

**Assunto:** Pedido de Dispensa de Requisito Normativo – Processo CVM nº RJ-2011-14594

Senhor Superintendente,

Trata-se de pedido de dispensa do cumprimento do art. 9º da Instrução CVM nº. 476/09 ("ICVM 476"), abaixo transcrito, formulado pela BRL Trust DTVM S/A, na qualidade de instituição administradora do Arena FII.

Art. 9º O ofertante não poderá realizar outra oferta pública da mesma espécie de valores mobiliários do mesmo emissor dentro do prazo de 4 (quatro) meses contados da data do encerramento da oferta, a menos que a nova oferta seja submetida a registro na CVM.

Por força da norma, o Arena FII, constituído sob a forma de condomínio fechado, não pode fazer nova oferta pública de cotas a serem distribuídas com esforços restritos até 14/4/2012, data em que expira a carência de 4 meses contados do encerramento da distribuição inicial de cotas do fundo, que ocorreu em 14/12/2011 e foi realizada sob a égide da ICVM 476.

No intuito de não prejudicar o cronograma do empreendimento imobiliário que constitui o objeto de sua política de investimentos – estádio de futebol sendo construído no bairro da Itaquera, na Capital do Estado de São Paulo –, o administrador solicita que o Colegiado dispense o fundo do cumprimento da restrição temporal em tela, permitindo-o distribuir nova emissão de cotas, exclusivamente destinadas aos 3 cotistas do fundo.

## O FUNDO

Em 27/2/2012, esta SIN/GIE, tendo em vista que foram satisfeitos os requisitos dispostos no art. 5º da Instrução CVM nº 472/08 ("ICVM 472"), expediu o Ofício 674, comunicando o registro de funcionamento do fundo. Dentre os requisitos satisfeitos, foram prestadas as informações sobre os dados finais da colocação da 1ª emissão de cotas – foram encaminhados boletins de subscrição comprovando a subscrição do valor mínimo determinado no Regulamento.

Exclusivamente destinado a investidores qualificados, o fundo possui três classes de cotas: (i) seniores, subscritas por SPE constituída pela instituição financeira que financia o empreendimento; (ii) subordinadas mezanino, subscritas pelo incorporador/construtor do empreendimento; e (iii) subordinadas júnior, subscrita pelo clube que utilizará o estádio. O gestor da carteira é a BRL Trust Serviços Fiduciários e Participações Ltda., a instituição custodiante é a Citibank DTVM S.A. e seu auditor independente é a KPMG Auditores Independentes.

Ao final de fevereiro do corrente, o PL do fundo totalizava R\$ 97,7 milhões, observado que os cotistas subscreveram R\$ 299 milhões dos cerca de R\$ 1,2 bilhões representativos das cotas da 1ª emissão. A diferença entre o PL e o valor já subscrito deve-se ao fato de o cotista subordinado júnior ainda não ter efetivamente integralizado as cotas que subscreeveu.

## MANIFESTAÇÃO DO ADMINISTRADOR

Transcrevemos abaixo a íntegra da manifestação do administrador:

1. O objetivo do FUNDO é viabilizar a construção do estádio de futebol para abrigar a abertura da Copa do Mundo de 2014 ("Estádio").
2. O FUNDO realizou sua 1ª emissão pública de quotas com esforços restritos de colocação, com a subscrição, por 3 investidores, de quotas no montante de R\$299.000.000,00 (duzentos e noventa milhões de reais) (respectivamente, "Primeira Emissão" e "Quotas Subscritas").
3. As Quotas Subscritas equivalem à quantidade mínima de quotas necessárias para o funcionamento do FUNDO, conforme previsto no Artigo 22, §2º, do Regulamento do FUNDO ("Regulamento").
4. Não obstante o acima relatado, a intenção dos quotistas do FUNDO era, desde o início, ter subscrito a integralidade de quotas prevista no Artigo 22 do Regulamento para que as mesmas fossem chamadas à integralização nos termos dos respectivos compromissos de investimento ao longo das obras do Estádio. Todavia, em função do disposto no Artigo 5º inciso II, em conjunto com o Artigo 13 da Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro, de 2008, conforme alterada ("Instrução CVM 472") - cuja interpretação permitia chegar ao entendimento de que, por não haver publicação de anúncio de encerramento numa oferta pública com esforços restritos, poder-se-ia, mesmo após o registro de funcionamento do Fundo, realizar novas subscrições até o montante total previsto no Artigo 22 do Regulamento -, constou dos compromissos de investimento apenas o valor mínimo de subscrição e não o total da oferta, que seria de (a) 400.000.000 (quatrocentos milhões) de quotas seniores, (b) 1.000.000 (um milhão) de quotas subordinadas mezanino e (c) 800.000.000 (oitocentos milhões) de quotas subordinadas juniores.
5. Ou seja, o FUNDO recebeu o aporte mínimo no início de suas atividades, mas não houve subscrição da quantidade de quotas necessária para que as obras do Estádio seguissem no ritmo adequado de acordo com o respectivo cronograma ("Cronograma"), subscrição essa que seria realizada posteriormente, diferentemente do que determina o Ofício.
6. De forma a obedecer ao Cronograma e não gerar prejuízos ao FUNDO e aos seus quotistas, o FUNDO precisará, em curto espaço de tempo, receber um aporte adicional de recursos tal como se a quantidade máxima de quotas da Primeira Emissão (prevista no Artigo 22 do Regulamento) tivesse sido subscrita.
7. Dessa forma, pretende-se obter desta D. Autarquia a dispensa do requisito temporal constante do Artigo 9º da ICVM 476 para a realização de nova oferta pública de quotas com esforços restritos de colocação.
8. Apesar de reconhecermos que a oferta pública com esforços restritos obedece a regime diferenciado daquele previsto na Instrução CVM 400, de 29 de dezembro de 2003, conforme alterada ("ICVM 400"), não se pode deixar de evidenciar que a própria CVM reconhece que em determinadas situações a oferta pode ser alterada de forma a realizá-la em favor de investidores, conforme prevê o §3º do Artigo 25 da ICVM 400 (abaixo transcrito).

*"§3º É sempre permitida a modificação da oferta para melhorá-la em favor dos investidores ou para renúncia a condição da oferta estabelecida pelo ofertante."*
9. Além disso, entendemos que há fundamentos técnicos, práticos e jurídicos para a concessão da referida dispensa que ora requeremos, especialmente se considerado que:

(a) os quotistas objeto da "nova oferta com esforços restritos" serão os mesmos que subscreveram quotas da Primeira Emissão sem a entrada de quaisquer novos investidores;

(b) o FUNDO, sem o aporte de recursos adicional, corre risco de violar o Cronograma, gerando prejuízos aos seus quotistas;

(c) os quotistas do fundo estão de acordo com a realização de nova oferta com esforços restritos de colocação para a subscrição do montante necessário para a continuidade das obras do Estádio;

(d) a modificação das condições de uma oferta pública é sempre possível para melhorá-la em favor dos investidores (conforme indicado no item 8 acima); e, ainda,

(e) a Primeira Emissão poderia contemplar subscrição de quotas posteriormente à subscrição inicial das Quotas Subscritas segundo interpretação mais formal do disposto no Artigo 5º inciso II, combinado com o Artigo 13 da ICVM 472 (conforme indicado no item 4 acima).

## NOSSAS CONSIDERAÇÕES

Estamos diante de um problema concreto, representado pela possível interrupção do empreendimento imobiliário que constitui o objeto do fundo, por falta de recursos<sup>[1]</sup>. Parece-nos que tal problema decorreu de um entendimento equivocado do administrador do fundo, conforme acima exposto, que possuía a expectativa de formalmente encerrar a oferta pública de distribuição de cotas da 1ª emissão do fundo, mas materialmente mantê-la em aberto, colocando novas cotas junto aos mesmos investidores.

O art. 5º, inciso I, da ICVM 472 estabelece, dentre outros requisitos, que o registro de funcionamento do fundo carece da comprovação, perante esta CVM, da subscrição da totalidade das cotas objeto da 1ª emissão ou da subscrição parcial de cotas, desde que alcançado um valor mínimo previsto em Regulamento.

O inciso II do mesmo art. 5º dispõe que deve ser comprovada a publicação do Anúncio de Encerramento da distribuição inicial de cotas. O parágrafo único do mesmo dispositivo estabelece que na hipótese de a distribuição de cotas não ter contado com Anúncio de Encerramento – caso das distribuições ocorridas sob o amparo da ICVM 476 –, o administrador do FII deve apresentar um "resumo dos dados  finais  de colocação", elaborado nos termos do Anexo VII da Instrução CVM nº 400/03.

Já o *caput* do art. 13 da ICVM 472 dispõe que "o regulamento poderá prever a subscrição parcial das cotas representativas do patrimônio do fundo, bem como o cancelamento do saldo não colocado". Em seu §1º, o mesmo art. 13 prevê que "na hipótese do *caput*, o ato que aprovar a emissão deverá estipular um valor mínimo a ser subscrito".

A nosso juízo, uma interpretação sintomática dos dispositivos supra resulta no entendimento de que um FII pode receber seu registro de funcionamento após subscrito somente o valor mínimo estabelecido no Regulamento, porém, como o referido registro depende também da apresentação da publicação do Anúncio de Encerramento ou da apresentação dos dados  finais  de colocação, o mesmo só é concedido após encerrada a distribuição inicial de cotas, o que implica no cancelamento do saldo não colocado.

Ou seja, não pode prosperar o entendimento manifestado pelo administrador, no sentido de que numa oferta pública de cotas de FII com esforços restritos, poder-se-ia, mesmo após o registro de funcionamento do fundo, realizar novas subscrições até o montante total previsto no Regulamento.

Destaque-se que no caso concreto, ainda que o entendimento do administrador sobre a matéria pudesse prosperar, tendo em vista o disposto no art. 22, §2º, do Regulamento do Arena FII – abaixo transcrito –, o fundo não poderia continuar a colocar cotas da sua 1ª emissão, dado que as mesmas foram (ou deveriam ter sido) canceladas.

Artigo 22 - Quotas. A primeira emissão de quotas do Fundo será de 400.000.000 (quatrocentos milhões) de Quotas Seniores, 1.000.000 (um milhão) de Quotas Subordinadas Mezanino e de até 800.000.000 (oitocentos milhões) de Quotas Subordinadas Juniores.

(...)

Parágrafo 2º - Fica facultada a subscrição parcial das Quotas Seniores e Quotas Subordinadas integrantes da primeira emissão descrita no *caput* do presente artigo, **bem como o cancelamento do saldo não colocado**, nos termos do Artigo 13 da Instrução CVM 472/08, observada a quantidade mínima de 98.000.000 (noventa e oito milhões) de Quotas Seniores e a quantidade mínima de 200.000.000 (duzentas milhões) de Quotas Subordinadas. (grifamos)

Superada a análise sobre a aplicação da ICVM 472 ao caso da constituição do Arena FII, entendemos que cabe analisar também a aplicabilidade do art. 9º da ICVM 472 à distribuição da 2ª emissão de cotas do fundo.

Por força do referido art. 9º, pode-se entender que uma oferta pública de cotas do fundo a ser realizada até 14/4/2012 teria que contar com registro de distribuição, dado a restrição temporal à reutilização da ICVM 476. Ocorre, entretanto, que existem dispositivos na Instrução CVM nº 400/03 ("ICVM 400") que sinalizam a possibilidade de uma distribuição de cotas exclusivamente destinada aos cotistas do fundo não ser considerada uma oferta pública.

Vejamos abaixo o art. 3º da ICVM 400, que contém a definição de distribuição pública de valores mobiliários:

Art. 3º São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos:

I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma;

II - a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes  indeterminados  para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados;

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo

ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou

IV - a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.

§1º Para efeito desta Instrução, considera-se como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora.

Em decorrência da interpretação dos dispositivos supra, parece-nos que uma distribuição de cotas de um fundo fechado que seja exclusivamente destinada aos cotistas do fundo não caracteriza a existência de uma oferta pública, pelo que resta afastada a incidência das ICVM 400 e 476 ao caso concreto. Caso tal entendimento possa prosperar, estaríamos diante de uma hipótese de inaplicabilidade do art. 9º da ICVM 476 à distribuição da 2ª emissão de cotas do Arena FII, não cabendo, portanto, sequer apreciarmos a dispensa do requisito normativo.

Reforçando a hipótese de inaplicabilidade, cabe lembrar que, salvo melhor juízo, uma oferta pública de distribuição de ações que seja destinada exclusivamente aos acionistas da companhia emissora, com cancelamento do saldo porventura não colocado – sem possibilidade, portanto, de colocação de sobras junto a não acionistas –, não requereria a obtenção do registro de distribuição nesta CVM.

## CONCLUSÃO

Conforme já acima defendido, somos de opinião que a 2ª emissão de cotas do Arena FII, a ser colocada exclusivamente junto aos 3 cotistas do fundo, não está sujeita aos ditames das ICVM 400 e 476, pelo que estamos diante de um caso no qual o art. 9º da ICVM 476 é inaplicável.

Caso o Colegiado não corrobore tal entendimento, julgando necessário apreciar o pedido de dispensa do requisito em tela, manifestamo-nos favoravelmente à concessão da dispensa, com base nos seguintes argumentos: (i) as cotas do fundo não estão admitidas à negociação em mercado organizado; (ii) o público-alvo da oferta é limitado a investidores que não só já são cotistas do fundo, como também participaram ativamente de sua estruturação; e (iii) o atraso na captação dos recursos necessários para dar continuidade ao empreendimento prejudicaria seu cronograma, o que, em última análise, prejudica os cotistas – o dispositivo não protege o público investidor, ao contrário, o prejudica.

Por fim, colocamo-nos à disposição para relatar a matéria, caso o Colegiado entenda conveniente.

Atenciosamente,

original assinado por

Claudio Gonçalves Maes

Gerente de Acompanhamento de Fundos Estruturados

Ao SGE, de acordo com a manifestação e o encaminhamento proposto pela GIE.

original assinado por

Francisco José Bastos Santos

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais

[1] A ICVM 472, ao dispor acerca da utilização de compromissos de investimento no âmbito das subscrições de cotas de FII (§§ 4º e 5º do art. 11), já criou a ferramenta destinada a harmonizar os desembolsos dos cotistas com as necessidades de caixa do fundo, conforme estabelecidas pelo cronograma físico-financeiro do empreendimento.