

São Paulo, 21 de outubro de 2016.

OF.DIR – 088/16

Ilmo. Sr.

Antonio Carlos Berwanger

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Ref.: Alterações pontuais da Instrução CVM nº 571.

Primeiramente, gostaríamos de agradecer a disponibilidade da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) para abertura ao debate com a ANBIMA para tratar da implementação da nova Instrução dos Fundos de Investimentos Imobiliários, a CVM 571. Após a edição da norma, o mercado interpretou as novas regras às práticas de mercado e realizou testes de preenchimento dos informes periódicos. Como resultado, deparamo-nos com alguns pontos que merecem aperfeiçoamentos para melhor desenvolvimento da indústria.

Conforme entendimentos mantidos, vimos formalizar nossa proposta de ajustes pontuais da norma e aproveitamos para manifestar o interesse de manter aberto o diálogo sobre a implementação desta e dos demais instrumentos relacionados ao segmento imobiliário.

1. Informes Periódicos Trimestrais – alteração da informação de representatividade das receitas por inquilino para área locada

Um dos pontos considerados essenciais para a continuidade e evolução do produto é a divulgação da representatividade dos inquilinos nas receitas obtidas pelo fundo, conforme disposto no informe trimestral.



Com o preenchimento dos informes trimestrais, notou-se que, ao divulgar a receita gerada por setor de atuação dos inquilinos relevantes em cada imóvel, o valor de aluguel cobrado individualmente poderá ser facilmente identificado, principalmente em casos de imóveis com menor diversidade de locatários (em que é comum mais de um locatário representar mais de 10% de relevância dentro do imóvel).

Tal nível de abertura, embora busque aumentar a transparência das informações aos cotistas, será disponibilizada ao mercado em geral, causando impacto na estratégia do fundo, podendo resultar na renegociação de contratos de outros inquilinos e conseqüentemente nivelando os preços dos aluguéis praticados pelo fundo em valor mais baixo, o que reduz a rentabilidade.

Podemos ilustrar com um exemplo: um imóvel possui três inquilinos diferentes, sendo que (i) cada setor representa receitas parecidas para o fundo; (ii) os conjuntos ou andares têm metragens iguais; (iii) o inquilino A ocupa 10 (dez) salas comerciais, o inquilino B ocupa 9 (nove) salas comerciais e o inquilino C ocupa 8 (oito) salas comerciais. Considerando-se que todo o mercado terá conhecimento da representatividade das receitas de cada inquilino, será visível que o inquilino A paga valor de aluguel inferior por metro quadrado em relação aos demais inquilinos, e isso incentivará os outros dois inquilinos a solicitar a renegociação de seus contratos, podendo gerar impacto maior que a redução dos demais aluguéis para o valor pago pelo inquilino que possui um valor mais baixo. Os valores de contratos de aluguéis são negociados considerando a situação atual do mercado, o prazo, o risco de crédito do locatário, a taxa de ocupação do edifício e do mercado, entre outras variáveis; tal renegociação e nivelamento traria impacto direto de redução da distribuição de rendimentos aos cotistas.

Citamos aqui situações em que a disponibilização da informação poderá prejudicar as negociações estratégicas dos fundos:

- i) Diminuição do poder de barganha com os inquilinos: cientes de sua significância financeira perante o fundo, os inquilinos poderão solicitar a renegociação ou renovação de seus contratos para valores de aluguel inferiores aos praticados, prejudicando a rentabilização dos cotistas.
- ii) Abertura da base de inquilinos: proprietários de outros prédios com imóveis disponíveis para locação poderão identificar mais facilmente os locatários dos fundos com base nessas informações, aumentando o poder de negociação destes proprietários (e do restante do mercado) frente aos fundos imobiliários. Dessa forma, poderá ocorrer prejuízo aos fundos imobiliários com o oferecimento de imóveis a preços mais atrativos a esses inquilinos.



- iii) Dificuldade nas aquisições minoritárias: não apenas, mas principalmente nos casos em que o proprietário majoritário for companhia listada em bolsa de valores, haverá dificuldade em realizar investimentos minoritários devido à disparidade de informações prestadas ao mercado. As companhias listadas, em função da arbitragem de informações, poderão julgar mais adequado não realizar parcerias ou sociedades com fundos imobiliários, visando evitar que suas estratégias sejam prejudicadas pela divulgação obrigatória.
- iv) Confidencialidade: no caso de imóveis com poucos ou apenas um inquilino, a informação poderá fazer cláusulas de confidencialidade dos contratos de locação serem desrespeitadas pelos fundos, uma vez que a informação de quem é o inquilino ficará evidente.

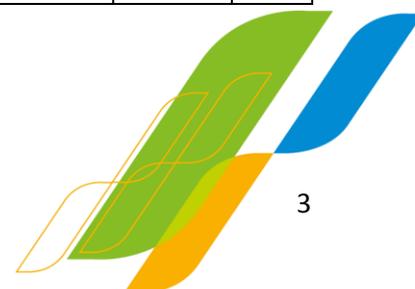
Sabendo da importância da informação, apresentamos alternativamente proposta para que a análise da concentração dos inquilinos seja realizada levando-se em consideração o percentual da área total dos imóveis, demonstrando sua relevância pela ocupação por m²/por setor. Dessa forma, resguarda-se a informação estratégica e ao mesmo tempo se permite a análise adequada pelo mercado.

Vale destacar que as companhias abertas do segmento não são obrigadas a prestar informações referentes às suas receitas da mesma forma solicitada neste informe. Apresentações e relatórios das companhias divulgados voluntariamente exibem, em geral, informações da área bruta locável por segmento de forma consolidada, ou seja, englobando os diversos empreendimentos.

Da mesma forma, por prática de mercado, a maioria dos administradores de fundos imobiliários já apresenta em seus materiais informações sobre setores, vacância e inadimplência referenciados na área bruta locável ou em m². Isso porque, no passado, alguns administradores chegaram a realizar suas divulgações com base na receita, mas tiveram de ajustar os relatórios após questionamentos sobre a possibilidade de renegociação, conforme já comentado.

Sendo assim, seguem os ajustes necessários no informe trimestral, contemplando a proposta de alterar a representatividade dos inquilinos nas receitas obtidas pelo fundo, pela informação de representatividade dos inquilinos perante a metragem de área locada:

1.1.2		Imóveis							
1.1.2.1		Imóveis para renda acabados							
1.1.2.1.1	Relação de imóveis para renda acabados (nome, endereço, área — m ² , nº de unidades ou lojas,	Área — m ²	% de Vacância	% de Inadimplência (a partir	% em relação às receitas	Relação de setores de atuação dos inquilinos responsáveis por mais de 10% das receitas área total oriundas	% em relação a área total de	% em relação às receitas	



	entre outras características relevantes ¹⁾			de 90 dias de atraso)	do FII	dos imóveis para renda acabados (m ²)	imóveis para renda acabados (m ²) às receitas oriundas do imóvel	tas de FII
	Imóvel 1					Setor de atuação do Inquilino 1		
						Setor de atuação do Inquilino 2		
						Setor de atuação do Inquilino N		
1.1.1.2. 2	Distribuição dos contratos de locação dos imóveis por prazo de vencimento		% de contratos dos imóveis alocados na faixa (% em relação à área total dos ao valor total das receitas auferidas pelo fundo advindas de imóveis para renda acabados)		% de contratos dos imóveis alocados na faixa (% em relação à área total locável de imóveis para renda acabados às receitas do FII)			
	Até 3 meses							
	De 3 meses e 1 dia a 6 meses							
1.1.1.2. 3	Distribuição dos contratos dos imóveis por indexador de reajuste		% de contratos dos imóveis reajustados pelo respectivo indexador (% em relação à área total de imóveis para renda acabados ao valor total das receitas auferidas pelo fundo advindas de imóveis para renda acabados)		% de contratos dos imóveis reajustados pelo respectivo indexador (% em relação à área do imóvel s receitas do FII)			
	IGP-M							
	INPC							
	IPCA							
	INCC							

2. Informes Periódicos Anuais – divulgação de cotas detidas no FII pelos representantes de cotistas e diretores responsáveis

Outro ponto que merece especial atenção refere-se à divulgação pública da quantidade de cotas do FII detida pelos representantes de cotistas e pelos diretores responsáveis pelos fundos no informe anual. Entendemos que essas informações envolvem questões de segurança e sigilo. No caso dos representantes de



cotistas, a informação pode desencorajar o exercício da atividade e, no caso dos diretores, pode promover a venda das cotas dos fundos nos quais são responsáveis, gerando movimento contrário ao que se espera ser o mais saudável ao mercado.

Citamos algumas questões relevantes de preocupação relacionadas à abertura ao mercado da informação da quantidade de cotas do FII detidas, compradas e vendidas, seja pelo representante de cotistas, seja pelo diretor responsável:

- (i) Insegurança: a publicidade de informações patrimoniais pode interferir na segurança pessoal dos indivíduos;
- (ii) Arbitragem regulatória: tal obrigatoriedade não existe para outros fundos de investimento, apenas os fundos imobiliários disponibilizarão esse tipo de informação;
- (iii) Regras sobre administração de carteiras de valores mobiliários: da mesma forma, a Instrução CVM 558/2015, que dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, solicita apenas que seja mantida a política de compra e venda de valores mobiliários por administradores, empregados, colaboradores e pela própria empresa, não sendo obrigatória a divulgação de informações sensíveis, como a posição dos diretores. Nesse caso, após a audiência pública, a norma editada não contemplou dados precisos, como a receita líquida da administradora, e sim dados sobre a resiliência financeira da companhia, bem como receita total nos últimos 36 meses de taxas fixa e de performance, em termos percentuais;
- (iv) Desincentivo ao investimento pelos diretores: tal regra pode levar diretores a se desfazerem das cotas de seus fundos para não realizarem abertura de suas informações patrimoniais, indo contra o conceito de que, ao aportar recursos em seus próprios fundos, haverá maior comprometimento/alinhamento com o fundo;
- (v) Desincentivo ao exercício da função de representante de cotistas: cotistas avaliarão o custo-benefício de ser representantes de cotista frente à obrigação de divulgar informações patrimoniais. Dessa forma, cotistas com posições mais relevantes e, portanto, que deveriam ter maior interesse na função, acabarão sendo desestimulados. Adicionalmente, já ocorreram situações em que representantes de cotistas de alguns fundos renunciaram seus cargos em função da necessidade de divulgar informações patrimoniais. Não conseguimos divulgar neste ofício casos específicos em função de confidencialidade destes.



Em paralelo, observamos as informações que são disponibilizadas pelas companhias abertas no que tange à titularidade e negociação dos diretores, membros dos conselhos e demais órgãos que envolvem valores mobiliários emitidos pela própria companhia. De acordo com o § 5º do art. 11 da Instrução CVM 358, a companhia recebe as informações de titularidade e negociação dos diretores e membros de conselho e as envia à CVM e, quando aplicável, também as envia às bolsas de valores e entidades de mercado de balcão organizado em que estão admitidas à negociação. Tal envio é realizado de forma consolidada, sem que sejam abertos os nomes dos diretores e conselheiros. Já a divulgação de nomes se dá apenas para os acionistas controladores ou detentores de participação igual ou superior a 5% (cinco por cento) de uma mesma classe ou espécie de ações, conforme formulário de referência (itens 15.1 e 15.2 do Anexo 24 da Instrução CVM 480).

Assim, apresentamos uma alternativa para demonstrar o percentual de participação do diretor e do representante do cotista em relação ao patrimônio líquido do fundo utilizando faixas de participação distribuídas em percentuais de 5% (cinco por cento), conforme já feito pelas companhias abertas:

- (i) se não possui cotas;
- (ii) se possui cotas até 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido do fundo;
- (iii) se possui cotas acima de 5% (cinco por cento) e até 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do fundo; e
- (iv) se possui cotas acima de 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do fundo.

Como forma de evidenciar as movimentações relevantes ocorridas durante o ano no fundo, tais participações seriam apresentadas em relação à: (i) participação atual; (ii) participação mínima durante o ano; e (iii) participação máxima durante o ano.

Entendemos ainda que a participação de 10% (dez por cento) já é relevante, evidenciando grande concentração e ensejando a alteração do tratamento tributário do fundo.

Complementando essa informação, sugerimos que também seja informado o percentual negociado em relação à posição do ano anterior, demonstrando, por exemplo, se o diretor e representante de cotista teve variação positiva ou negativa de suas posições.

12.	Governança
12.1	Representante(s) de cotistas
	Nome:
	Idade:



Profissão:			
CPF/CNPJ:			
E-mail:			
Formação acadêmica:			
Forma de remuneração (conforme definido em assembleia):			
Valor pago no ano de referência (R\$):	% sobre o patrimônio contábil:	% sobre o patrimônio a valor de mercado:	
Quantidade de cotas detidas do FII:			
Selecionar a participação detida no FII por faixas:			
Opções	Participação atual (31/12)	Participação mínima durante o ano	Participação máxima durante o ano
Não possui cotas:			
Possui até 5% de cotas do FII:			
Possui acima de 5% e até 10% de cotas do FII:			
Possui acima de 10% de cotas do FII:			
Percentual negociado em relação à posição do ano anterior (exemplo: 31/dez/2016 contra 31/dez/2015):		Quantidade de cotas do FII compradas no período:	
Quantidade de cotas do FII		Quantidade de cotas do FII vendidas no período:	
12.2 Diretor Responsável pelo FII			
Nome:			
Idade:			
Profissão:			
CPF:			
E-mail:			
Formação acadêmica:			
Quantidade de cotas detidas do FII:			
Selecionar a participação detida no FII por faixas:			
Opções:	Participação atual (31/12)	Participação mínima durante o	Participação máxima durante o



		ano	ano
Não possui cotas			
Possui até 5% de cotas do FII			
Possui acima de 5% e até 10% de cotas do FII			
Possui acima de 10% de cotas do FII			
Percentual negociado em relação à posição do ano anterior (exemplo: 31/dez/2016 contra 31/dez/2015): Quantidade de cotas do FII compradas no período:	Quantidade de cotas do FII vendidas no período:		

3. Disponibilização das informações do laudo de avaliação (anexo 12) – possibilidade de manter sigilo dos itens 5, 6 e 11

Imóveis, bens e direitos que serão adquiridos pelo fundo imobiliário devem ser objeto de prévia avaliação nos termos do Anexo 12 da Instrução. A ICVM 571 dispõe que, ao realizar a primeira distribuição de cotas, quando aplicável, deverá ser apresentado o laudo de avaliação, de acordo com o Anexo 12, mantendo em sigilo apenas as informações sobre contratos de aluguel (item 7 do Anexo 12) caso estejam protegidas por sigilo ou sua disponibilização possa prejudicar a estratégia do fundo, em linha com a sugestão da ANBIMA realizada durante a audiência pública.

Reavaliemos a disponibilização dos itens 5, 6 e 11 – Elementos de Avaliação, que tratam em resumo de taxa de desconto, incidência de tributos, risco de vacância, valor de aquisição individualizado de cada imóvel e análise de sensibilidade da valorização do fluxo de caixa, quando utilizado o fluxo de caixa descontado; valor ou estimativa dos rendimentos; e valor final proposto para o imóvel.

A disponibilização dessas informações pode prejudicar as negociações futuras dos fundos de investimentos imobiliários, principalmente quando se pretende adquirir unidades adicionais de lajes comerciais em um mesmo prédio ou lotes adicionais de um mesmo terreno, considerando que as premissas estão todas expostas, dificultando assim uma melhor negociação para o fundo. Cabe destacar que as empresas do setor que têm capital aberto em bolsa de valores não estão obrigadas a disponibilizar o mesmo nível de



informações, uma vez que paralelamente o formulário de referência solicita informação da existência ou não de clientes que sejam responsáveis por mais de 10% (dez por cento) da receita líquida total do emissor, discriminados apenas o montante total e os segmentos afetados pela receita. Concluímos assim que os itens 5, 6 e 11, assim como o item 7 deveriam estar sujeitos a sigilo quando sua divulgação puder prejudicar a estratégia do fundo e sugerimos o ajuste da norma.

Por isso, sugerimos a seguinte alteração na norma:

“Art. 10. A oferta pública de distribuição de cotas de FII será realizada por instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, em conformidade com o disposto na regulamentação aplicável, respeitadas, ainda, as disposições desta Seção.

§ 1º Quando aplicável, o pedido de registro de oferta pública de distribuição deve ser instruído com os documentos exigidos em regulamentação específica, bem como:

(...) II – o laudo de avaliação **do ativo/imóvel alvo da oferta** de que trata o art. 12, no caso da primeira oferta pública de distribuição de cotas do fundo, com exceção das informações mencionadas no item **5, 6, 7 e 11** do Anexo 12 quando estiverem protegidas por sigilo ou se prejudicarem a estratégia do fundo.”

4. Ativos Permitidos – aquisição de ativos emitidos por empresas não registradas na CVM

A nova redação da ICVM 571 incluiu a necessidade de os ativos abaixo listados terem seus emissores registrados junto à CVM:

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

(...) II – ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, **desde que se trate de emissores registrados na CVM** e cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII;” (grifos nossos)

A redação anterior da ICVM 472 citava que poderiam ser adquiridos ativos listados, desde que a emissão fosse objeto de registro ou autorização pela CVM:



II – desde que a **emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização** pela CVM, ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, desde que se trate de emissores cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FII;” (grifos nossos)

A indústria imobiliária tem como dinâmica operacional constituir SPEs (Sociedades de Propósito Específico) para desenvolvimento dos empreendimentos imobiliários, de forma a isolar os riscos do projeto, com o patrimônio de afetação, e facilitar seu controle, conforme possibilidade prevista no inciso III do mesmo artigo. Tais sociedades não são registradas na CVM, sendo usualmente constituídas sob a forma limitada ou de sociedade anônima de capital fechado, uma vez que têm objetivo único e conseqüentemente estrutura simplificada com menos custos do que teriam no processo de abertura de capital e na manutenção da condição de companhia aberta.

Os fundos imobiliários usualmente realizam seus investimentos por meio de ativos de renda fixa emitidos por essas SPEs, visando à mitigação dos riscos por meio da constituição de garantias, evitando, em situações de estresse, a perda total dos valores investidos.

Vale destacar que o dever de diligência do administrador não se altera quando o investimento é realizado via aquisição de cotas e/ou ações de SPEs, ou em títulos e valores mobiliários emitidos por tais empresas, inclusive pelas próprias regras de conduta descritas na Instrução CVM 558/2015.

Desta forma, entendemos ser muito importante, pelas características do mercado imobiliário, a norma ser ajustada de forma que preveja a exigência somente de registro ou autorização da CVM para a oferta e não haja exigência do registro do emissor, da mesma maneira anteriormente prevista.

Ante o exposto, solicitamos a esta autarquia que as considerações aqui descritas possam ser analisadas e aproveitamos para agradecer, mais uma vez, a oportunidade de participar dessas discussões, colocando-nos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se julguem necessários.

Atenciosamente,

original assinado por

Reinaldo Lacerda

Rodrigo Machado



Presidente do Comitê de Produtos Financeiros
Imobiliários da ANBIMA

Vice-Presidente do Comitê de Produtos
Financeiros Imobiliários da ANBIMA

