

Assunto: Consulta sobre a interpretação da CVM ao disposto no art. 45, inc. VII, da Instrução CVM nº 472/0 – possibilidade de FII aplicar em CRI emitidos nos termos da Instrução CVM nº 476/09.

Senhor Superintendente,

Trata-se de consulta formulada pela ANBIMA e a BM&Fbovespa acerca da interpretação da CVM quanto à aplicação do art. 45, inc. VII, da Instrução CVM nº 472/08 (“ICVM 472”). Esse dispositivo permite que Fundos de Investimento Imobiliários (“FII”) invistam em Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”) que tenham sua emissão ou negociação registradas na CVM. Entretanto, a ANBIMA e a BM&Fbovespa entende que os FII podem também aplicar em CRI emitidos nos termos da Instrução CVM nº 476/09 (“ICVM 476”), ou seja, com dispensa de registro de distribuição e, assim, busca o entendimento desta CVM sobre a matéria.

Art. 45, inc. VII, da Instrução CVM nº 472/08:

“Art. 45. A participação do fundo em empreendimentos imobiliários poderá se dar por meio da aquisição dos seguintes ativos:

...

VII - certificados de recebíveis imobiliários e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII e desde que sua emissão ou negociação tenha sido registrada na CVM”

Art. 6º da Instrução CVM nº 476/09:

“Art. 6º As ofertas públicas distribuídas com esforços restritos estão automaticamente dispensadas do registro de distribuição de que trata o caput do art. 19 da Lei nº 6.385, de 1976.”

1. HISTÓRICO

A ICVM 472 entrou em vigor em 31/10/2008 e trouxe em seu art. 45, VII, a previsão para que os fundos possam investir em CRI, desde que sua emissão e negociação tenham sido registradas na CVM.

A ICVM 476 entrou em vigor em 16/1/2009 e dispõe sobre as ofertas de valores distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. O art. 5º da ICVM 476 dispensou às ofertas públicas distribuídas com esforços restritos do cumprimento da Instrução CVM nº 400/03 e demais normas da CVM relativas ao procedimento de distribuição de valores mobiliários específicos. Adicionalmente, o art. 6º dessa Instrução dispõe que as ofertas públicas distribuídas com esforços restritos estão automaticamente dispensadas do registro de distribuição de que trata o caput do art. 19 da Lei nº 6.385, de 1976.

Ainda, as ofertas no âmbito da ICVM 476 são destinadas à investidores qualificados com subscrição mínima de R\$ 1 milhão, sendo que o seu art. 4º, I, dispõe que todos os fundos de investimento serão considerados investidores qualificados, mesmo que se destinem a investidores não-qualificados.

2. CONSIDERAÇÕES DA ANBIMA E DA BM&FBOVESPA (“CONSULENTES”)

Primeiramente, argumentam os Consulentes que a ICVM 476, aprovada em 2009, ano seguinte ao da aprovação da ICVM 472, permitiu o surgimento de alternativas aos procedimentos de emissão de valores mobiliários mencionados no art. 45, VII, da ICVM 472. Assim, em função da ordem de aprovação, entendem que, na edição da ICVM 472, considerando o arcabouço regulatório vigente à época, houve proibição de FII investir em CRI colocados privadamente, sem constituir vedação à aquisição de CRI emitidos no âmbito de ofertas públicas realizadas com esforços restritos.

Ressalta os Consulentes que, conforme disposto no art. 4º da ICVM 476, todos os fundos de investimento são considerados investidores qualificados, mesmo que sejam destinados a investidores não-qualificados, pois há um acompanhamento qualificado dos CRI pelo administrador ou gestor, que zelam pelos interesses dos cotistas.

Ainda, sob a perspectiva de proteção do investidor, destacam que as Companhias Securitizadoras devem publicar, trimestralmente, informações detalhadas sobre todos os CRI emitidos, independentemente de terem sido ofertados no âmbito da Instrução CVM nº 400/03 (“ICVM 400”) ou da ICVM 476, de acordo com o disposto no Anexo 32-II da Instrução CVM 480/09.

Por fim, os Consulentes destacam que, tratando-se de fundo fechado, é possível para o FII adquirir ativos de baixa liquidez, podendo ser desprezado o risco de tornar-se necessária a imediata realização de seu ativo para a conversão e resgate das cotas.

Com base no exposto acima, entende os Consulentes que os FII podem investir em CRI emitidos nos termos da ICVM 476.

3. CONSIDERAÇÕES DA GIE

Em linha com os argumentos da ANBIMA e da BM&F Bovespa, esta área técnica entende que:

- (i) A ICVM 476 representa uma autorização da CVM para que determinados ativos possam, sob determinadas condições,

serem ofertados com dispensa automática de registro.

- (ii) A edição da ICVM 472 é anterior a da ICVM 476, o que reforça o entendimento de que o disposto no art. 45, inc. VII, da ICVM 472 não abarca o tipo de emissão prevista na ICVM 476 e, dessa forma, a ICVM 472 não veda aplicações em CRI emitidos nos termos da ICVM 476.
- (iii) A preocupação quanto à possível falta de liquidez dos CRI emitidos nos termos da ICVM 476 é mitigada no caso dos FII, uma vez que tratam-se de fundos fechados.
- (iv) Apesar dos FII não serem restritos à investidores qualificados, a ICVM 476 dispõe que todos os fundos de investimento serão considerados investidores qualificados, mesmo que se destinem a investidores não-qualificados.
- (v) Somente companhia securitizadora pode emitir CRI e, mesmo que a emissão seja realizada nos termos da ICVM 476, a securitizadora deve enviar trimestralmente o formulário de que trata o Anexo 32-II da Instrução CVM nº 480/09, que inclui informações detalhadas acerca de cada CRI emitido, incluindo aquelas relativas à estrutura da operação e características dos ativos subjacentes.

No tocante ao item (v) acima, destacamos que, em nosso entendimento, a Instrução CVM nº 480/09 é aplicável ao caso, pois, apesar da ICVM 476 isentar o emissor do registro de que trata o art. 21 da Lei 6385/76, a Instrução CVM nº 414/04, que disciplina o registro de companhia aberta para as securitizadoras, dispõe, em seu art. 4º, que a oferta pública de CRI só pode ser iniciada após a concessão de registro e estando o registro de companhia aberta da companhia securitizadora atualizado.

Assim, ainda que a ICVM 476 isente o emissor do registro de que trata o art. 21 da Lei 6385/76, para emitir o CRI a securitizadora que quiser seguir o rito desta Instrução deve, obrigatoriamente, obter o registro de companhia aberta e, conseqüentemente, atender ao disposto na Instrução CVM nº 480/09.

Analogamente, ao traçarmos um paralelo entre os FII e os Fundos de Investimento (“FI”), regulados pela Instrução CVM nº 409/04 (“ICVM 409”) e que também podem destinar-se a investidores em geral, observamos que, com base no disposto no art. 2º, §1º, VIII, dessa Instrução, os FI 409 podem investir em direitos creditórios representados por Cédulas de Crédito Bancário (“CCB”), desde que atendam aos limites por emissor e por modalidade de ativo de que tratam os arts. 86 e 87 da mesma Instrução.

Essas CCB são de emissão dos respectivos devedores e não necessitam de registro de oferta pública para que possam ser adquiridas por um FI 409. Assim, um FI 409, inclusive constituído sob a forma de condomínio aberto, pode aplicar seus recursos em CCB, os quais são ativos financeiros que não divulgam informações periódicas à CVM, como no caso dos CRI.

É, entretanto, importante destacar, que para fundos regulados pela ICVM 409 destinados ao público de varejo, nos termos do disposto no art. 87, inciso I, alínea h, dessa Instrução, as CCB ofertadas de forma privada aos fundos de investimento podem representar no máximo 20% de sua carteira, ao contrário dos CRI nos FII voltados para a aquisição destes valores mobiliários, que nos termos do art. 45, § 6º, da ICVM 472 podem representar até 100% do portfólio, inclusive para fundos voltados aos investidores de varejo.

Já em relação ao limite operacional para um FII investir em CRI, cumpre observar o art. 45, §§ 5º e 6º, da ICVM 472, que dispõe que o investimento do FII em CRI deve respeitar os limites por emissor de que trata o art. 86 da ICVM 409 (e não o limite por modalidade de ativo, de que trata o art. 87, dessa Instrução), independentemente se distribuído via ICVM 400 ou ICVM 476.

Dessa forma, um FII poderá investir no máximo 10% do seu patrimônio líquido em CRI de uma mesma emissão, assim entendido o “patrimônio em separado na forma da lei”, nos termos do art. 86, §1º, I, da ICVM 409.

Podemos também considerar que, em tese, a diferença em termos dos riscos adicionais para um FII e seus cotistas de se investir em CRI emitidos nos termos da ICVM 476 (e não nos termos da ICVM 400) é devida a dois fatores: (i) a menor disponibilidade de informações públicas relevantes e (ii) a eventual redução de liquidez no mercado secundário de CRI, por conta de uma menor pulverização de investidores.

Entretanto, em relação ao primeiro fator, entende esta área técnica que como todos os CRI, independentemente se emitidos por meio da ICVM 476 ou 400, estão sujeitos ao mesmo regime informacional, disposto na Instrução CVM nº 480/09, esta questão fica mitigada caso os respectivos administradores ajam com o dever de fidedelidade, diligência e lealdade que deles se espera e de que tratam os arts. 33, da ICVM 472 e 65-A, da ICVM 409, aplicável aos FII por conta do disposto no art. 119-A dessa última Instrução.

Já em relação à potencial redução de liquidez no mercado secundário de CRI distribuídos nos termos do disposto na ICVM 476, também concordamos com os Consultores em que este potencial risco fica bastante mitigado por se tratarem os FII de fundos constituídos sob a forma de condomínio fechado, nos termos do disposto no art. 2º, § 1º, da ICVM 472.

4. CONCLUSÃO

Entendemos que a melhor interpretação do disposto no art. 45, VII, da ICVM 472 é no sentido de se permitir ao FII aplicar também em CRI ofertados nos termos da ICVM 476.

Essa interpretação é embasada principalmente no fato de que a ICVM 472 foi editada antes da possibilidade de oferta restrita, introduzida pela ICVM 476, e de que esta última representa uma autorização da CVM para que determinados ativos possam, sob determinadas condições, serem ofertados com dispensa automática de registro.

Deste modo, como no momento da edição da ICVM 472, ativos que viriam a poder ser ofertados sob as condições estabelecidas na ICVM 476 estavam sujeitos ao registro nesta CVM, é nossa opinião que o referido dispositivo da ICVM 472 pretendeu, de fato, vedar aos FII a possibilidade de aquisição de CRI ofertados privadamente e não o modelo de oferta pública com esforços restritos que foi implementado posteriormente pela ICVM 476.

Adicionalmente, em função do exposto, entendemos que os riscos para os investidores quando da aquisição de um CRI por um FII estão muito mais relacionados à qualidade da gestão do FII, ao dever de fidúcia e diligências empregadas na aquisição dos mesmos, à qualidade dos ativos que lhe servem de lastro e à estrutura adotada, inclusive em relação aos instrumentos de reforço de crédito, como o nível de subordinação, do que propriamente à forma de sua emissão, seja por meio da ICVM 400 ou pela ICVM 476.

Ressaltamos, também, que a aquisição de CRI pelos FII deve respeitar os limites de concentração por emissor estabelecidos no art. 86 da ICVM 409, nos termos do art. 45, §5º, da ICVM 472 e que todos os CRI estão sujeitos ao mesmo regime informacional disposto na ICVM 480, anexo 32-II, inserido pela Instrução CVM nº 520/2012, sejam ofertados via ICVM 400, seja nos termos da ICVM 476.

Finalmente dada a natureza controversa da matéria e a importância para a indústria em se obter segurança jurídica em relação ao tema, propomos encaminhar a questão à apreciação do Colegiado, na qualidade de intérprete autêntico das normas emanadas desta CVM.

Colocamo-nos à disposição para relatar a matéria, caso o Colegiado entenda conveniente.

Atenciosamente,

BRUNO BARBOSA DE LUNA

Gerente de Acompanhamento de Fundos Estruturados

De acordo com a manifestação e proposta da GIE,

FRANCISCO JOSÉ BASTOS SANTOS

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais