

OF. DIR. 005/2021

São Paulo, 19 de fevereiro de 2021.

Ao senhor

Daniel Walter Maeda Bernardo

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais (SIN)

Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Assunto: considerações a respeito do atual entendimento da DLIP (Divisão de Fundos Listados e de Participações) a respeito da necessidade de ratificação de assembleia geral única que tenha aprovado a aquisição de ativos financeiros em transações envolvendo partes relacionadas, em caso de nova oferta pública na qual houve alteração significativa de número de cotistas ou de patrimônio líquido, na forma do Ofício-Circular 1/2020-CVM/SRE (ofício-circular)

I. Introdução

Fazemos referência às ações de fiscalização enviadas pela DLIP aos administradores de fundos de investimento imobiliário, realizadas no âmbito da análise de ofertas públicas a serem cumpridas nos termos da Instrução CVM 400. Nessas ações, foi solicitada a submissão de deliberações já aprovadas anteriormente em assembleia geral de cotistas do fundo imobiliário – relacionadas a situações de não existência do potencial conflito de interesses na aquisição de ativos financeiros – a uma nova assembleia geral, caso tenha havido alteração significativa na quantidade de cotistas e/ou no patrimônio líquido do fundo imobiliário desde tais deliberações.

A introdução desse novo conceito trouxe ao mercado uma série de questionamentos, dificuldades operacionais e insegurança, uma vez que se trata de fundos negociados na B3, em mercado de bolsa, com alto grau de dispersão de cotistas e com grande volume de negociações diárias. Tal contexto acaba por dificultar (e, em alguns casos, impedir) a tomada de decisões em matérias que exijam quórum qualificado, como é o caso da aprovação de não existência do potencial conflito de interesses.



Cabe lembrar que tais fundos já contaram com grande esforço para aprovação em assembleia geral em ocasião anterior. Além disso, importa ressaltar que a própria CVM já reconheceu que, em determinadas situações, alguns fundos podem enfrentar diversas dificuldades para a obtenção do quórum qualificado e, com isso, ter seu funcionamento prejudicado. Isso acarreta insegurança e prejuízo aos que investiram em fundos que já contavam com a aprovação em assembleia geral e que, no caso de insucesso em tal nova aprovação, terão sua gestão impactada ao reduzir o potencial de ativos elegíveis ao seu investimento.

Portanto, diante dessa situação, gostaríamos de tecer alguns comentários de forma a contribuir para que o entendimento da DLIP seja reavaliado em linha com as boas práticas de mercado e, ainda, buscar não impactar negativamente a capacidade de gestão dos participantes desse mercado, sem deixar de garantir a devida transparência, a proteção aos investidores e o amadurecimento da indústria de fundos imobiliários.

II. Análise sobre (i) o mercado secundário e a constante alteração da base de cotistas e (ii) o impacto de uma oferta primária na base de cotistas

Realizamos uma análise por amostragem acerca dos efeitos do mercado secundário sobre a base de cotistas em fundos imobiliários, conforme tabela de projeções a seguir:

Código	Qtd. cotas	Cotas/dia	% FII/dia	1 mês	4 meses	1 semestre	1 ano
HCTR11	4.074.431	43.931	1,08%	22,64%	90,57%	135,86%	271,71%
IRDM11	11.500.000	60.785	0,53%	11,10%	44,40%	66,60%	133,20%
VILG11	10.760.855	48.838	0,45%	9,53%	38,12%	57,18%	114,37%
MXRF11	182.487.980	774.992	0,42%	8,92%	35,67%	53,51%	107,02%
BTLG11	12.984.501	54.265	0,42%	8,78%	35,11%	52,66%	105,32%
RBRP11	8.552.711	35.692	0,42%	8,76%	35,06%	52,58%	105,17%
RECT11	6.973.846	28.278	0,41%	8,52%	34,06%	51,09%	102,18%
RBRF11	9.190.232	35.725	0,39%	8,16%	32,65%	48,98%	97,96%
XPIN11	6.586.568	22.939	0,35%	7,31%	29,26%	43,88%	87,77%
HGLG11	18.436.967	58.573	0,32%	6,67%	26,69%	40,03%	80,06%



VRTA11	10.000.000	31.243	0,31%	6,56%	26,24%	39,37%	78,73%
VINO11	12.673.868	38.771	0,31%	6,42%	25,70%	38,55%	77,09%
XPLG11	20.757.449	57.825	0,28%	5,85%	23,40%	35,10%	70,20%
HGRU11	18.406.458	50.007	0,27%	5,71%	22,82%	34,23%	68,46%
MGFF11	9.050.620	23.846	0,26%	5,53%	22,13%	33,20%	66,39%

* Base retirada de movimentações dos fundos imobiliários entre 01/10/20 e 15/12/20.

** Projeções são estimativas com base no comportamento médio das cotas no período apurado.

Como se pode notar, independentemente da realização de uma nova emissão de cotas, a composição de cotistas do fundo imobiliário pode variar no mercado secundário de forma significativa, seja com a troca da base de cotistas, seja pela sua pulverização com a liquidez promovida pelo ambiente de bolsa.

Além disso, historicamente, em uma oferta primária de cotas em um fundo já pulverizado, seja pública (Instrução CVM 400) ou pública com esforços restritos (Instrução CVM 476), é comum o exercício do direito de preferência pelos atuais cotistas do fundo sobre grande parte das cotas emitidas, o que leva a não haver alteração significativa do número de cotistas em função da emissão.

Cabe lembrar que a administração e gestão do fundo imobiliário, ou mesmo a própria base de cotistas, jamais possuirá controle ou ingerência sobre o giro de cotas no mercado secundário e liquidez do fundo imobiliário. Isso posto, os novos cotistas que ingressam no fundo via bolsa no dia a dia têm como obrigação acatar as regras e deliberações previamente estabelecidas (tanto da adesão ao disposto no regulamento quanto das deliberações por meio de assembleias gerais), motivo pelo qual as regras de transparência são mais relevantes do que a ratificação em novo fórum, conforme trataremos no item III a seguir.

Portanto, entendemos não ser correto considerar o ingresso de novos investidores em uma oferta primária de cotas como um gatilho para a realização de uma nova assembleia geral de cotistas para aprovação de situações de potencial conflito de interesses. A menos que tal pedido de deliberação parta dos próprios cotistas novamente, os parâmetros de atuação do



administrador e do gestor já estão definidos pela assembleia geral realizada. Até lá, e partindo da premissa de que há transparência ao mercado em geral quanto às aprovações já realizadas, pode-se considerar que os cotistas estão de acordo com a estratégia aprovada anteriormente.

III. A transparência como mecanismo de prevenção de distorção de informação

Ao impor a necessidade de se ratificar aprovações para determinadas operações após a emissão de novas cotas, cria-se uma situação única na regulamentação. Com isso, (i) os regulamentos dos fundos *não podem* conter a política de investimentos completa do fundo, e (ii) o investidor que adquire cotas em uma oferta primária subsequente não saberá, até a conclusão desta, se parte relevante da política de investimentos do fundo permanecerá ou não em vigor, tendo em vista que essa política poderá ser alterada, de forma automática, em razão do resultado da distribuição das cotas. Entendemos que ambas as consequências mencionadas são indesejáveis e contrárias ao princípio da transparência, o qual permeia o mercado de capitais. Tal obstáculo a esse princípio pode resultar em insegurança jurídica, que inibe a tomada de decisão pelo investidor e prejudica o crescimento desse mercado.

Em nossa visão, uma vez que seja dado o adequado disclosure aos cotistas do fundo, aos potenciais investidores e ao mercado em geral das aprovações de operações com potencial conflito de interesses já legitimamente deliberadas e aprovadas em assembleia de cotistas, não deveria ser imposta ao fundo imobiliário a necessidade de nova ratificação. Tal divulgação pode se dar por meio, por exemplo, da inclusão de fatores de risco específicos em materiais de ofertas públicas do fundo, avisos e detalhamento de tais aprovações já realizadas na página do administrador do fundo imobiliário na internet, na B3 e na CVM, além da descrição das operações realizadas conforme já previsto no preenchimento e na publicação anual do Anexo 39-V da Instrução CVM 472.

Ainda, os instrumentos mais adequados para consolidar os critérios e as regras estabelecidos pelos próprios cotistas do fundo deveriam ser o seu regulamento e os informes periódicos previstos na Instrução CVM 472. Além disso, há os relatórios gerenciais do fundo, em geral publicados mensalmente, haja vista que, conforme mencionado no item I deste ofício, o próprio



mercado secundário pode ser o elemento de alteração ou aumento relevante da base de cotistas.

IV. Proposta

Por todo o exposto, uma vez aprovada a não existência do potencial conflito de interesses pelos cotistas, propomos que, primeiramente, seja dada a devida transparência ao mercado das deliberações tomadas por meio da consolidação da política de investimentos no regulamento do fundo. Para isso, é necessário que seja feita a descrição dessas decisões em campo adicional dentro do informe anual, o qual deverá ser atualizado assim que houver aprovação de potencial conflito de interesses em assembleia.

Ainda, de forma a dar objetividade às ações dos participantes desta indústria e contribuir com a dinâmica dos fundos, propomos que permaneçam em vigor as aprovações já realizadas em assembleia geral de cotistas cuja ordem do dia não tenha proposto a deliberação de critério de elegibilidade algum na ocasião. Essa medida valerá desde que as operações atendam determinados critérios objetivos para os ativos, os quais elencamos a seguir, de modo que não seja necessária reconvocação do estoque – efeito ex nunc. Dessa forma, o administrador ou gestor que se encontrem com fundos em tal situação deverão tomar novas providências em relação aos cotistas apenas caso optem por atender a critérios de elegibilidade que excedam os elencados na sequência.

A – CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários)

No momento da aquisição, os CRIs deverão cumprir os seguintes critérios:

- i) Contar, obrigatoriamente, com a instituição de regime fiduciário.
- ii) Ter sido objeto de oferta pública regulada pela Instrução CVM 400 ou pela Instrução CVM 476.
- iii) Não poderão ter sido emitidos por companhia securitizadora em relação à qual o gestor ou o administrador – quando este figurar como responsável pelas decisões da carteira mobiliária, bem como pessoas a eles ligadas, conforme o caso – detenham participação societária superior a 50%.



- iv) Contar com garantia real, constituída ou a ser constituída em determinado prazo, incluindo – mas não se limitando a – alienação fiduciária de imóveis, hipoteca, alienação fiduciária de quotas ou de ações, alienação fiduciária de ativos financeiros, ou outras garantias reais admitidas nos termos da legislação em vigor, exceto quando a operação for nos moldes do item v.
- v) Para operações sem a presença de garantia real (clean), o prazo dos CRIs estará limitado a cinco anos.
- vi) Para operações sem *Rating* ou com *Rating* inicial, verificando quando da aquisição do CRI, inferior a “A-” (A menos) ou classificação correspondente, deverão ter, no início da operação, uma razão de dívida e garantia (loan to value) não superior a 85%.
- vii) O fundo investidor não deverá ter mais de 50% da carteira em ativos enquadrados nessa situação.

B – Fundos de investimento imobiliário

No momento da aquisição de cotas de fundos que não integrem o índice de negociação (IFIX), em oferta pública primária ou secundária, ou em aquisições de cotas em mercado secundário, os fundos devem observar os seguintes requisitos:

- i) Ter sido ou ser objeto de oferta pública regulada pela Instrução CVM 400 ou oferta pública com esforços restritos de colocação, nos termos da Instrução CVM 476.
- ii) Ter suas cotas admitidas para negociação em bolsa.
- iii) O fundo investidor deve observar no máximo 50% de seu patrimônio em fundos imobiliários enquadrados em fundos com potencial conflito de interesses.

C – Cotas de fundos administrados por partes relacionadas ao administrador ou gestor para as necessidades de liquidez (gestão de caixa), no âmbito do artigo 46 da Instrução CVM 472

- i) O fundo deve ser classificado como renda fixa.
- ii) Sua cotização deve ser na abertura e a liquidação em D0.
- iii) O fundo deve possuir taxas de administração inferiores a 0,40%.

Cabe esclarecer que fundos que tenham feito aprovação anteriormente com a adoção de critérios de elegibilidade propostos e aprovados pelos cotistas permanecem com as



deliberações em vigor, pelas razões expostas no item III deste ofício, não se sujeitando ao proposto neste item.

V. Pontos adicionais não tratados no ofício-circular

A – Operações em mercado secundário e direito de preferência

Considerando-se os direitos que devem estar garantidos a todos os investidores, as características das operações de mercado secundário, em que não há incentivos econômicos, e levando-se em consideração a possibilidade de interferência do mercado e os critérios rígidos estabelecidos pela B3 na execução de leilões, em especial em fundos com alto volume de negociação, há uma concordância de que determinadas situações não devem ser entendidas como potencial conflito de interesses e que, portanto, não precisariam de qualquer aprovação prévia em assembleia geral. Estas seriam: (i) operações realizadas no mercado secundário com cotas de fundos que façam parte do índice de negociação (IFIX) e (ii) exercícios de direito de preferência.

B – Possibilidade de o fundo imobiliário adquirir cotas de fundos e CRIs, quando existir independência entre gestores ou entre o gestor e o administrador, quando este figurar como responsável pelas decisões da carteira mobiliária

Gostaríamos de confirmar o entendimento de que não deve ser considerada como hipótese de existência do potencial conflito de interesses: (i) a compra e venda de ativos entre fundo imobiliário, nos cenários em que os gestores de cada um deles sejam independentes entre si; (ii) a aquisição ou venda, por um fundo imobiliário, de cotas de outros fundos de investimento sob a mesma administração, desde que os fundos possuam gestores independentes, contratados para essa finalidade, não ligados ao gestor do fundo imobiliário investidor; (iii) a aquisição de CRIs estruturados e/ou distribuídos pelo administrador e/ou por empresas do seu grupo econômico, quando o fundo possuir um gestor independente do administrador.

Faz-se necessário constar que, estando as decisões de investimento do fundo a cargo de um gestor independente (e não do próprio administrador, que é passivo nessa decisão), tal situação não configura conflito de interesses.



Ressaltamos que os fundos de gestão ativa possuem sempre o gestor como o ator principal da negociação e formação de preços e das condições da negociação. Ou seja, o administrador, dentro de suas responsabilidades legais, envida seus esforços no dever fiduciário perante os cotistas e nas demais atividades de administração, tais como contabilidade, controladoria, custódia e escrituração, entre outros serviços necessários, para zelar pelo patrimônio dos investidores, o que não envolve a formação de preços.

C – Possibilidade de o fundo imobiliário adquirir CRIs de emissão de companhia securitizadora ligada ao gestor ou administrador

Gostaríamos de confirmar o entendimento da possibilidade de o fundo imobiliário adquirir CRIs de emissão de companhia securitizadora ligada ao gestor ou administrador, sem que tal aquisição seja considerada potencial conflito de interesses (ou seja, sem necessidade de aprovação em assembleia), desde que (i) a aquisição ocorra no mercado secundário e a distribuição primária tenha sido objeto de oferta pública (476 ou 400); ou (ii) a aquisição ocorra no mercado primário, mas com distribuição em oferta pública (476 ou 400); e (iii) a parcela adquirida represente no máximo 50% do total do CRI da série; e (iv) os CRI adquiridos representem no máximo 50% do patrimônio líquido do fundo investidor.

Possibilidade de o fundo imobiliário utilizar o administrador, gestor ou partes a eles relacionadas como intermediário das operações da carteira do fundo

Conforme previsto na Instrução CVM 558, a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários deve ser segregada e independente das atividades de intermediação e distribuição de valores mobiliários. Isso posto, e levando-se em consideração que todas as atividades são reguladas e fiscalizadas pelos órgãos reguladores e autorreguladores, bem como por respectivas auditorias, gostaríamos de confirmar o entendimento de que não deve ser considerada como hipótese de potencial conflito de interesses a contratação do administrador, do gestor ou de partes a eles relacionadas para desempenhar atividades de intermediário das operações das carteiras dos fundos.



É importante lembrar que a própria Instrução CVM 558, em seu artigo 18, especifica que, nos casos de distribuição pública em que a pessoa jurídica responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários, ou partes relacionadas, participe do consórcio de distribuição, é admitida a subscrição de valores mobiliários para a carteira, desde que em condições idênticas às que prevalecerem no mercado ou em que o administrador contrataria com terceiros.

Sendo o que nos cabia até o presente momento, permanecemos à disposição para eventuais novos esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,

Carlos Alberto Pereira Martins
Coordenador da Comissão Temática de
Imobiliário – ANBIMA

