



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 17/2016-CVM/SIN

Rio de Janeiro, 10 de maio de 2016.

De: SIN, SMI e SRE

Para: SGE

Assunto: Pedido de autorização da BM&FBOVESPA para divulgação de Ofício Circular para regular as Ofertas Públicas Secundárias de Cotas de Fundos de Investimento Imobiliário ("OPACs") - Processo SEI nº 19957.002726/2016-81

Senhor Superintendente Geral

A) HISTÓRICO

1. Como se sabe, a Instrução CVM nº 571, de 15/11/2015, ao alterar a Instrução CVM nº 472/2008, incluiu o novo § 3º ao art. 6º, que passou a exigir que as ofertas públicas voluntárias que visem à aquisição de parte ou da totalidade das cotas de um FII "devem obedecer às regras e procedimentos operacionais estabelecidos pela entidade administradora do mercado organizado em que as cotas do fundo estejam admitidas à negociação".
2. Com o intuito de corresponder ao referido comando da regulação, a BM&FBOVESPA S/A veio então apresentar, em 18/3/2016, proposta de Ofício Circular com o objetivo de regulamentar tais ofertas públicas (Doc. 105.057).
3. Diante do teor do documento, a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais ("SIN") se manifestou, por meio do Ofício CVM/SIN/GIE/nº 618, de 30/3/2016, com pedidos de esclarecimentos relacionados aos efeitos e alcance de certas disposições da regulamentação proposta, assim como, também, com sugestões pontuais de aprimoramento.
4. As exigências da SIN foram respondidas, pela bolsa, na data de 27/4/2016 (Docs. 102.100, 102.104 e 102.105), com esclarecimentos e alterações à proposta original que, na data de 29/4/2016, foram consideradas satisfatórias por aquela área técnica.
5. Ainda, em atenção a questionamentos formulados pela SRE em 3/5/2016 (Doc. 105.055), a BM&FBOVESPA optou por alterar os itens 2.viii e 9 da minuta, de forma a prever numa perspectiva mais ampla a possibilidade de modificação da oferta realizada.

B) PROPOSTA DA BOLSA

6. A proposta da bolsa pode ser dividida em 4 grandes temas, a saber: (1) o procedimento da oferta em si (documentos obrigatórios e seu envio, prazos de análise, divulgação do edital e a autorização para o leilão); (2) o conteúdo do Edital da oferta; (3) a vedação à negociação pelo ofertante, instituição intermediária e as pessoas vinculadas de cotas do fundo objeto da OPAC; e (4) a regulamentação da interferência de ofertas concorrentes.

7. Em relação ao procedimento da oferta, previsto nos Capítulos 4, 7, 8 e 9 da minuta, a proposta prevê a exigência de documentos como o Edital da Oferta, o contrato de intermediação e o laudo de avaliação (nos casos em que o preço for baseado nesse documento), além de conter previsão explícita da possibilidade de que a bolsa exija outros documentos, acaso exigíveis. Além disso, prevê prazo para a análise da oferta pela bolsa de 10 dias úteis, assim como, o mesmo prazo para eventual atendimento de exigências pelo ofertante.

8. Ainda no que tange aos procedimentos da oferta, a minuta prevê que, após a aprovação do Edital pela bolsa e a subsequente autorização para a realização do leilão, o ofertante deve notificar o administrador do fundo para que este (i) comunique a OPAC aos cotistas, (ii) elabore parecer fundamentado sobre a OPAC, em relação à oportunidade, conveniência e impactos, inclusive tributários, esperados com a oferta sobre as cotas do fundo, a ser publicado com no mínimo 5 dias úteis de antecedência em relação ao leilão.

9. Quanto ao conteúdo do Edital (Capítulo 5), a minuta prevê a exigência de diversas informações mínimas. Nesse sentido, além das informações qualificadoras da oferta (quantidade, preço, condições de pagamento, objetivo, procedimentos para a habilitação e o leilão, etc.), do fundo (identificação, patrimônio do fundo, e informações financeiras como as cotações históricas, rendimento ou indicadores econômico-financeiros) e dos envolvidos (ofertante e intermediário), vale destacar as seguintes exigências:

- 1) Declaração do ofertante sobre a manutenção ou não do benefício tributário em caso de realização da OPAC (item 5.xi);
- 2) Declaração do ofertante de que se compromete a pagar, aos aceitantes da OPAC, eventual diferença a maior decorrente do valor recebido e aquele verificado em outra OPAC subsequente realizada pelo mesmo ofertante ou pessoas a ele vinculadas;
- 3) Declaração do ofertante de que desconhece quaisquer fatos ou circunstâncias não revelados ao público que possam impactar as cotações das cotas.

10. As vedações para negociação, pelo ofertante, intermediário ou pessoas a eles ligadas, de cotas do fundo objeto da OPAC está, por seu turno, prevista no Capítulo 3 da minuta, e é aplicável "desde o protocolo do edital ou divulgação ao mercado da intenção de realizar a oferta ou da data do contrato de intermediação, o que ocorrer primeiro". Nela, a bolsa previu como exceções à vedação os casos de (i) negociações por conta e ordem de terceiros, (ii) operações destinadas a acompanhar índices de referência do setor imobiliário (como o IFIX, por exemplo), (iii) operações realizadas na condição de formador de mercado, e (iv) operações decorrentes da administração discricionária da carteira de terceiros.

11. Já em seu Capítulo 6, a proposta previu a regulamentação das OPACs concorrentes, com os seguintes pré-requisitos estabelecidos para sua aprovação pela bolsa: (i) divulgação do Edital com antecedência mínima de 5 dias em relação ao leilão, (ii) oferta em preço no mínimo 5% superior ao da OPAC com que concorrer, (iii) ofertas subsequentes no mínimo 1% superiores à imediatamente anterior, e (iv) quantidade mínima de 10% das cotas que foram objeto da OPAC concorrida, salvo nas ofertas de mais de 2/3 das cotas existentes, caso no qual a OPAC concorrente deve contemplar ao menos a mesma quantidade de cotas da OPAC com que concorrer.

12. Outra previsão também constante naquele Capítulo foi a das interferências compradoras, que não estão sujeitas à divulgação prévia de edital exigida das OPACs, mas devem ser comunicadas à Diretoria

de Operações da bolsa, além de contar com todas as demais exigências de *disclosure* aplicáveis às OPACs.

C) AVALIAÇÃO DAS ÁREAS TÉCNICAS

13. Ao analisar a proposta de Ofício Circular, é possível identificar que ela se inspira, em grande medida, na regulação já existente para as Ofertas Públicas de Aquisição de Ações regulada pela Instrução CVM nº 361/02. É o caso, por exemplo, das informações exigidas no Edital (em linha com os artigos 10 e 11 da norma), a regulamentação das OPACs concorrentes e das interferências compradoras (previstas em termos semelhantes nos artigos 12 e 13 daquela Instrução), ou o rito de análise e aprovação da operação (artigo 9º).

14. Apesar disso, ao ver das áreas técnicas, a bolsa parece ter levado em conta, para sua proposta, as características e peculiaridades da indústria de fundos de investimento imobiliário. Como evidências disso, podemos citar, por exemplo, o que segue:

(1) previsão para prazos de análise mais curtos do que os previstos na Instrução CVM nº 361/02, em razão do reconhecimento de que tais ofertas são, em geral, menos complexas do que as vistas para as ações;

(2) exigências relacionadas a questões especialmente aplicáveis aos fundos de investimento imobiliário, como (i) a exigência de que o ofertante (item 5.xi) e o administrador do fundo (item 8.ii) avaliem os impactos tributários decorrentes da oferta (vale lembrar que o enquadramento da isenção fiscal aplicável aos fundos de investimento imobiliário depende do grau de concentração e número total dos cotistas do fundo), ou (ii) a dispensa, na vedação geral para negociação, das operações destinadas a perseguir índices do setor imobiliário;

(3) a exigência (item 2.x) de que o ofertante adquira as cotas remanescentes em mercado caso a oferta alcance 2/3 da totalidade das cotas emitidas pelo fundo, e não 2/3 das ações em circulação, como previsto no artigo 10, § 2º, da Instrução CVM nº 361/02.

15. A respeito, em específico, do ponto (3) citado acima, a bolsa elaborou e encaminhou à CVM a Nota Técnica nº 5/2016 (Doc. 102.085), por meio da qual avaliou a liquidez na negociação das cotas dos fundos de investimento imobiliário admitidos em seu ambiente. Nesse estudo, a bolsa concluiu que as cotas dos fundos com menos de 100 cotistas possuem liquidez já irrelevante, e por tal razão, não mereceriam proteção específica no âmbito das OPACs, como alguma disposição de aquisição obrigatória para participações remanescentes.

16. Em relação aos demais fundos (92, no total), a bolsa concluiu que a liquidez mediana de tais fundos gira em torno de 2.300 negócios e R\$ 19,2 milhões de montante negociado por ano. Ainda, assumiu como referência mínima de liquidez - ou seja, que dispararia a necessidade de uma proteção - a liquidez dos fundos menos líquidos ainda componentes do IFIX (que, como sabido, possui como filtro de elegibilidade, justamente, a liquidez de negociação das cotas). Nesse sentido, verificou a bolsa que a liquidez mediana dos cinco fundos menos líquidos do índice corresponde a 800 negócios e R\$ 6,6 milhões, ou seja, cerca de 1/3 da liquidez mediana do total de fundos acima de 100 cotistas.

17. Daí a proposta, na minuta de Ofício Circular da bolsa, de que as OPACs que superem 2/3 das cotas emitidas pelo fundo disparem o dever de aquisição, em iguais condições, de todas as cotas remanescentes do fundo, o que nos pareceu um tratamento mais coerente e adequado às especificidades do veículo do que aquele conferido, em linhas gerais, pela Instrução CVM nº 361/02 ao caso geral.

18. Dessa forma, ao passo em que foram respeitadas as características particulares do segmento regulado pela proposta da bolsa, parece à SIN, SRE e SMI que elas também direcionam adequadamente as principais preocupações da CVM nessa matéria: (i) ser dirigida a todos os cotistas do fundo, com garantia de participação na oferta sempre em condições equitativas; (ii) ser intermediada com participante autorizado e regulado pela CVM e o próprio ambiente em que as cotas são admitidas à negociação; e (iii) permitir interferências que viabilizem a oferta de melhores condições para os cotistas, mas, de outro lado, sob condições organizadas e pré-estabelecidas que não permitam participações externas que visem apenas inviabilizar ou tumultuar a operação.

19. Outra questão que merece avaliação diz respeito ao normativo eleito pela Bolsa (Ofício Circular) para dar cumprimento a sua obrigação, dado que, à vista de uma avaliação conceitual mais ampla, fosse esperado que tal regulamentação estivesse contida no próprio regulamento de operações daquela entidade administradora de mercados regulamentados.

20. Ocorre, no entanto, que a eleição do Ofício Circular se dá num momento em que a BM&FBOVESPA está reformulando todo o seu regulamento de operações, cuja nova versão está em fase final de elaboração. Visto que o processo de avaliação do novo regulamento e manual de operações tende a ser bastante complexo, parece-nos razoável que as regras relativas à OPAC sejam estabelecidas por meio de Ofício Circular que além de ser dotado de capacidade normativa, pode entrar em vigor imediatamente. Ademais, uma vez aprovados, os procedimentos relativos às OPAC serão inseridos na nova versão do regulamento e manual de operações da Bolsa.

21. Assim, em face da adequação dos procedimentos adotados pela BM&FBOVESPA e sua conformidade com o disposto na Instrução CVM nº 461/2007, não vislumbramos óbice à aprovação do Ofício Circular proposto também nesse aspecto.

22. Diante de todo o exposto, submetemos a proposta de Ofício Circular à apreciação do Colegiado da CVM, com proposta pela sua aprovação, e também a de que sua relatoria seja conduzida, em conjunto, pela SIN, SMI e SRE.

Atenciosamente,

Daniel Walter Maeda Bernardo

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais - SIN

Francisco José Bastos Santos

Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários - SMI

Dov Rawet

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários - SRE



Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo, Superintendente**, em 10/05/2016, às 10:01, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Francisco José Bastos Santos, Superintendente**, em 10/05/2016, às 14:40, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 10/05/2016, às 14:44, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.
