiu pedido de registro de emissão pública de quotas do VOGA Fundo de Investimento Imobiliário.

Recorrente: Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A.

Diretor Relator: Eli Loria

### RELATÓRIO

Senhores Membros do Colegiado,

Trata-se de recurso apresentado por Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A., contra decisão da SRE pelo indeferimento do pedido de registro de emissão pública de quotas do Voga Fundo de Investimento Imobiliário (Processo CVM NºRJ-2004-686), fundada no não atendimento a exigências formuladas no OFÍCIO/CVM/SRE/GER-2/Nº 294/2004, de 20/02/04 (fls. 32 a 36), e reiteradas em 04/04/04 pelo OFÍCIO/CVM/SEP/GER-2/Nº 556/2004 (fls. 37 e 38).

Em essência, o indeferimento em tela se deu pela ausência de definição, no prospecto de distribuição das quotas, de imóvel ou empreendimento imobiliário específico para investimento pelo Fundo, cujo regulamento limitou-se a definir características gerais dos empreendimentos onde o administrador deverá alocar os recursos captados na emissão.

No entendimento da SRE, respaldada por Decisão do Colegiado proferida em 13/11/97 no Processo CVM nº RJ-1997-3109, o prospecto deve indicar, já no momento do registro da emissão, os imóveis ou empreendimentos que serão objeto de investimento, não sendo admissíveis fundos imobiliários "genéricos", no que tange a destinação dos recursos captados.

Apresentamos a seguir breve exposição do caso:

1. A Recorrente, na condição de instituição administradora, solicitou em 22/01/04 o registro de distribuição pública de 500 (quinhentas) quotas da 1ª emissão do Voga FII, no valor de R\$ 1.000,00 (mil reais) cada quota, totalizando uma emissão de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais).

2. Em 20/02/2004, a GER-2, através do mencionado OFÍCIO/CVM/SRE/GER-2/Nº 294/2004 (fls. 32 a 36), formulou exigências a serem satisfeitas no âmbito do pedido de registro em tela. Dentre as exigências formuladas, destacamos as de números 4.4.1 e 8.4:

- i. 4.4.1 – *"Incluir (no prospecto) item que defina de forma precisa e clara, quais empreendimentos imobiliários serão objeto de investimentos do Fundo";*
- ii. 8.4 – *"Encaminhar cópia da Escritura de Compra e Venda ou Promessa de Compra e Venda, nos termos do artigo 8º, inciso IX da Instrução, se for o caso".*

3. Em 02/04/2003, a Recorrente protocolou expediente em atendimento às exigências formuladas. Em resposta, a área técnica encaminhou em 04/04/04 o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-2/Nº 556/2004 (fls. 37 a 38), reiterando algumas exigências não satisfeitas.

4. Novo expediente da Recorrente protocolado em 20/04/04 (fls. 39 e 40), atendendo a maior parte das exigências formuladas, restando não atendidas as listadas no item 2 acima. A Recorrente informou que não cumpriria tais exigências (i) por considerar a exigência nº 4.4.1 dispensável, por constar claramente no art.2º do Regulamento do Fundo a definição dos empreendimentos imobiliários que serão objeto de seu investimento; (ii) pela inexistência de fundamento legal que imponha a prévia individualização dos imóveis que comporão a carteira do Fundo, bastando indicação de suas características e; (iii) no que tange à exigência nº 8.4, por entender que *"não se trata de fato que mereça a apresentação de tal documentação"*.

5. Em 03/05/04, o pedido de registro da distribuição pública em tela foi indeferido pela SRE, através do OFÍCIO/CVM/SRE/GER-2/Nº 711/2004 (fls. 41), com base no seguinte entendimento:

*(i) Exigência 4.4.1 – Não restou definido, de forma precisa e clara, quais empreendimentos imobiliários seriam objeto de investimentos do Fundo. O item 11 da ata da Reunião do Colegiado desta CVM realizada em 13/11/1997 dispõe não ser admissível, à vista das exigências contidas na Instrução CVM nº 205/94, a constituição de fundos de investimento imobiliários genéricos; e*

*(ii) Exigência 8.4 – Não foi encaminhada cópia da(s) Escritura(s) de Compra e Venda ou Promessa(s) de Compra e Venda dos imóveis a serem adquiridos pelo Fundo, conforme dispõe o art. 8º, inciso IX da Instrução. Tendo em vista a decisão do Colegiado acima mencionada, e considerando que o objeto do Fundo é a aquisição de imóveis, fazia-se necessário o atendimento ao dispositivo em referência.*

6. Destacamos que a mencionada Reunião do Colegiado em 13/11/97 tratou de recurso apresentado em caso semelhante (fls. 60 a 62), envolvendo o Fundo Maxxi I de Investimento Imobiliário, administrado pelo Banco Sul América S.A., cuja autorização para constituição e funcionamento fora denegada pela SEP (MEMO/GE2/111/97 às fls. 57 a 59), em vista da ausência de prévia identificação de empreendimento a ser investido pelo Fundo.

7. O Voto vencedor (fls. 44 e 45), proferido pelo então Diretor João Laudo de Camargo, destacou não ser admissível a existência de fundos imobiliários genéricos, à vista das exigências contidas na Instrução CVM nº 205/94. Não obstante, dado que as quotas do Fundo em questão já haviam sido integralmente subscritas no mercado, não se considerou razoável denegar o pedido de constituição e funcionamento do mesmo, razão pela qual se deu provimento ao recurso.

8. Em 20/05/04, inconformada com a decisão da SRE, a Recorrente interpôs sua peça recursal (fls. 1 a 13), onde aduz as seguintes razões:

8.1 O indeferimento está baseado exclusivamente no entendimento de que o Fundo não define de forma precisa e clara quais os imóveis que seriam objeto de investimento, e, portanto, seria um fundo "genérico", apresentando a existência de Decisão do Colegiado desta Comissão no sentido de não ser admissível a constituição de fundos imobiliários com a referida característica;

8.2 Aponta a Recorrente que a legislação e regulamentação da matéria em nenhum momento exigem que o imóvel seja previamente indicado, apontando que não há menção a tal exigência, v.g., nos arts.2º e 10 da Instrução CVM nº 205/94, bem como no art.10 da Lei nº 8.668/93, que dispõe sobre a constituição dos FII;

8.3 Da análise desses dispositivos, conclui-se que a regulamentação exige, tão somente, a definição precisa e clara das características

dos investimentos, e não sua individualização, exigência esta cumprida pelo art. 2º do Regulamento do Fundo (fls. 65).

8.4 O entendimento acima esposado tem respaldo na Cartilha ao Investidor referente a FII, disponibilizada pela própria CVM (Cadernos CVM n° 06, disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/protin/caderno6.asp>), como se verifica dos trechos transcritos abaixo:

*"O Regulamento dispõe sobre o objeto do Fundo, ou seja, os tipos de investimentos ou empreendimentos imobiliários que poderão ser realizados;" (p.13 da Cartilha);*

*"Na maioria dos casos, o Fundo já é criado para investimentos em um imóvel específico. Alternativamente, o Fundo pode estipular em seu Regulamento o tipo e as características dos imóveis que pretende adquirir, sem especificar exatamente quais os imóveis que poderão vir a compor seu patrimônio. Hotéis, grandes conjuntos de escritórios, até mesmo shopping centers estão entre os tipos de imóveis mais comuns." (p.25 da Cartilha).*

8.5 Salienta a inconsistência do enquadramento do Fundo como "genérico", posto que, de acordo com a definição de Sérgio Ximenes (Minidicionário da Língua Portuguesa, 2ª edição, Ediouro, 2000), entende-se por "genérico" o que está "expresso em termos imprecisos". O objetivo do Fundo não é impreciso, não deixando dúvidas em relação à qualidade e características dos imóveis que serão alvo de investimento.

8.6 Atenta também para o fato de constar do texto da Instrução n°205/94, em seu art.8º, IX, a expressão "conforme o caso", entendendo-se por não ser este caso merecedor da apresentação dos documentos requisitados.

*"Art.8º - O pedido de registro de distribuição de quotas na CVM será formulado pela instituição administradora, instruído com os seguintes documentos:(...)IX - cópia do memorial de incorporação ou do projeto aprovado de loteamento do solo, e indicação do seu número de registro no Cartório de Registro de Imóveis, ou cópia da Escritura de Compra e Venda ou Promessa de Compra e Venda ou título aquisitivo de direitos reais sobre imóveis entre o empreendedor e a instituição administradora, conforme o caso:".*

8.7 Desta forma, a interpretação dada no passado, no julgamento do Processo CVM n° RJ-1997-3109, no sentido de não admitir a constituição de fundos genéricos, ditos aqueles que não possuem empreendimento imobiliário algum já definido para aplicar seus recursos que seriam captados, não pode prosperar, e precisa ser revista.

8.8 Aponta a Recorrente a existência de pelo menos um FII que foi registrado na CVM sem a prévia indicação do exato alvo de investimento, o Icatu I - Fundo de Investimento Imobiliário (Registro CVM n°RFI-96/007), administrado pelo Banco Icatu S.A., e que já teve suas atividades encerradas. São apontados dispositivos no Regulamento do Fundo (arts.3º e 4º), onde não se pode verificar a indicação de um exato alvo de investimento (fls. 08). Considerando o princípio da equidade de tratamento, entende que a distribuição de quotas do Voga FII também há que ser autorizada.

8.9 Destaca, ainda, que o Fundo será direcionado, exclusivamente, para investidores qualificados, nos termos da legislação vigente (vide p.6 do prospecto e art.4º do Regulamento, respectivamente às fls. 63 e 66).

8.10 Salienta que, em consonância com os princípios de atuação da CVM instituídos no art.4º da Lei n° 6.385/76, o Colegiado vem se manifestando pela não coibição de práticas lícitas dos administradores, mesmo que possuam um caráter inovador. Nessa linha, destaca trecho do Voto proferido pelo Diretor-Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos, no julgamento do Processo CVM n° RJ-2002-3792 (Reg.Col. n°4026/2003) em 08/04/03, em sede de recurso da Hedging-Griffo CV S.A. contra decisão da SIN, que resumimos abaixo:

*"Infelizmente, muitas vezes no Brasil se prefere proibir o uso ao invés de coibir o abuso, porque talvez seja mais cômodo ou mais fácil; talvez menos arriscado, todavia, certamente, menos eficiente. Mas gostaria de ressaltar que, a meu ver, a graça, a beleza, a inteligência da regulação não está em restringir, em proibir, mas, sim, em permitir, em tornar viável, com a proteção adequada.(...) Conciliando este dois comandos legais, vemos que a CVM deve regular o mercado com vistas ao seu desenvolvimento e isto não se faz proibindo ou restringindo práticas legítimas, mas sim reprimindo as ilegítimas."*

8.11 Finalmente, clama a Recorrente pela observância do art.2º, parágrafo único, XIII da Lei n°9.784/99, segundo o qual cumpre à Administração Pública adotar a "interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige".

9. A SRE manteve a decisão recorrida, conforme exposto no MEMO/CVM/SRE/GER-2/N° 103/2004 (fls. 46 a 54), destacando-se as seguintes razões:

9.1 São procedentes as alegações da Recorrente de que o indeferimento em referência baseia-se, unicamente, no entendimento de que o Fundo seria genérico, por não restarem precisa e claramente definidos os imóveis que constituiriam seu patrimônio. Ademais, a exigência n° 8.4 é mero desdobramento da exigência n° 4.4.1., tendo-se apenas exigido a documentação legal relacionada ao alvo de investimento do Fundo.

9.2 Quanto à afirmação da Recorrente de que a legislação e a regulamentação vigentes não permitem que se exija que a instituição administradora indique, previamente à constituição do Fundo, qual imóvel será adquirido, entende a SRE que a mesma é infundada, tendo em vista que, além das normas positivadas sobre o tema, deve a SRE observar as decisões do Colegiado sobre o tema, ressaltada a existência de prévia manifestação sobre a matéria na mencionada Reunião de 13/11/97.

9.3 As transcrições da Cartilha ao Investidor acima estão corretas. Entretanto, as exigências consideradas não satisfeitas não são atinentes ao Regulamento do Fundo, mas a informações que deveriam ser incluídas no prospecto.

9.4 Não foi exigido que os arts.2º e 3º do Regulamento (fls. 65 e 66) – dispositivos que versam sobre o objeto e a política de investimento do Fundo – fossem modificados, de forma a prever expressamente qual imóvel seria adquirido. O que se pretende é que, por ocasião do apelo à poupança pública decorrente da distribuição de quotas do Fundo, o investidor, pelo prospecto, saiba ao certo onde os recursos do Fundo serão alocados.

9.5 Quanto à conceituação do termo "genérico", aponta a SRE que o mesmo indica ausência de especificidade, ao que se conclui que a constituição do Fundo requer que os imóveis que comporão seu patrimônio sejam especificados, em consonância com o entendimento

manifestado pelo Colegiado em 13/11/97.

9.6 As alegações de precedente constantes do item 8.8 acima não podem prosperar, haja vista que a distribuição pública da 1ª emissão de quotas do Icatu I – Fundo de Investimento Imobiliário foi registrada por esta Comissão anteriormente à decisão do Colegiado de 13/11/97.

9.7 A Recorrente informa que o Fundo será destinado exclusivamente a investidores qualificados. Ocorre, porém, que tal afirmação estaria em desacordo com o que dispõe o art.4º do Regulamento do mesmo, que não delimitara seu público alvo. Pudemos verificar, contudo, que na última versão do Regulamento apresentada, o mencionado artigo efetivamente delimita o Fundo a investidores qualificados (item 8.9 acima). Por outro lado, destaca a SRE que, dado o patrimônio inicial do Fundo (quinhentos mil reais), causa estranheza que o mesmo tenha tal público-alvo, que, pelo seu porte, dificilmente participariam de um condomínio de investimento com pequena quantia.

9.8 A Recorrente aponta que a função principal desta CVM seria o fomento ao mercado de capitais (fls. 10), idéia que, na opinião da SRE, não pode se dar às custas da flexibilização na aplicação da regulamentação do setor.

9.9 Quanto à interpretação do art.2º, parágrafo único, XIII da Lei nº 9.784/99, aponta a SRE que o fim público a ser atingido quando da análise de pedidos de registro de distribuições públicas é a proteção da poupança pública, com base no que a regulamentação preconiza, através da adequada prestação de informações ao investidor.

9.10 Por outro lado, a SRE lembra que na minuta da nova Instrução da CVM que disporá sobre os FII, a exigência de apresentação de escrituras ou promessas de compra e venda de imóveis será devida apenas quando da autorização para constituição e funcionamento do fundo, e que o Anexo I da referida minuta não elenca tais documentos entre os necessários para concessão do registro de emissão de quotas.

9.11 Finalmente, entende a SRE que o Colegiado deve novamente se manifestar sobre o conceito de FII "genéricos", a fim de que se dirimam quaisquer dúvidas sobre a admissibilidade dos mesmos. Ademais, aponta a observância à Decisão prolatada em 13/11/97 como principal razão para manutenção do indeferimento do registro em tela, ressaltando também a necessidade de harmonização do tratamento normativo dispensado aos fundos de investimento em geral.

É o Relatório.

#### VOTO

Conforme exposto, o cerne do presente recurso reside na admissibilidade do registro de emissão de quotas de um FII "genérico", ou seja, que não individualize, no momento do registro de distribuição de suas quotas, um empreendimento imobiliário específico para investimento, o que poderia, a princípio, gerar certa incerteza junto aos adquirentes desses títulos.

É fato que, excetuando-se o apontado pelo Recorrente, a quase totalidade dos FII registrados nesta CVM já indicavam, no prospecto de emissão de quotas, um empreendimento imobiliário específico para investimento. Não há dúvida que tal orientação fornece maior segurança aos investidores, na medida em que podem previamente avaliar a qualidade dos ativos que comporão o patrimônio do fundo.

O art.4º da Lei nº 8.668/93 outorgou à CVM amplos poderes para a disciplina dos FII, observadas as disposições da Lei e as demais normas aplicáveis aos Fundos de Investimento em geral. No ano seguinte foi editada a Instrução nº 205/94, que impôs exaustiva disciplina aos FII, discriminando diversas obrigações e vedações a seus administradores.

Dentro deste arcabouço normativo, minuciosamente detalhado, realmente não se verificam imposições expressas, às instituições administradoras, para que indiquem ou individualizem um alvo determinado para investimento dos FII. O que se vê, tanto na Lei nº 8.668/93 quanto na Instrução nº 205/94, é a exigência de uma política de investimento claramente definida nos regulamentos desses fundos, a saber:

*Art.10 da Lei nº 8.668/93 – "Cada Fundo de Investimento Imobiliário será estruturado através de regulamento elaborado pela instituição administradora, contendo: (...) II - política de investimento que estabeleça, com precisão e clareza, as definições quanto aos ativos que comporão o patrimônio do fundo para atender seus objetivos;" ;*

*Art.10 da Instrução nº 205/94 – "O regulamento do Fundo de Investimento Imobiliário deverá dispor sobre:*

*I - o objeto do Fundo, definindo, com clareza, a natureza dos investimentos ou empreendimentos imobiliários que poderão ser realizados;*

*II - a política de investimento a ser adotada pela instituição administradora, que deverá conter, no mínimo:*

*a) - descrição do objetivo fundamental dos investimentos imobiliários a serem realizados, identificando os aspectos que somente poderão ser alterados com prévia anuência dos quotistas;*

*b) - especificação do grau de liberdade que a instituição administradora se reserva no cumprimento da política de investimento, indicando a natureza das operações que fica autorizada a realizar independentemente de prévia autorização dos quotistas;*

*c) - os ativos que poderão compor o patrimônio do Fundo, bem como os requisitos de diversificação de investimentos".*

Como se vê, a delimitação das características dos ativos constituirá a baliza da instituição administradora na alocação dos recursos do FII. O regulamento deverá precisar com clareza a natureza e qualidade desses ativos, o que é bem diferente de individualizá-los, opção esta que demandaria reformas no regulamento a cada aquisição ou alienação efetuadas pelo administrador.

A vinculação de um FII a um empreendimento pré-determinado constitui uma faculdade das instituições que pretendam lançar esses Fundos no mercado. Nessa linha, tanto a Lei nº 8.668/93 quanto a Instrução nº 205/94 indicam a inexistência de vínculo estrito entre os FII e os ativos explorados, dada a possibilidade de alienação dos ativos do FII pela instituição administradora, observada a política de investimento.

Verifica-se ainda, em normativos mais recentes da CVM que tratam de outras modalidades de fundos de investimento (FITVM – Instrução nº 302/99;

FIDC e FICFIDC – Instrução nº 356/01; FUNCINE – Instrução nº 398/03), a desnecessidade de prévia individualização dos ativos que serão objeto de aplicação, bastando, novamente, a definição de uma política clara de investimento. A vinculação de um Fundo de Investimento a um ativo específico (títulos de uma companhia, um segmento de mercado etc.) é elemento de sua política, e não uma imposição normativa. Por tal razão, penso ser inadequado que a CVM dispense tratamento distinto aos FII, impondo-lhes a prévia individualização de ativos para investimento.

Quanto à documentação exigida no art.8º, IX da Instrução nº 205/94, penso que sua exigibilidade é casuística, sendo evidentemente indispensável aos FII que já indicarem alvos específicos para investimento, no momento do registro da emissão de quotas.

No que toca a adequada proteção ao público investidor dos FII, dentro das disposições expressas na Instrução nº 205/94, cumpre apontarmos os seguintes dispositivos:

*"Art. 4º - A constituição e o funcionamento do Fundo de Investimento Imobiliário dependerão do cumprimento dos seguintes requisitos:*

*(...)*

*II - comprovação perante a CVM da subscrição junto ao público da totalidade das quotas objeto do registro de distribuição, subscrição esta que deverá ser efetivada no prazo máximo de 180 (cento e oitenta) dias, a contar da data da concessão do registro de distribuição de quotas pela CVM;" (grifei);*

*"Art. 5º - (...)*

*§ 3º - Caso não seja cumprida a exigência prevista no Inciso II do artigo 4º, no prazo fixado no pedido de autorização e registro de distribuição na CVM (artigo 8º, Inciso I), os recursos financeiros do Fundo serão imediatamente rateados entre os subscritores, nas proporções das quotas integralizadas, acrescidos dos rendimentos líquidos auferidos pelas aplicações do Fundo, conforme parágrafo 2º acima." (grifei).*

Face aos presentes dispositivos, não tenho dúvidas de que o público investidor se encontra adequadamente resguardado do investimento em FII "temerários", dado que a própria constituição e existência destes dependerá da avaliação do mercado quanto à sua viabilidade.

Alinham-se a tal premissa, no caso da bem-sucedida constituição do FII, os amplos poderes outorgados pela Instrução à assembleia de quotistas, dentre os quais o de deliberar pela dissolução e liquidação do FII (art.23, IV, d), e o de destituir a instituição administradora (art.23, III).

Aponte-se ainda, no presente caso, a expressa destinação das quotas do Voga FII a investidores qualificados, conforme a definição do art.99 da Instrução nº 302/99. Tal delimitação encontra-se no art.4º do Regulamento do Fundo e na p.6 do prospecto, conforme destacamos no item 9.7 acima.

Por todo o exposto, penso que, não obstante a Decisão proferida pelo Colegiado em 13/11/97 sobre caso semelhante, não há razão que justifique a exigência de indicação, no momento da emissão de quotas, de alvo específico de investimento pelos FII, observada logicamente a plena evidencição de suas políticas de investimento.

Desta forma, considerando (i) a ausência de irrestrita imposição, legal ou regulamentar, de prévia indicação de imóveis ou empreendimentos a serem investidos pelos FII; (ii) a necessidade de harmonização de tratamento entre as diversas modalidades de fundos de investimento regulados pela CVM e; (iii) a existência de adequados mecanismos de proteção ao público investidor expressamente previstos na Instrução nº 205/94, entendo que deve ser dado provimento ao presente recurso.

É o meu Voto.

Rio de Janeiro, 2 de julho de 2004

Eli Loria

Diretor Relator