



RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 07/14 – Processo CVM nº RJ 2012-6197

Objeto: Divulgação de informações e governança dos fundos de investimento imobiliário – Altera dispositivos da Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, e da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.

1. Introdução

O presente relatório é resultado da Audiência Pública SDM nº 07/14, que recebeu comentários entre os dias 4 de agosto de 2014 e 3 de novembro de 2014, tendo por objeto a alteração da Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2001, que regulamenta a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário - FII, e da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários à proposta de alteração das Instruções CVM nº 472, de 2008, e 400, de 2003 (“Minuta”); (iv) outras propostas; e (v) proposta definitiva de instrução.

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas na Audiência Pública nº 07/14.

Sugestões e comentários relacionados à forma, referências ou redação foram refletidos na instrução alteradora, mas não necessariamente estão descritos no presente relatório.

2. Participantes

- i) Adriano Comunian Boldin;
- ii) Alaudio F. Amaral Neto;
- iii) Alex Reuter;
- iv) Alvaro Caputo;
- v) ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”);
- vi) Anderson Ghuerren Costa;



- vii) André Bassani;
- viii) André Coelho de Mattos;
- ix) Arnaldo Botner;
- x) Blog do Tetzner;
- xi) BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBOVESPA”);
- xii) Bruno Andrade Papi;
- xiii) Carlos Alberto Gonçalves Teixeira;
- xiv) Carlos Eduardo de Arruda Silveira;
- xv) Carlos Manoel Marques;
- xvi) Cesar Crispim Vilar;
- xvii) Coinvalores CCVM Ltda. (“Coinvalores”);
- xviii) Dagoberto Corrarello;
- xix) David Santos;
- xx) Diego Rosa Perea;
- xxi) Dimitri Matozsko;
- xxii) Dirlenes Dimer Magnus;
- xxiii) Edilson Braga;
- xxiv) Eduardo André Lopes Pinto;
- xxv) Emilio Cesar Lopes Vaamonde;
- xxvi) Fernando Clauzet Percinotti;
- xxvii) Flavio Faga;
- xxviii) Flávio Napoleão Buarque Barbosa Ferro Costa;
- xxix) Fúlvio Schiavo;
- xxx) Gabriel Fajardo;
- xxxi) Geraldo Alves de Queiroz;
- xxxii) Giovana Della Pasqua;
- xxxiii) GRIFI – Grupo de Investidores em Fundos Imobiliários (“GRIFI”);
- xxxiv) Guilherme Labigalini;
- xxxv) Henrique dos Santos;
- xxxvi) Idair José Chies e Vania Regina Monico;
- xxxvii) Jhordano Malacarne Bravim;
- xxxviii) Joaz Praxedes Jr.;
- xxxix) João Menandro da Silva Neto;
- xl) João Roberto Roiffé Gobbato;
- xli) Kaio Rafael de Souza Barbosa;
- xlii) Lauro Broncher Brand;
- xliii) Lanna Ribeiro, Carneiro de Souza & Fragoso Pires Advogados (“LCCF Advogados”);



- xliv) Leandro Oliveira Antonio;
- xlvi) Leon Stivelberg;
- xlvi) Leonardo Forest Castilhos;
- xlvi) Leonardo Galvão Murgi;
- xlvi) Luiz Felipe Espozel Brandão de Barros;
- xlix) Luiz Guilherme Poggio Teixeira;
- l) Luiz Gustavo Aurnheimer Vieira;
- li) Maicon Tadeu Laurenti;
- lii) Marcelo Bresciani Pamplona;
- liii) Marcelo Millan Pires Armada;
- liv) Marcelo Ortolan Pazzetto;
- lv) Maria Cristina Souza Costa;
- lvi) Maria das Dores Vieira;
- lvii) Maria Helena Bontempo;
- lviii) Marisa de Oliveira Santos;
- lix) Madrona, Hong, Mazzuco – Sociedade de Advogados (“MHM”);
- lx) Max Maranhão;
- lxi) Nelson de Mello Gonçalves;
- lxii) Nestor Ivo Noll;
- lxiii) Negrão, Ferrari & Bumlai Chodraui Advogados (“NFBC”);
- lxiv) Nilva Lourdes Vezaro Bassani;
- lxv) Oswaldo Luiz Lopes da Silva;
- lxvi) P56 Empreendimentos e Participações Ltda. (“P56”);
- lxvii) Paulo Abade;
- lxviii) Paulo Caetano Machado;
- lxix) Paulo César Gomes de Sousa;
- lxx) Paulo Roberto Martinussi Pedro;
- lxxi) Paulo Scatulin Bocca;
- lxxii) PMKA Advogados (“PMKA”);
- lxxiii) Rafael Mendes Marrara Leite;
- lxxiv) Ricardo Maneta;
- lxxv) Ricardo Nascimento Gomes;
- lxxvi) Ricardo Pires Castanho Valente;
- lxxvii) Ricardo S. de Araújo Orihuela;
- lxxviii) Ricardo Shiguemitsu Shimabukuro;
- lxxix) Rio Bravo Investimentos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. (“Rio Bravo”);
- lxxx) Rodrigo Carvalho Lopes dos Santos;



- lxxxi) Rodrigo Eduardo de Deus Castilho;
- lxxxii) Rodrigo Grando;
- lxxxiii) Rodrigo Oliveira;
- lxxxiv) Rodrigo Pimenta Carvalho;
- lxxxv) Salusse, Marangoni, Leite, Parente, Jabur, Klug e Périllier Advogados (“Salusse Marangoni Advogados”);
- lxxxvi) Santiago Santos Gottschall;
- lxxxvii) SECOVI – SP – Sindicato das Empresas de Compra, Venda, Locação, Incorporação de Imóveis e Loteamentos de São Paulo (“SECOVI-SP”);
- lxxxviii) Stocche, Forbes, Padis, Filizzola, Clápis, Passaro, Meyer e Refinetti Advogados (“Stocche Forbes”);
- lxxxix) Sérgio René Pessoa Vila Nova Filho;
- xc) Thaiane Amanda de Assumpção;
- xc i) Thiago Colucci Alves;
- xcii) Thiago Lessa;
- xciii) Thiago Vianna;
- xciv) Thiago Weber Pagno;
- xcv) Tiago José Cardoso Machado;
- xcvi) Uqbar Educação e Informação Financeira Avançada (“Uqbar”);
- xcvii) Valdecir Nelson Hass;
- xcviii) Vinicius Tafarello Gruppi;
- xcix) Wagner Marcos Almeida; e
- c) William Ramos.

Adriano Comunian Boldin, Alaudio F. Amaral Neto, Alex Reuter, Alvaro Caputo, Anderson Ghuerren Costa, André Bassani, André Coelho de Mattos, Arnaldo Botner, Bruno Andrade Papi, Carlos Alberto Gonçalves Teixeira, Carlos Eduardo de Arruda Silveira, Carlos Manoel Marques, Cesar Crispim Vilar, Dagoberto Corrarello, David Santos, Diego Rosa Perea, Dimitri Matozsko, Dirlenes Dimer Magnus, Eduardo André Lopes Pinto, Emilio Cesar Lopes Vaamonde, Fernando Clauzet Percinotti, Flavio Faga, Flávio Napoleão Buarque Barbosa Ferro Costa, Fúlvio Schiavo, Gabriel Fajardo, Geraldo Alves de Queiroz, Giovana Della Pasqua, Guilherme Labigalini, Henrique dos Santos, Jhordano Malacarne Bravim, Joaz Praxedes Jr., João Menandro da Silva Neto, João Roberto Roiffé Gobbato, Kaio Rafael de Souza Barbosa, Lauro Broncher Brand, Leandro Oliveira Antonio, Leon Stivelberg, Leonardo Forest Castilhos, Leonardo Galvão Murgi, Luiz Felipe Espozel Brandão de Barros, Luiz Guilherme Poggio Teixeira, Maicon Tadeu Laurenti, Marcelo Bresciani Pamplona, Marcelo Millan Pires Armada, Marcelo Ortolan Pazzetto, Maria Cristina Souza Costa, Maria das Dores Vieira, Maria Helena Bontempo, Marisa de Oliveira Santos, Max Maranhão, Nilva Lourdes Vezaro Bassani, Oswaldo Luiz Lopes da Silva, Paulo



Abade, Paulo Caetano Machado, Paulo César Gomes de Sousa, Paulo Roberto Martinussi Pedro, Paulo Scatulin Bocca, Rafael Mendes Marrara Leite, Ricardo Maneta, Ricardo Nascimento Gomes, Ricardo Shiguemitsu Shimabukuro, Rodrigo Carvalho Lopes dos Santos, Rodrigo Eduardo de Deus Castilho, Rodrigo Grando, Rodrigo Oliveira, Rodrigo Pimenta Carvalho, Sérgio René Pessoa Vila Nova Filho, Thaiane Amanda de Assumpção, Thiago Colucci Alves, Thiago Lessa, Thiago Vianna, Thiago Weber Pagno, Tiago José Cardoso Machado, Valdecir Nelson Hass, Vinicius Tafarello Gruppi, Wagner Marcos Almeida e William Ramos serão conjuntamente designados como “Grupo de Pessoas Físicas”.

3. Comentários à Minuta – Instrução CVM nº 472, de 2008

3.1. Constituição e funcionamento do FII (art. 4º)

A ANBIMA concordou com a necessidade de unificação dos momentos de registro de constituição e funcionamento do FII e indicou que essa medida evitará problemas operacionais.

O LCCF Advogados concordou com a alteração proposta para o art. 4º da Instrução CVM nº 472, de 2008, com a extensão de 5 para 10 dias do prazo para concessão automática do registro de constituição e funcionamento do fundo. No entanto, entendeu que seria importante a previsão de um prazo para a realização de ajustes nos documentos protocolados, mesmo que a pedido da própria CVM. Assim, o LCCF Advogados propôs a inclusão de um mecanismo semelhante àquele previsto no art. 16, § 1º, da Instrução CVM nº 400, de 2003, para a correção de vícios sanáveis em tais documentos.

De acordo com o mecanismo proposto pelo LCCF Advogados, previamente ao indeferimento da autorização de constituição e funcionamento do fundo, caberia à CVM o envio de ofício ao administrador, concedendo-lhe a oportunidade de suprir os vícios sanáveis, se houver, no prazo de 2 dias úteis a contar do recebimento do ofício ou no restante do prazo de análise, o que for maior. Em seguida, deveria ser atribuído à CVM o prazo de 3 dias úteis para manifestação sobre o cumprimento das exigências formuladas.

A proposta apresentada pelo LCCF Advogados não parece pertinente. Em primeiro lugar, a CVM entende que o mecanismo atualmente vigente – incluindo a concessão automática de registro de forma semelhante aos demais fundos estruturados – parece ser mais benéfico para os administradores, sendo que, até o momento, não foram apresentadas quaisquer reclamações da parte destes ou de outros participantes do mercado. Com a extensão do prazo de análise da CVM de 5 para 10 dias úteis, a Autarquia acredita que esse mecanismo será aprimorado, com a devida observação dos prazos regulamentares para a concessão dos registros ou análise de eventuais vícios nos documentos relativos à constituição dos fundos.



Além disso, a CVM ressalta que os prazos atualmente concedidos aos administradores para o cumprimento de exigências em relação aos documentos relacionados à constituição de fundos estão em consonância com a quantidade e com a complexidade de tais exigências, admitindo prorrogações e estando de acordo com as expectativas dos próprios interessados neste processo.

A Rio Bravo solicitou que a CVM esclareça qual será o procedimento para a realização da comunicação de que trata o art. 4º, § único (protocolo físico ou eletrônico), bem como informe se deverão ser apresentados documentos anexos a essa comunicação para comprovar a integralização de cotas.

Tal como observado em relação aos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 555, de 2014, e aos demais fundos estruturados, o comunicado de que trata o parágrafo único do art. 4º da Instrução CVM nº 472, de 2008, deverá ser apresentado por meio do sistema disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, na forma de um comunicado ao mercado.

3.2. Cotas (art. 6º)

Ainda que a matéria não tenha sido objeto da audiência pública, a ANBIMA indicou que gostaria de discutir com a CVM a possibilidade da existência de uma ou mais classe de cotas de FII, com a atribuição de direitos políticos e/ou econômico-financeiros diferenciados para as matérias que especificar.

Essa diferenciação, que já seria possível para os fundos de investimento em participação e para os fundos de investimento em direitos creditórios, aumentaria a governança dos FII e mitigaria os riscos entre as classes de cotas.

Essa sugestão extrapola o escopo da audiência pública e, para a sua implementação, seriam necessários estudos ainda não conduzidos pela CVM.

De qualquer forma, cabe ressaltar que, para os fundos de investimento imobiliário destinados exclusivamente a investidores qualificados, é permitida a emissão de cotas com diferentes direitos econômico-financeiros, nos termos do art. 55, V, da Instrução CVM nº 472, de 2008.

3.3. Ofertas públicas de aquisição de cotas (art. 6º, §3º)

A BM&FBOVESPA sugeriu a alteração da redação do § 3º do art. 6º da Instrução CVM nº 472, de 2008, para esclarecer que as ofertas públicas voluntárias que visem à aquisição das cotas de um FII devem obedecer às normas estabelecidas nas regras e procedimentos operacionais das entidades



administradoras de mercados organizados em que as cotas do fundo sejam admitidas à negociação. Com esse ajuste, a participante excluiu a menção a um “regulamento” da entidade administradora de mercados organizados, evitando a interpretação de que será necessário um regulamento próprio e exclusivo para tratar desse tipo de operação.

Além disso, a BM&FBOVESPA sugeriu que sejam abordadas as ofertas públicas de aquisição de cotas que envolvam uma permuta de valores mobiliários, como cotas de outros fundos de investimento, ações e certificados de recebíveis imobiliários.

Com base no art. 19, § 5º, I, da Lei nº 6.385, de 1976 e no art. 2º, § 1º, da Instrução CVM nº 361, de 2002, a BM&FBOVESPA propôs que, não obstante envolverem uma oferta pública de distribuição dos valores mobiliários dados em permuta, essas ofertas públicas de aquisição sejam dispensadas de registro na CVM quando: (i) os valores mobiliários objeto da permuta sejam admitidos à negociação em mercado de bolsa ou balcão organizado sem qualquer tipo de restrição à negociação; e (ii) seu emissor seja registrado perante a CVM e listado perante a respectiva entidade administradora de mercado organizado. Para a participante, esses requisitos garantiriam a adequada disponibilidade de informações acerca do valor mobiliário dado em permuta e de seu emissor, viabilizando a dispensa de registro da oferta.

A primeira sugestão feita pela BM&FBOVESPA é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

A CVM entende que não seria adequada a dispensa de registro às ofertas públicas de aquisição de cotas que envolvam permuta de valores mobiliários, uma vez que, justamente como apontado pela bolsa, tais ofertas compreendem também uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários. Para a regulamentação dessas ofertas, a CVM entende que serão necessárias discussões adicionais com a indústria.

3.4. Registro da oferta pública de distribuição de cotas (art. 10)

A ANBIMA e a BM&FBOVESPA sugeriram a alteração do art. 10 da Instrução CVM nº 472, de 2008, de modo a ressaltar que, nos termos da regulamentação em vigor, existem situações em que as ofertas públicas de distribuição de cotas de FII podem ter seu registro na CVM dispensado. No mesmo sentido, a Rio Bravo sugeriu que a redação do **caput** desse artigo seja ajustada para excluir a menção ao registro prévio das ofertas públicas na CVM e fazer constar que essas ofertas serão realizadas “em conformidade com as instruções da CVM referentes a ofertas públicas”.



A BM&FBOVESPA também sugeriu a alteração do título da seção I do capítulo III da Minuta para excluir a palavra “registro”.

As sugestões são pertinentes e foram refletidas na Instrução CVM nº 472, de 2008.

Tratando das hipóteses em que o registro da oferta pública de distribuição é exigido nos termos da Instrução CVM nº 400, de 2003, a ANBIMA sugeriu que a menção aos documentos e informações necessários para fins desse registro no art. 10, § 1º, deve ser acompanhada da expressão “no que couber”. Isso porque, no caso da primeira oferta de distribuição de cotas de um fundo, algumas das informações incluídas no novo Anexo 39-V, exigido para fins do registro, podem não estar disponíveis.

Como sugestão, a ANBIMA apontou que, quando da primeira emissão de cotas, poderiam ser disponibilizadas as informações constantes dos itens 2, 4, 9, 10, 11, 12.2, 15 e 16 do Anexo 39-V.

Em sentido semelhante, a Rio Bravo sugeriu a inclusão da expressão “no que for aplicável” no art. 10, § 1º, e solicitou que a CVM esclareça quais são as informações mínimas do Anexo 39-V que deverão ser apresentadas quando da realização da primeira oferta de cotas de um fundo que ainda seja pré-operacional e que não tenha ativos em sua carteira.

Adicionalmente, em vista da regulamentação aplicável às ofertas públicas, a Rio Bravo sugeriu a alteração da redação do mesmo art. 10, § 1º, para indicar que os pedidos de registro de ofertas públicas serão instruídos com os documentos e informações exigidos pelo Anexo 39-V da Instrução CVM nº 472, de 2008, e, somente se for o caso, pelo Anexo II da Instrução CVM nº 400, de 2003.

O Stocche Forbes sugeriu a alteração do art. 10, § 1º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para esclarecer se o formulário que instruirá o pedido de registro de ofertas públicas de distribuição será o último formulário divulgado pelo FII, nos termos do art. 39, V, da mesma instrução, ou se será necessária a elaboração, pelo administrador, de uma versão atualizada do documento.

Além disso, o Stocche Forbes sugeriu que a apresentação do formulário acima mencionado seja dispensada quando se tratar da primeira emissão de cotas do FII, uma vez que, nesses casos, as informações úteis à CVM e aos investidores já constarão do prospecto, não restando informações relevantes a serem incluídas no formulário.

Em consonância com o que foi comentado acima, a CVM considera pertinente a alteração da redação do art. 10 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para esclarecer que as informações relativas às



ofertas públicas de distribuição deverão observar o regime aplicável a essas ofertas, seja nos termos da Instrução CVM nº 400, de 2003, seja nos termos da Instrução CVM nº 476, de 2009.

Da mesma forma, a CVM concorda que a redação do mesmo artigo pode ser alterada para esclarecer que nem todas as informações contempladas no Anexo 39-V serão exigíveis quando da realização da primeira oferta de distribuição de cotas do FII.

Sem prejuízo das alterações propostas para este anexo e discutidas a seguir no presente relatório, a CVM entende que, quando da primeira distribuição de cotas, deverão ser apresentadas as seguintes informações: (i) dados cadastrais do FII; (ii) programa de investimentos para os exercícios seguintes; (iii) riscos incorridos pelos cotistas inerentes aos investimentos do FII; (iv) informações sobre as assembleias gerais do fundo; (v) informações sobre os prestadores de serviços do fundo; (vi) política de remuneração do administrador; (vii) dados do diretor responsável pelo FII; (viii) mercados brasileiros nos quais as cotas emitidas sejam admitidas à negociação; (ix) política de divulgação de informações; e Regras e prazos para chamada de capital do fundo.

Além disso, a CVM esclarece que, no caso de ofertas subsequentes, deverá ser apresentada uma nova versão do Anexo 39-V, especificamente atualizada para esse fim.

O GRIFI argumentou que a redução do tempo necessário para a emissão de novas cotas de um fundo deveria passar pela revisão dos processos e prazos atuais, mas sem prejuízo à competência da assembleia geral e ao direito de preferência dos cotistas. Nesse sentido, o grupo de cotistas propôs que, em casos de urgência, o disposto no art. 10, §§ 1º a 3º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, fosse combinado com a redução do número de fases e do prazo de duração de cada fase da oferta pública de distribuição de cotas (por exemplo, com a eliminação do período de exercício do direito dos atuais cotistas às sobras, de modo que a oferta fosse composta somente pela fase de exercício do direito de preferência e pela fase de distribuição pública).

Essa sugestão extrapola o escopo da audiência pública e, para a sua implementação, seriam necessários estudos ainda não conduzidos pela CVM.

Em relação à concessão automática de registro das ofertas públicas de distribuição de cotas, proposta para o art. 10, § 2º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, o LCCF Advogados entendeu que seria importante a previsão de um prazo para a realização de ajustes nos documentos protocolados, mesmo que a pedido da própria CVM. Assim, esse participante propôs a inclusão de um mecanismo semelhante àquele previsto no art. 16, § 1º da Instrução CVM nº 400, de 2003, para a correção de vícios sanáveis em tais documentos.



De acordo com o mecanismo proposto pelo LCCF Advogados, previamente ao indeferimento do pedido de registro da oferta, caberia à CVM o envio de ofício à instituição líder, com cópia para o administrador, concedendo-lhe a oportunidade de suprir os vícios sanáveis, se houver, no prazo de 2 dias úteis a contar do recebimento do ofício ou no restante do prazo de análise, o que for maior. Em seguida, deveria ser atribuído à CVM o prazo de 3 dias úteis para manifestação sobre o cumprimento das exigências formuladas.

Essa sugestão não é adequada aos objetivos do mecanismo proposto para o art. 10, § 2º, da Instrução CVM nº 472, de 2008. Conforme explicado no Edital de Audiência Pública SDM nº 07/14 (“Edital”), o pressuposto desse dispositivo é que, de um lado, os documentos relativos à nova oferta incorporem os comentários, críticas e correções formulados pela CVM em relação a uma oferta anterior e que, de outro lado, as informações do fundo já tenham sido analisadas pela Autarquia.

Assim, ainda que a análise da CVM se concentre sobre informações novas, pressupõe-se que o administrador refletirá nos documentos da nova oferta a expertise adquirida ao elaborar os documentos da oferta anterior, evitando a existência de quaisquer vícios. Caso contrário, sendo necessária a formulação de exigências por parte da CVM, deverão ser observados os prazos ordinários dispostos na Instrução CVM nº 400, de 2003.

O LCCF Advogados propôs que sejam esclarecidas quais alterações na política de investimento do fundo são consideradas relevantes para fins da proposta contida na Minuta em relação ao art. 10, § 3º, da Instrução CVM nº 472, de 2008. Nesse sentido, o LCCF Advogados sugeriu que sejam consideradas relevantes as alterações relacionadas ao conteúdo das alíneas “a” a “f” do art. 15 da mesma instrução.

Essa sugestão não parece pertinente, uma vez que o conteúdo das alíneas “a” a “f” do art. 15 da Instrução CVM nº 472, de 2008, diz respeito somente ao conteúdo mínimo da política de investimento, não tratando de outros pontos relevantes que podem ser inseridos pelo administrador quando da constituição do fundo ou pelos cotistas reunidos em assembleia geral.

O Salusse Marangoni Advogados sugeriu o aprimoramento da redação dos §§ 2º e 3º do art. 10 da Instrução CVM nº 472, de 2008, com o objetivo de facilitar os trabalhos e aumentar o poder da CVM.

Nesse sentido, o § 2º disporia que, para os fundos que já tiverem cotas distribuídas por meio de oferta pública registrada perante a CVM, o registro das ofertas públicas de distribuição de cotas subsequentes dependerá do protocolo na CVM dos documentos e informações mencionados no § 1º, com



expressa indicação de mudanças relevantes na política de investimento do fundo ou alteração de seu público alvo desde a realização da última oferta pública de distribuição de cotas registradas na CVM.

Em seguida, o § 3º disporia que, nos casos previstos no § 2º, a CVM, a seu critério e com base nas mudanças ou alterações observadas, poderá exigir, no prazo de 10 dias úteis, novo registro de oferta pública, sendo que, não havendo manifestação da Autarquia no prazo mencionado, fica o registro automaticamente concedido.

A proposta acima não parece adequada à lógica do mecanismo proposto pela Minuta. A CVM considera ser mais eficiente a exigência de um único protocolo dos documentos de ofertas subsequentes por parte do administrador e da instituição líder, a partir do qual: (i) aplica-se o prazo de análise previsto no art. 10, § 2º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, com a consequente emissão de ofício, pela Autarquia, comunicando o registro automático da oferta ao final do período de 10 dias úteis; ou (ii) aplica-se o prazo de análise previsto na Instrução CVM nº 400, de 2003, se existentes quaisquer das condições previstas no art. 10, § 3º, da Instrução CVM nº 472, de 2008.

3.5. Integralização e subscrição de cotas (art. 11)

A ANBIMA sugeriu a alteração do art. 11 da Instrução CVM nº 472, de 2008, de modo a prever a possibilidade de a integralização de cotas ser realizada não apenas com imóveis, mas também com outros ativos cuja aquisição é permitida ao FII (indicados no art. 45 da mesma instrução). Para a ANBIMA, essa permissão fomentaria o desenvolvimento da indústria de FII e permitiria a atração de investidores que detêm ativos de baixa liquidez e que não têm interesse em desinvestir, mas, sim, em transferir esses ativos para um FII, beneficiando-se da pulverização, maior liquidez e gestão profissional.

Em caso de aceitação dessa proposta, a ANBIMA indicou também como deveria ocorrer a precificação dos ativos utilizados para a integralização de cotas. De um lado, as cotas de sociedades de propósito específico deveriam ser precificadas com base em um laudo de avaliação, tal como aquele exigido para fins da integralização de imóveis. De outro lado, valores mobiliários como CRI, cotas de FII ou FIDC e CEPAC, deveriam ser precificados com base em critério adotado pelo administrador do fundo ou por prestador de serviço de controladoria com base em manual de marcação a mercado.

O GRIFI, o NFBC, o PMKA e o SECOVI-SP também sugeriram que o art. 11 da Instrução CVM nº 472, de 2008, seja alterado de modo a permitir a integralização de cotas por meio de qualquer um dos ativos citados no art. 45 da mesma instrução.



O GRIFI lembrou que essa permissão deve estar alinhada com a previsão desses ativos na política de investimentos do fundo. Enquanto isso, o NFBC lembrou que devem ser observados, junto a essa permissão, os procedimentos previstos no art. 12 da mesma instrução.

Essa sugestão extrapola o escopo da audiência pública. Ainda assim, cabe ressaltar que, nos termos do art. 55, I, da Instrução CVM nº 472, de 2008, desde que admitido em regulamento, pode ser autorizada a integralização de cotas com títulos e valores mobiliários se o fundo de investimento imobiliário for destinado exclusivamente a investidores qualificados.

Tendo em vista que os registros de constituição e de funcionamento dos fundos passarão a ser concedidos concomitantemente, o PMKA sugeriu que, a partir do momento em que for alcançado o volume mínimo da oferta, os recursos aportados pelos cotistas possam ser utilizados para a aquisição dos ativos-alvo do FII, nos termos previstos no regulamento. Como consequência, esse participante entende que deve ser alterado o art. 11, § 2º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, de modo a prever que deverão ser depositadas em instituição bancária as importâncias recebidas na integralização de cotas somente enquanto não atingido o volume mínimo definido na respectiva oferta.

Essa sugestão extrapola o escopo da audiência pública. Ainda assim, cabe esclarecer que, não obstante a unificação dos registros de constituição e funcionamento dos fundos de investimento imobiliário, devem ser atendidas as preocupações que condicionavam a concessão do registro de funcionamento ao encerramento da primeira oferta pública de distribuição de cotas. Em especial, a CVM entende que os investimentos nos empreendimentos objeto do fundo devem ter início somente após a captação de recursos suficientes para assegurar a viabilidade de sua execução.

Nesse sentido, é importante ressaltar que nos casos em que é admitida a distribuição parcial de cotas, a subscrição do valor mínimo antes do encerramento da oferta não acarreta, necessariamente, a efetiva captação de tais recursos pelo fundo.

Isso porque, nos termos do art. 31 da Instrução CVM nº 400, de 2003, sendo permitida a distribuição parcial de valores mobiliários, o investidor, pode, no ato de aceitação da oferta, condicionar a sua adesão a que haja a distribuição: (i) da totalidade dos valores mobiliários ofertados; ou (ii) de uma proporção ou quantidade mínima dos valores mobiliários originalmente objeto da oferta. Consequentemente, até que haja o encerramento da oferta, inexistem informações consolidadas sobre eventuais desistências em relação à manifestação de vontade dos novos investidores para a subscrição de cotas.



3.6. Laudo de avaliação (art. 12)

A ANBIMA indicou que a alteração feita na Minuta em relação ao art. 12 da Instrução CVM nº 472, de 2008, poderia inviabilizar a constituição de fundos mediante a integralização em bens e direitos, tendo em vista a impossibilidade de se realizar uma assembleia para aprovação dos laudos relativos aos bens e direitos utilizados na integralização de cotas da primeira emissão.

Substituindo a redação original, que previa que o laudo de avaliação utilizado para integralização de cotas em bens e direitos deve ser aprovado pela assembleia geral “caso o FII já esteja em funcionamento”, a ANBIMA sugeriu que essa aprovação ocorra “quando não se tratar da primeira emissão de cotas do FII”.

No mesmo sentido, o PMKA alegou que, se o FII for constituído tendo por objeto o investimento em determinado ativo e se esse ativo constar detalhadamente dos documentos da oferta, não seria necessária a realização de uma assembleia geral para a sua aprovação, uma vez que todos os cotistas estariam cientes da aquisição desse ativo quando optaram por investir no fundo. Assim, o participante sugeriu que o art. 12 da Instrução CVM nº 472, de 2008, seja alterado para deixar claro que a aprovação, pela assembleia geral, da integralização de cotas em bens e direitos será dispensada na constituição do FII caso os ativos integralizados tenham sido identificados nos documentos da oferta como ativos alvo da emissão.

Proposta semelhante também foi apresentada pelo SECOVI-SP e pela Rio Bravo. Para esses participantes, a aprovação da integralização de cotas em bens e direitos pela assembleia geral deve se aplicar somente aos fundos que já se encontrem em funcionamento. No caso dos fundos que estejam em constituição e nos quais não seja viável a realização de uma assembleia, as informações sobre essa integralização devem constar dos documentos da oferta, permitindo uma tomada de decisão informada por parte dos cotistas para a realização de seu investimento. Além disso, a Rio Bravo destacou que o administrador deve manter o laudo de avaliação de tais bens e direitos arquivado em sua sede.

Em sentido semelhante, o Stocche Forbes comentou que, ainda que o registro de funcionamento tenha sido excluído pela Minuta, seria necessário deixar claro que a regra prevista no art. 12 da Instrução CVM nº 472, de 2008, não se aplica à 1ª emissão de cotas de um FII, tendo em vista que nesses casos não haveria cotistas para aprovar a matéria em assembleia geral.

Ao propor a alteração do art. 12 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para excluir a menção ao funcionamento do FII, a CVM não buscou alterar o seu entendimento em relação a esse artigo. Em vista da unificação dos registros de constituição e funcionamento do fundo, a Autarquia propôs somente uma



alteração de redação e considerou que, pelo fato de a realização de uma assembleia ser possível somente após o início de funcionamento, a antiga redação seria redundante.

Ainda assim, diante dos questionamentos apresentados pelos participantes da audiência, a CVM esclarece que, no caso da primeira oferta pública de distribuição de cotas, a integralização dessas últimas com bens e direitos depende da divulgação do seu respectivo laudo de avaliação dentre os documentos da oferta. Desse modo, frente à impossibilidade de realização de uma assembleia geral de cotistas, exige-se que a decisão de investimento dos novos cotistas seja tomada de maneira informada, ciente dos bens conferidos ao patrimônio do fundo e do valor a eles atribuído.

Além disso, a Rio Bravo sugeriu um ajuste de redação no art. 12 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para que se faça referência à integralização de cotas com bens, direitos reais e cotas de sociedades de propósito específico.

Essa sugestão extrapola o escopo da audiência pública conforme mencionado no item 3.5.

O LCCF Advogados indicou que o conceito de valor justo mencionado no art. 12, § 4º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, proposto pela Minuta, não seria autoaplicável e dependeria da previsão de critérios para a sua aferição. Nesse sentido, sugeriu que sejam utilizados os critérios previstos na Instrução CVM nº 516, de 2011, descritos da seguinte forma:

- (i) o valor justo de uma propriedade para investimento deve refletir as condições de mercado no momento de sua aferição; e
- (ii) a melhor evidência do valor justo é dada pelos preços correntes de negociação em um mercado líquido, de ativos semelhantes, na mesma região e condição e sujeitos a contratos similares de alugueis ou outros.

Na impossibilidade de aplicação dos critérios acima mencionados, as seguintes informações, nessa ordem, deveriam ser utilizadas para apurar o valor justo:

- (i) preços correntes praticados em um mercado líquido de ativos de diferente natureza, condição, localização, sujeitos a diferentes contratos de alugueis ou outros, ajustados para refletir essas diferenças;
- (ii) preços recentes de ativos semelhantes praticados em mercados menos líquidos, ajustados para refletir quaisquer mudanças nas condições econômicas em relação à data da ocorrência daqueles preços; ou
- (iii) projeções de fluxos de caixa descontados baseados em estimativas confiáveis de fluxos futuros de caixa, consubstanciando nos termos do contrato de aluguel ou qualquer outro contrato existente e, quando possível, em evidências externas de valores correntes de alugueis de ativos na



mesma localização e condição, devendo usar taxas de desconto que reflitam as avaliações atuais do mercado quanto às incertezas no valor e prazo dos fluxos de caixa.

Ainda, o LCCF Advogados sugeriu que, caso o valor justo não seja mensurável no momento da integralização dos ativos, a assembleia geral do fundo pudesse aprovar outro critério para o laudo de avaliação.

Essa sugestão não parece pertinente. Sendo a Instrução CVM nº 516, de 2011, aplicável direta e exclusivamente aos fundos de investimento imobiliário, a CVM entende não haver dúvidas de que a interpretação de quaisquer conceitos contábeis inseridos na Instrução CVM nº 472, de 2008, deve ocorrer em consonância com aquela norma.

A ANBIMA e o SECOVI-SP sugeriram a alteração do item 7 do Anexo 12 à Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que as informações ali indicadas sejam divulgadas somente se não estiverem protegidas por sigilo e se não prejudicarem a estratégia dos fundos.

Conforme explicado pela ANBIMA, de forma geral, as informações solicitadas neste item do Anexo 12 acabam por expor condições estratégicas e comerciais dos contratos de locação, dos contratos de compra e venda e até mesmo dos ativos detidos pelo fundo, podendo prejudicar seus interesses, e, inclusive, diminuir a rentabilidade dos cotistas.

As informações de locação, sejam elas valores meramente estimados pelo avaliador ou provenientes de contratos de locação efetivos, são extremamente relevantes para o administrador na condução da estratégia do fundo. Embora o texto não solicite o valor, especificamente, pode-se chegar a essa informação cruzando dados dos informes periódicos com os de laudos eventualmente disponibilizados. A divulgação dessa informação poderia gerar atrito com locatários do fundo e prejudicar a busca por novas locações, uma vez que se tornaria praticamente impossível trabalhar buscando aumento de aluguel quando os potenciais locatários tivessem conhecimento em detalhes do que é praticado no imóvel.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida no art. 10, § 1º, II, da Instrução CVM nº 472, de 2008.

3.7. Subscrição parcial (art. 13)

A BM&FBOVESPA sugeriu a alteração do art. 13, § 1º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que, nas hipóteses em que for permitida a subscrição parcial de cotas no âmbito de ofertas públicas de distribuição, o ato que aprovar a emissão deve estipular um valor mínimo a ser subscrito, sob pena de



cancelamento da oferta, de forma a não comprometer a execução tanto dos empreendimentos imobiliários quanto de outros investimentos que sejam objeto do fundo.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

3.8. Regulamento do fundo (art. 15)

A ANBIMA concordou com a iniciativa da Minuta de tornar o regulamento do fundo um documento mais estático, com informações necessárias à avaliação do cotista e que tendem a não se alterar ao longo da vida do fundo, deixando a divulgação das informações cuja alteração seja mais dinâmica para o informe anual previsto no Anexo 39-V da Instrução CVM nº 472, de 2008.

Seguindo essa premissa, a ANBIMA sugeriu a alteração do art. 13 dessa instrução de forma a deixar claro que o regulamento do fundo deve, obrigatoriamente, dispor sobre a possibilidade ou não de subscrição parcial em oferta pública de distribuição de cotas, com o consequente cancelamento do saldo não colocado.

Essa sugestão é pertinente, mas a CVM entende que os ajustes sugeridos pela ANBIMA devem ser refletidos no inciso VII do art. 15 da Instrução CVM nº 472, de 2008.

O Grupo de Pessoas Físicas¹ discordou da alteração proposta para a alínea “c” do inciso II do art. 15 da Instrução CVM nº 472, de 2008. Segundo esses investidores, deve ser mantida a menção, no regulamento do fundo, aos riscos envolvidos pelos ativos nos quais o fundo investe, uma vez que cada fundo possui riscos específicos e deve ser dada ciência de tais riscos aos cotistas desde o momento de constituição do fundo.

Complementando essa argumentação, Gabriel Fajardo alegou que a previsão dos riscos serve como base para os cotistas questionarem os gestores que atuarem fora dos parâmetros estabelecidos no regulamento.

No mesmo sentido, o GRIFI sugeriu que seja mantida a exigência de menção, no regulamento, aos riscos de cada fundo.

Diante dos comentários acima descritos, a CVM considera relevante esclarecer que a Minuta não propõe a eliminação da divulgação dos riscos do fundo aos cotistas, mas somente a alteração dos

¹ Com exceção de João Roberto Roiffé Gobbato.



documentos nos quais tais riscos devem ser descritos pelo administrador. Com isso, não será alterada nem a possibilidade de acesso pelos cotistas a tais informações, nem a possibilidade de questionamentos sobre a atuação do administrador ou do gestor em consonância com a política de investimento do fundo.

Logo após a constituição do FII, a descrição dos riscos constará dos documentos apresentados no âmbito das ofertas públicas de distribuição de cotas realizadas nos termos da Instrução CVM nº 400, de 2003, permitindo que os novos cotistas tomem decisões informadas de investimento. Posteriormente, a descrição dos riscos constará do Anexo 39-V, apresentado anualmente e munido de informações precisas sobre os riscos relacionados ao patrimônio do fundo.

Em relação à alínea “e” do inciso II do artigo 15 da Instrução CVM nº 472, de 2008, o Grupo de Pessoas Físicas² sugeriu que a possibilidade de aquisição de imóveis gravados com ônus reais seja limitada aos ativos destacados dentre os riscos do fundo.

Além disso, o Grupo de Pessoas Físicas³ e o GRIFI sugeriram que, no caso dos fundos cujos regulamentos permitam esse tipo de aquisição, a denominação do próprio fundo contenha referência a essa possibilidade, alertando os cotistas sobre os riscos incorridos.

Ricardo Nascimento Gomes sugeriu que o dispositivo acima mencionado seja alterado de modo a exigir que, se admitida a aquisição de imóveis gravados com ônus reais, o regulamento de cada fundo especifique quais tipos de ônus são admitidos. Para justificar sua posição, esse investidor alegou que diferentes ônus reais acarretariam diferentes riscos para os ativos do fundo.

João Roberto Roiffé Gobbato sugeriu a eliminação do dispositivo ora discutido por considerar que os imóveis gravados com ônus reais podem acarretar passivos ao fundo, gerando um risco desnecessário.

A P56 sugeriu que o mesmo dispositivo seja alterado de modo a prever que o regulamento do fundo faça referência à possibilidade de compromissar e/ou adquirir imóveis gravados com ônus reais, desde que a aquisição ou promessa de aquisição ocorra somente após, no mínimo, 6 meses a contar da constituição do gravame.

Esse participante explicou que, não obstante a vedação contida na Lei nº 8.668, de 1993, à constituição de ônus sobre os bens imóveis de propriedade de um FII, a permissão da aquisição de imóveis já onerados faria com que muitas operações fossem estruturadas para permitir a constituição de

² Com exceção de João Roberto Roiffé Gobbato, Ricardo Nascimento Gomes e Rodrigo Grando.

³ Com exceção de Gabriel Fajardo.



ônus em momento anterior à transferência do ativo à carteira do fundo. Assim, com o intuito de evitar situações de conflitos de interesses e assegurar que os ônus constituídos sobre os imóveis não estejam relacionados à operação de aquisição dos ativos, a P56 entende ser necessária a exigência de um período mínimo entre a data de constituição do gravame e a aquisição ou promessa de aquisição do ativo pelo fundo.

Em primeiro lugar, a CVM esclarece que não foi proposta pelo Edital qualquer alteração com relação aos imóveis passíveis de aquisição pelos fundos de investimento imobiliários. Pelo contrário, em linha com a realocação de informações proposta pelo Edital, foi prevista a inserção, no regulamento do fundo, de informações que antes eram exigidas no prospecto.

Nesse sentido, considerando que a possibilidade de aquisição de imóveis gravados com ônus reais deverá constar expressamente da política de investimentos do fundo, a CVM entende que serão disponibilizadas informações suficientes para que os cotistas analisem e aprovem ou não a política do fundo no qual pretendem investir.

Paralelamente, a CVM acredita que compete a cada política limitar ou não os ônus reais que poderão recair sobre os imóveis adquiridos pelo fundo e que, uma vez admitida a possibilidade de aquisição de imóveis gravados com quaisquer tipos de ônus, será necessária a divulgação dessa informação dentre os fatores de risco mencionados nos documentos de ofertas públicas de distribuição de cotas, bem como no informe de que trata o Anexo 39-V da Instrução CVM nº 472, de 2008.

Além disso, a CVM compreende a preocupação apontada pela P56, mas entende que o mecanismo por ela proposto para lidar com a questão não é suficiente para evitar os problemas identificados. Por outro lado, a CVM lembra que eventuais irregularidades como a estruturação de operações para escapar das vedações legais podem ser objeto de denúncias, supervisão e apuração de responsabilidades pela Autarquia.

Por fim, como forma de realçar as informações sobre os ônus que recaem sobre os imóveis adquiridos pelo fundo e endereçar as preocupações levantadas pelos participantes acima mencionados, a CVM inseriu um novo campo no informe trimestral constante do Anexo 39-II à Instrução CVM nº 472, de 2008, para que haja a descrição de tais gravames (Nota 1 do Informe Trimestral).

Considerando que nem todo FII possui restrições de natureza geográfica para seus investimentos e que esse critério não se aplica a todos os ativos passíveis de aquisição pelos fundos, a BM&FBOVESPA e o Stocche Forbes sugeriram a alteração da alínea “f” do inciso II do art. 15 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para esclarecer que o regulamento do fundo deverá conter “*informações sobre restrições quanto à*



localização geográfica das áreas em que o fundo pode adquirir imóveis ou direitos a eles relacionados”, se for o caso.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

O PMKA sugeriu a alteração do art. 15, VI, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para excluir do regulamento a disposição sobre o número de cotas a serem emitidas pelo fundo. De acordo com esse participante, considerando que a assembleia geral de cotistas seria soberana para deliberar sobre novas emissões de cotas independentemente da aprovação de novas emissões pelo administrador, a previsão de um número máximo de cotas emitidas poderia limitar o crescimento do fundo.

A CVM considera que a indicação do número máximo de cotas que podem ser emitidas é uma informação relevante para os cotistas do fundo, em especial, diante da possibilidade – sugerida pela Minuta – de aprovação de novas emissões pelo administrador do fundo. Essa previsão, contudo, não elimina a possibilidade de os cotistas reunidos em assembleia geral deliberarem o aumento do número máximo de cotas que podem ser emitidas, evitando o engessamento do fundo.

Em linha com a proposta da Minuta para a simplificação dos regulamentos, a Rio Bravo sugeriu a exclusão do inciso VII do art. 15 da Instrução CVM nº 472, de 2008. De acordo com esse participante, a possibilidade de subscrição parcial e cancelamento de saldo não colocado ao final da subscrição deveria constar do ato que aprovar a respectiva emissão.

A CVM entende que o regulamento do fundo é o documento adequado para contemplar as regras gerais pertinentes à realização de novas ofertas públicas de distribuição de cotas. Nesse sentido, é importante que o regulamento esclareça se é admitida a possibilidade ou não da realização de ofertas parciais, cabendo à assembleia geral ou ao administrador, conforme o caso, dispor sobre as regras adotadas em uma oferta específica.

O Grupo de Pessoas Físicas⁴ discordou da alteração do inciso VIII do artigo 15 da Instrução CVM nº 472, de 2008, e argumentou que a emissão de novas cotas deveria ser sempre precedida por deliberação em assembleia geral, uma vez que todos os atos da administração de um FII devem ser públicos e justificados. Com isso, o grupo acredita que seriam observados os mesmos critérios atualmente existentes em relação às sociedades por ações.

⁴ Com exceção de Alvaro Caputo.



Para reforçar o entendimento acima, Gabriel Fajardo ressaltou que propostas recentes para a emissão de cotas teriam sido rejeitas por cotistas ou não teriam sido bem recebidas pelo mercado, o que demonstraria imaturidade dos administradores para a tomada de decisão em relação a tais emissões. Ademais, o mesmo investidor ressaltou que alguns episódios envolvendo fundos de investimento imobiliário demonstrariam o antagonismo de posições de cotistas e administradores.

O GRIFI também se mostrou contrário à possibilidade de emissão de novas cotas sem aprovação específica em assembleia. De acordo com este grupo, o eventual benefício trazido pela dinâmica das emissões não seria suficiente para justificar o risco incorrido pelos cotistas. Mais do que isso, a preocupação da regulamentação atual em respeitar a vontade dos cotistas e evitar liberalidades atenuaria o conflito de interesses existente entre os cotistas – preocupados com a manutenção de sua renda e patrimônio – e os administradores – preocupados em aumentar a base de ativos sob sua gestão.

Santiago Santos Gottschall também solicitou à CVM a vedação à possibilidade de emissão de novas cotas sem aprovação específica em assembleia geral. Para esse participante, o risco de diluição seria prejudicial aos cotistas e geraria bastante insegurança. Além disso, bons gestores se antecipariam à necessidade de captação de recursos e convocariam assembleias para obter a respectiva aprovação, devendo ser estimulada a consulta aos cotistas e não o aumento do poder dos administradores e gestores. Ainda assim, caso aprovada pela CVM, a possibilidade de emissão de cotas a critério do administrador deveria ser restrita a uma classe específica de fundos, cujos riscos deveriam ser destacados.

Alvaro Caputo indicou que sempre que for autorizada a emissão de novas cotas sem aprovação específica da assembleia geral ou sem direito de preferência aos antigos cotistas, essa autorização deve constar de forma clara nos regulamentos, sendo possível a criação de uma classe específica para tais fundos.

Em primeiro lugar, cabe esclarecer que a proposta contida na Minuta em relação ao art. 15, VIII, da Instrução CVM nº 472, de 2008, foi inspirada nas regras atualmente vigentes para as sociedades por ações - em especial, no art. 168, § 1º, “b”, da Lei nº 6.404, de 1976, que permite ao estatuto social dispor sobre a competência do conselho de administração para aprovar novas emissões de ações, dentro do limite do capital autorizado e independentemente de reforma estatutária.

Em segundo lugar, é importante destacar que a regra proposta pela Minuta não confere uma carta branca ao administrador. Pelo contrário, estabelece que competirá ao administrador aprovar a emissão de novas cotas dentro de limites fixados no regulamento, sem prejuízo da publicidade exigida de seus atos. Com isso, busca-se atribuir caráter mais dinâmico às decisões sobre a captação de novos recursos, os



quais viabilizarão os empreendimentos objeto do próprio fundo e, portanto, o retorno do investimento dos cotistas.

Ainda assim, a fim de resguardar os interesses dos participantes da audiência com relação a eventual diluição, a CVM optou por ajustar as regras pertinentes ao direito de preferência em novas ofertas, conforme comentários ao art. 15, § 1º (item 3.8.1 adiante).

Tanto o Grupo de Pessoas Físicas⁵ quanto o GRIFI alegaram que sempre deve ser assegurado o direito de preferência aos atuais cotistas em novas emissões, de modo a evitar perdas patrimoniais e elevação do risco por eles incorrido.

Para o Stocche Forbes, enquanto o art. 15, VIII, da Instrução CVM nº 472, de 2008, transmitiria a impressão de que é possível realizar novas emissões de cotas de FII sem a necessidade de concessão de direito de preferência para os atuais cotistas de acordo com previsão em regulamento, o § 1º do mesmo artigo demonstraria que a dispensa de tal direito seria possível somente nos casos em que a emissão de cotas ocorrer a critério do administrador e mediante oferta pública registrada na CVM. Por isso, esse participante sugeriu que essa aparente contradição seja sanada.

Por outro lado, a Rio Bravo solicitou que a CVM esclareça se, nos termos do inciso VIII do art. 15 da Instrução CVM nº 472, de 2008, deverá ser sempre assegurado o direito de preferência aos atuais cotistas.

Vide comentários ao item 3.8.1 adiante.

A ANBIMA e a Rio Bravo discordaram da possibilidade de exclusão do inciso XI do art. 15 da Instrução CVM nº 472, de 2008, conforme proposto pela Minuta. Segundo esses participantes, a exigência de que o regulamento aborde os “critérios relativos à distribuição de rendimentos e ganhos de capital” decorre do art. 10, XI da Lei nº 8.668, de 1993⁶.

A BM&FBOVESPA também se manifestou contrariamente à proposta contida na Minuta e indicou que, além de se tratar de matéria relevante para os cotistas, não haveria a obrigatoriedade de divulgação da política de distribuição de rendimentos e resultados do fundo em nenhum outro documento.

⁵ Com exceção de Alvaro Caputo, João Roberto Roiffé Gobbato e Rodrigo Pimenta Carvalho.

⁶ Art. 10. Cada Fundo de Investimento Imobiliário será estruturado através de regulamento elaborado pela instituição administradora, contendo: (...) XI - critérios relativos à distribuição de rendimentos e ganhos de capital.



O Grupo de Pessoas Físicas⁷ e o GRIFI também discordaram da sugestão de exclusão do inciso XI. O primeiro argumento utilizado pelo Grupo de Pessoas Físicas foi o de que a menção da política de distribuição de rendimentos e resultados no regulamento do fundo orientaria a tomada de decisão dos cotistas. Além disso, tanto o Grupo de Pessoas Físicas quanto o GRIFI alegaram que, mesmo diante da regra de distribuição semestral de 95% dos lucros do fundo, seria possível a variação e a adaptação das regras de distribuição à dinâmica de mercado.

A CVM considerou pertinente o comentário feito pela ANBIMA e pela Rio Bravo e o refletiu na Instrução CVM nº 472, de 2008.

O Grupo de Pessoas Físicas⁸ discordou da exclusão do inciso XV do art. 15 da Instrução CVM nº 472, de 2008, que trata da descrição das despesas e encargos do fundo em seu regulamento. Para justificar seu entendimento, esses investidores alegaram que os cotistas deveriam ter conhecimento das despesas do fundo, as quais podem ser pulverizadas e, a longo prazo, representar um valor substancial.

Além disso, João Menandro da Silva Neto argumentou que a descrição pormenorizada de despesas e encargos do fundo permite que os cotistas possam discuti-los e otimizá-los. Já para Ricardo Nascimento Gomes, a descrição das despesas do fundo permite que os cotistas avaliem o resultado de seu investimento.

Para o GRIFI, o regulamento do fundo deveria conter uma indicação das despesas e encargos previsíveis. Tendo em vista que os cotistas não são especialistas em gestão, seria importante que tivessem conhecimento das possíveis despesas do fundo.

A exclusão do inciso XV do art. 15 da Instrução CVM nº 472, de 2008, foi proposta pela CVM com base em suas atividades de supervisão e na percepção de que grande parte dos regulamentos dos fundos de investimento imobiliário submetidos a registro na Autarquia não especifica quais despesas, dentre aquelas previstas no art. 47 da mesma instrução, poderiam ser incorridas pelo fundo. Pelo contrário, observou-se que, com uma postura conservadora, muitas instituições administradoras buscam refletir no regulamento dos fundos a integralidade do rol de despesas previsto naquele dispositivo.

A fim de permitir o fornecimento de informações mais precisas aos cotistas, a CVM entende que não se faz necessária a previsão das despesas possíveis do fundo – já arroladas pelo art. 47 da Instrução

⁷ Com exceção de João Roberto Roiffé Gobbato.

⁸ Com exceção de João Roberto Roiffé Gobbato e Marcelo Millan Pires Armada.



CVM nº 472, de 2008 – mas, sim, uma descrição pormenorizada daquelas despesas efetivamente incorridas, o que passou a ser exigido no Informe Mensal constante do Anexo 39-I da mesma instrução.

O Grupo de Pessoas Físicas⁹ discordou da exclusão do inciso XVI do art. 15 da Instrução CVM nº 472, de 2008, que trata da menção, no regulamento do fundo, do conteúdo e periodicidade das informações prestadas aos cotistas. Segundo esses investidores, essa disposição contribui para a previsibilidade das informações prestadas aos cotistas. Paralelamente, recomendou-se que seja mantida a exigência de informações mensais, trimestrais e semestrais.

Tal como mencionado em relação aos comentários precedentes, em suas atividades de supervisão, a CVM notou que não seria eficiente a descrição, no regulamento do fundo, do regime informacional a que ele estaria sujeito. A fim de evitar que os regulamentos simplesmente refletissem as exigências da regulamentação em vigor, a CVM considera que seria mais adequada a exclusão de tal informação do regulamento.

Sem prejuízo dos demais comentários inseridos no presente relatório a respeito da divulgação de informações pelos administradores de fundos, a CVM lembra que a Minuta propôs a adequação da periodicidade com que determinadas informações devem ser prestadas aos cotistas e ao mercado, tendo em vista critérios como a frequência com que devem ser utilizadas, a sua utilidade para os cotistas e os custos envolvidos em sua elaboração.

A ANBIMA sugeriu a exclusão dos incisos XX, XXIII e XXIV do art. 15 da Instrução CVM nº 472, de 2008, os quais se referem, respectivamente, à obrigatoriedade de o regulamento do FII dispor sobre o prazo máximo para a integralização ao patrimônio do fundo de bens e direitos oriundos da subscrição de cotas, sobre o exercício do direito de voto em participações societárias do fundo e sobre as regras e prazos para as chamadas de capital.

Segundo a ANBIMA, por se tratar de matérias que não dizem respeito estritamente ao produto e que podem sofrer variações ao longo do tempo, essas informações deveriam ser disponibilizadas exclusivamente no Informe Anual constante do Anexo 39-V da Instrução CVM nº 472, de 2008.

A Rio Bravo também sugeriu a eliminação dos incisos XX e XXIV do art. 15 supramencionado, tendo argumentado que ambos tratam de matérias pertinentes a cada oferta.

⁹ Com exceção de João Roberto Roiffé Gobbato.



As sugestões não foram consideradas pertinentes. No entendimento da CVM, compete ao regulamento do fundo estabelecer os parâmetros que deverão amparar a realização das ofertas públicas de distribuição de cotas e chamadas de capital, bem como o exercício do direito de voto relativo a participações societárias do fundo.

A ANBIMA também sugeriu a inclusão de um novo inciso XXII ao art. 15 da Instrução CVM nº 472, de 2008, nos termos do qual se tornaria obrigatória a referência, no regulamento do fundo, à remuneração máxima dos representantes de cotistas. Essa medida teria como intuito a divulgação de informações aos cotistas sobre as taxas que impactarão o fundo e, ainda, estabelecer um limite para a remuneração, evitando, por exemplo, que, a depender da quantidade de representantes eleitos, a sua remuneração impacte significativamente a rentabilidade do fundo.

Não obstante esse comentário, a ANBIMA ressaltou que não considera a remuneração do representante de cotistas um benefício ao mercado, mas, uma vez que essa seja estipulada, seria prudente estabelecer um teto. Para a associação, a função de representante deveria ser desempenhada somente por cotistas que objetivassem acompanhar seus investimentos de forma assídua e a permissão de uma remuneração poderia ensejar a criação de um novo prestador de serviços para o fundo. Esse prestador de serviços poderia trazer um ônus para os cotistas que não concordassem com a sua eleição e, por não ser regulado pela CVM, não estaria sujeito às penalidades previstas na legislação em vigor.

Seguindo raciocínio análogo àquele adotado em relação à previsão em regulamento da remuneração do administrador e das demais despesas do fundo, a CVM entende que não seria possível exigir a previsão de um teto para a remuneração do representante de cotistas. Se, de um lado, essa exigência poderia engessar o valor de referida remuneração – inibindo a sua atualização e até mesmo a candidatura de possíveis representantes – de outro, ela poderia não contemplar todas as variáveis a que a fixação de tal valor pode estar sujeita (como o número de representantes).

A ausência de referida exigência na Instrução CVM nº 472, de 2008, no entanto, não impede que os regulamentos de fundos de investimento imobiliário prevejam critérios para o cálculo ou até mesmo limites para referida remuneração, seja por determinação do administrador quando da elaboração do regulamento do fundo, seja em função de posterior deliberação dos cotistas reunidos em assembleia geral.

Por fim, a CVM ressalta que tanto a fiscalização quanto a exigência de informações por parte do representante de cotistas estão contempladas dentre as competências atribuídas à Autarquia nos termos da Lei nº 6.385, de 1976. Por essa razão, a CVM esclarece que, como participante do mercado e fiscal das atividades do administrador, o representante deverá cumprir com as obrigações a ele conferidas nos



termos da Minuta, bem como estará sujeito à apuração de responsabilidade e imposição de sanções em caso de descumprimento.

O LCCF Advogados sugeriu que, para evitar situações ineficientes, o art. 15, XXVI, da Instrução CVM nº 472, de 2008, preveja um limite para o número de representantes de cotistas que podem ser eleitos. Em sua proposta, o LCCF Advogados sugeriu que esse número seja de até 10 representantes.

A CVM não considerou essa sugestão pertinente, uma vez que a fixação do número máximo de representante de cotistas dependerá das características de cada fundo e da avaliação do administrador no momento de constituição do fundo ou dos cotistas posteriormente reunidos em assembleia geral.

A Rio Bravo sugeriu a alteração do art. 15, XXVI, da Instrução CVM nº 472, de 2008, a fim de prever que os representantes de cotistas sejam eleitos para um mandato unificado a se encerrar na próxima assembleia geral ordinária de cotistas, sendo permitida a reeleição. Para esse participante, a redação proposta adotaria critérios semelhantes àqueles existentes para administradores e conselheiros fiscais de sociedades por ações.

A CVM considera que a proposta da Rio Bravo é adequada e salutar para os fundos de investimento imobiliário, tendo sido refletida como regra geral no art. 25, § 2º, da Instrução CVM nº 472, de 2008.

3.8.1. Autorização para emissão de cotas a critério do administrador (art. 15, §1º)

A BM&FBOVESPA sugeriu a alteração do § 1º do art. 15 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para excluir a referência aos “antigos” cotistas, tendo em vista que o direito de preferência mencionado nesse dispositivo seria aplicável a todos os cotistas no momento da emissão de cotas.

Além disso, a mesma participante sugeriu a extensão da possibilidade de exclusão do direito de preferência à hipótese em que seja realizada oferta pública de distribuição de cotas com esforços restritos, desde que seja concedida prioridade aos cotistas do fundo na subscrição de 100% das novas cotas.

De modo semelhante, a Rio Bravo sugeriu a alteração do art. 15, § 1º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que o regulamento do fundo poderá dispor sobre a emissão de novas cotas a critério do administrador, com a exclusão do direito de preferência dos atuais cotistas, com colocação feita mediante distribuição pública registrada ou não na CVM. Com isso, o participante pretende contemplar as ofertas realizadas tanto nos termos da Instrução CVM nº 400, de 2003, quanto da Instrução CVM nº 476, de 2008.



Por outro lado, o Grupo de Pessoas Físicas¹⁰ sugeriu a alteração do § 1º do art. 15 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que as novas emissões de cotas devem assegurar o direito de preferência para os antigos cotistas, evitando a sua diluição. João Menandro da Silva Neto argumentou que o direito deveria ser assegurado, no mínimo, para os fundos cujas cotas sejam negociadas em bolsa.

O GRIFI também discordou da possibilidade de emissão de novas cotas com a exclusão do direito de preferência dos antigos cotistas, tendo em vista que novas emissões acarretam tanto a diluição de sua participação, quanto uma diminuição do valor médio da cota calculada pelo patrimônio líquido. Além disso, o grupo argumentou que o direito de preferência seria fundamental para os cotistas que têm estratégias de longo prazo em relação a um determinado fundo.

Em relação ao mesmo dispositivo, Alvaro Caputo reiterou que, caso seja autorizada a emissão de cotas sem direito de preferência para os antigos cotistas, deve ser criada uma nova classe de fundos.

A proposta da CVM para o art. 15, § 1º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, foi inspirada pelo art. 172 da Lei nº 6.404, de 1976, segundo o qual “[o] estatuto da companhia aberta que contiver autorização para o aumento do capital pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, ou com redução do prazo de que trata o § 4º do art. 171, de ações e debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante: I - venda em bolsa de valores ou subscrição pública; ou II - permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos arts. 257 e 263”.

Ao propor que o direito de preferência dos cotistas pudesse ser afastado sempre que se tratasse de oferta pública de distribuição registrada na CVM, a Minuta buscou contemplar a hipótese em que esse direito não configuraria uma efetiva proteção a tais cotistas, visto que poderiam manter suas respectivas posições ao participar das ofertas.

Ocorre que, diante dos comentários acima descritos e de uma nova reflexão sobre a realidade da indústria de FII, em que grande parte das ofertas públicas de distribuição de cotas apresenta demanda superior ao número de cotas ofertadas, com a consequente realização de rateio entre os investidores interessados, a CVM entende ser necessária a manutenção do direito de preferência dos cotistas em qualquer oferta. Assim, a redação do § 1º foi alterada para refletir esse posicionamento.

¹⁰ Com exceção de Alvaro Caputo.



3.8.2. Disposições vedadas ao regulamento (art. 15, § 2º)

Rodrigo Carvalho Lopes dos Santos sugeriu a alteração do inciso I do art. 15, § 2º, para fazer constar que o regulamento do fundo não poderá conter disposições que limitem o número de votos por cotista em percentuais inferiores a 1% do total de cotas emitidas (ao invés dos 10% propostos pela Minuta). A justificativa para essa proposta seria o baixo quórum nas assembleias gerais de cotistas, salvo naquelas em que a votação se dá por meio eletrônico.

A CVM entende que a proposta acima seria mais restritiva do que aquela prevista na Minuta, não sendo pertinente a sua adoção. De acordo com o que foi sugerido na Minuta, pretende-se vedar que o regulamento de fundos de investimento imobiliário limite o exercício do direito de voto dos cotistas a menos de 10% das cotas emitidas.

Nesse sentido, seria assegurado que cotistas com participação inferior a 10% do total de cotas emitidas sempre possam exercer o seu direito de voto em relação à totalidade da participação por eles detida.

Paralelamente, cotistas que detenham participações superiores a 10% do total de cotas emitidas poderão, por força de eventuais restrições previstas em regulamento, exercer seu direito de voto em relação a cotas que representem somente 10% do total de cotas emitidas ou percentual superior previsto em regulamento.

Luiz Gustavo Aurnheimer Vieira, MHM e SECOVI-SP sugeriram a alteração do art. 15, § 2º, II, da Instrução CVM nº 472, de 2008, a fim de esclarecer que o regulamento não poderá estabelecer diferentes limites de exercício do direito de voto apenas para cotistas que detenham cotas de uma mesma classe.

Segundo esses participantes, a redação proposta na Minuta, que fazia referência a limites atribuídos a “diferentes cotistas”, não trataria da possibilidade de diferentes cotistas deterem cotas de diferentes classes e, assim, receberem tratamento diferenciado.

A CVM não considerou a sugestão pertinente, pois permitir – como admitem os participantes acima mencionados – que o regulamento de um fundo atribua diferentes limites de exercício do direito de voto para diferentes classes de cotas seria permitir a atribuição de diferentes direitos políticos às cotas de diferentes classes, o que não é permitido pela regulamentação vigente.



Nos termos da Instrução CVM nº 472, de 2008, admite-se somente a emissão de cotas de diferentes classes em fundos voltados exclusivamente a investidores qualificados, sendo que tais classes podem ser diferenciadas apenas em função de “direitos ou características especiais quanto à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos periódicos, no reembolso de seu valor ou no pagamento do saldo de liquidação do fundo” (art. 55, V, da Instrução CVM nº 472, de 2008).

O PMKA sugeriu a alteração do art. 15, § 2º, II, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para a inserção de referência expressa ao art. 24, § 1º, VI, da mesma instrução, deixando claro que os cotistas que tenham interesses conflitantes com os do fundo não poderão exercer seu direito de voto, exceto se houver o consentimento dos demais.

A CVM não considerou a sugestão pertinente. O art. 15, § 2º, II, da Instrução CVM nº 472, de 2008, trata da previsão, no regulamento do fundo, de limitações do exercício do direito de voto a uma parcela das cotas detidas por determinados cotistas – independentemente de quem sejam esses cotistas e de sua relação com o fundo. Essa situação não se confunde com aquela abordada no art. 24, § 1º, VI, da mesma instrução, que trata da vedação ao exercício do direito de voto por cotistas que tenham interesses conflitantes com os do fundo.

3.9. Assembleia geral (arts. 18 a 24)

3.9.1. Competência (art. 18)

Em função da relevância do gestor para o FII, o SECOVI-SP sugeriu a alteração do inciso III do art. 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que a destituição e substituição desse profissional também seja competência privativa da assembleia geral.

A CVM não considerou a sugestão pertinente, pois o art. 29, § 1º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, já prevê que a contratação de terceiros para a prestação dos serviços ali arrolados – dentre os quais o de gestão dos valores mobiliários integrantes da carteira do fundo – pode ocorrer mediante deliberação em assembleia geral ou conforme previsto em regulamento.

Considerando que não há indícios de falhas no mecanismo proposto pela regulamentação em vigor, a CVM entende que não haveria motivos para a alteração da regra.



O Grupo de Pessoas Físicas¹¹ e o GRIFI discordaram da alteração do inciso IV do art. 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008, e sugeriram que seja excluída a possibilidade de emissão de novas cotas a critério do administrador, reiterando os argumentos apresentados em relação ao art. 15 da mesma instrução.

Em relação ao mesmo dispositivo, Alvaro Caputo ressaltou que a aprovação da emissão de novas cotas pelo administrador deveria ser aplicável somente a uma classe diferenciada de fundos.

Vide comentários ao item 3.8.

A BM&FBOVESPA sugeriu a alteração do inciso V do art. 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008, a fim de contemplar também outras formas de reorganização dos fundos, mencionando “*qualquer outra operação que altere substancialmente a composição patrimonial*” do FII como, por exemplo, a disposição de ativos relevantes.

Tendo em vista que compete ao administrador do fundo a gestão e a disposição de seus ativos, a CVM entende que a redação sugerida pela BM&FBOVESPA poderia gerar dúvidas de interpretação e engessar o funcionamento dos fundos.

Diante da possibilidade de os administradores procederem à alienação de ativos relevantes para o fundo, é importante lembrar que a sua atuação é pautada pelos deveres fiduciários previstos na Instrução CVM nº 472, de 2008, dentre os quais o dever de diligência e o dever de proteger os interesses do fundo.

Além disso, caso o administrador ou os cotistas reunidos em assembleia geral julguem pertinente, não existe vedação à previsão, no regulamento, de regra que especifique os critérios de relevância para os ativos do fundo e exija a ratificação das decisões do administrador pela assembleia geral.

A Rio Bravo e o SECOVI-SP sugeriram a alteração do inciso IX do art. 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008, a fim de excluir a menção à fixação da remuneração do representante de cotistas dentre as competências da assembleia geral.

Para a Rio Bravo, por se tratar de uma atividade voluntária e não exigida por lei, o exercício da função de representante de cotistas não deveria ser remunerado. Adicionalmente, a Rio Bravo argumentou que a sua remuneração impactaria o resultado do FII de modo não desejado pelos cotistas e indicou que,

¹¹ Com exceção de Alvaro Caputo.



caso a CVM não acate sua sugestão, a fixação da remuneração do representante deveria ser considerada matéria sujeita à deliberação por quórum qualificado.

Para o SECOVI-SP, a fixação de uma remuneração poderia acarretar problemas junto à Justiça do Trabalho, bem como poderia transformar a atividade de representante de cotistas em uma profissão, o que não seria adequado.

Apesar de compreender a preocupação da Rio Bravo e do SECOVI-SP, a CVM discordou dos comentários acima descritos.

Em primeiro lugar, a CVM considera que a possibilidade de remuneração do representante de cotistas é relevante para estimular o comprometimento e dedicação dos responsáveis por essa atividade, bem como oferecer uma contrapartida às responsabilidades por ele assumidas.

Em segundo lugar, tendo em vista que essa remuneração será incorrida pelo fundo – e não pelo administrador – a CVM entende que os próprios cotistas, reunidos em assembleia geral, devem refletir sobre o valor de tal remuneração e sobre o impacto dessa despesa no patrimônio do fundo.

Apesar de concordar com a proposta da Minuta para a exclusão do inciso X do art. 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008, Luiz Gustavo Aurnheimer Vieira entende ser importante manter uma base normativa que permita aos cotistas participar de algumas decisões quanto às despesas e gastos do fundo e rever as decisões do administrador. Em função disso, esse participante sugeriu que, dentre as matérias previstas no art. 18, seja incluída a celebração ou a rescisão de contratos junto a prestadores de serviços cujo valor ultrapasse um parâmetro mínimo estabelecido em regulamento.

A CVM não considerou a sugestão pertinente. Cumpre esclarecer que, por meio da exclusão do inciso X do art. 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008, a CVM buscou assegurar a dinâmica do funcionamento dos fundos de investimento imobiliário, sem o engessamento da atuação do administrador para a condução de suas atividades. Em contrapartida, a CVM instituiu a obrigatoriedade de divulgação de Informe Mensal (Anexo 39-I), por meio do qual os cotistas poderão acompanhar a evolução das despesas do fundo.

Essa iniciativa, porém, não tem como intuito afastar os cotistas de decisões relevantes para o fundo. Como exemplo, o art. 29, § 1º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, não foi alterado pela Minuta e permite a atribuição à assembleia geral da responsabilidade por indicar os prestadores de serviços indicados no **caput** do mesmo artigo. Ainda, a definição dos contratos ou condições que devam ser



aprovados diretamente pelos cotistas pode ser feita em regulamento, de acordo com as características de cada fundo, sem que haja necessidade de padronização dessas regras neste momento pela CVM.

Paralelamente, em função de sua relevância, a CVM entendeu conveniente manter como sendo de competência dos cotistas a deliberação sobre o aumento ou alteração dos critérios para cálculo da taxa de administração, os quais são previstos em regulamento.

A ANBIMA sugeriu a alteração do inciso XI do art. 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008, de modo a substituir o termo “prorrogação” por “alteração” do prazo de duração do FII. Para essa participante, a alteração proposta seria mais abrangente e contemplaria, por exemplo, a redução do prazo de duração do fundo.

Como consequência dessa alteração e considerando que a liquidação antecipada do fundo acarreta alteração do seu prazo de duração, a ANBIMA entende que também deveria ser alterado o art. 52 para deixar claro que as hipóteses de liquidação estabelecidas no regulamento independem de prévia deliberação em assembleia geral.

O comentário da ANBIMA sobre o inciso XI do art. 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008 é pertinente e foi refletido nessa instrução. No entanto, a CVM entende que o segundo comentário da associação não deve ser acatado, pois é possível que o regulamento preveja situações em que a liquidação antecipada do fundo pode ser submetida à deliberação dos cotistas.

O PMKA sugeriu a extensão do inciso XII do art. 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para contemplar também, dentre as matérias sujeitas à competência privativa da assembleia geral, a alteração dos direitos atribuídos aos cotistas. Para esse participante, em função de sua relevância, essa matéria deveria estar sujeita à deliberação por quórum qualificado, da mesma forma que a alteração da política de investimento e do objeto do fundo.

Considerando que os direitos dos cotistas serão descritos no regulamento e que a alteração desse documento já está sujeita à deliberação por quórum qualificado, a CVM entende que essa sugestão não é conveniente.

A BM&FBOVESPA sugeriu a eliminação do inciso XII do art. 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008, sob o argumento de que as matérias ali mencionadas já seriam contempladas pelo inciso II, que trata genericamente da alteração do regulamento do fundo e que também é previsto no rol de matérias sujeitas à deliberação por quórum qualificado.



Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

Tendo em vista discordâncias havidas em assembleias dos fundos dos quais seus integrantes são cotistas, o Grupo de Pessoas Físicas¹² sugeriu a inclusão de um novo inciso no artigo 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que, na hipótese de não aprovação das demonstrações financeiras do fundo pela assembleia geral, deverá ser feita menção expressa a esse fato na ata do conclave.

Adicionalmente, esses mesmos investidores sugeriram que, em caso de não aprovação das demonstrações financeiras, seja exigida a realização de uma reunião na sede do administrador, no prazo de um mês e com intermediação da CVM, para que se encontre uma solução. Além disso, até a resolução da questão, os investidores sugeriram que seja suspensa a taxa de administração.

Conforme argumentado por Leonardo Forest Castilhos, a não aprovação das demonstrações financeiras não tem consequências para o administrador atualmente, de modo que a suspensão da taxa de administração poderia reforçar a sua responsabilidade.

A CVM não considerou as sugestões pertinentes. Em primeiro lugar, a CVM ressalta que a ata de uma assembleia geral de cotistas deve refletir de maneira fidedigna o resultado das deliberações tomadas nessa reunião, mencionando expressamente as matérias aprovadas ou rejeitadas por seus participantes. Nesse sentido, não parece pertinente a inserção de um novo dispositivo na Instrução CVM nº 472, de 2008, para fazer menção ao resultado de uma deliberação específica.

Sem prejuízo do mencionado acima, é importante esclarecer que, a fim de dar publicidade às discussões havidas em assembleia geral, deve ser assegurado aos cotistas o direito de registrar em ata eventuais votos contrários, protestos ou manifestações.

Para fins da divulgação da ata, a CVM entende que, assim como no caso das companhias abertas, por deliberação da maioria dos presentes, é possível aprovar a lavratura da ata de forma sumária, hipótese em que os eventuais votos contrários, protestos ou manifestações serão apenas citados no corpo do documento e terão sua íntegra a ele anexada.

Adicionalmente, cumpre esclarecer que tanto a mediação de discussões entre administradores e cotistas quanto a suspensão da obrigatoriedade de pagamento da taxa de administração fogem ao escopo da atuação da CVM, cuja competência é taxativamente prevista em lei.

¹² Com exceção de André Coelho de Mattos, Paulo Scatulin Bocca, Rodrigo Pimenta Carvalho, Sérgio René Pessoa Vila Nova Filho e Vinicius Tafarello Gruppi.



A ANBIMA e a Rio Bravo sugeriram a inserção de um novo inciso no art. 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever, dentre as competências exclusivas da assembleia geral de cotistas, a aprovação de situações de conflito de interesses, nos termos do art. 34 da mesma instrução.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

3.9.2. Convocação e instalação (art. 19)

A BM&FBOVESPA sugeriu a inclusão de um novo parágrafo no art. 19 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que, tal como ocorre em relação às companhias abertas, as assembleias gerais de cotistas devam ser convocadas com antecedência mínima de 15 dias.

O LCCF Advogados sugeriu que o **caput** do art. 19 da Instrução CVM nº 472, de 2008, seja alterado para fazer constar que as assembleias gerais devam ser convocadas com a antecedência mínima de 1 mês – prazo semelhante ao proposto na Minuta para o envio de documentos necessários ao exercício informado do direito de voto pelos cotistas.

A CVM concorda com a proposta da BM&FBOVESPA para a extensão do prazo de convocação de assembleias gerais de 10 para 15 dias úteis de antecedência. Em linha com a regra atualmente vigente para as sociedades por ações, a CVM entende que esse prazo atende simultaneamente a necessidade dos investidores de tempo hábil para se organizar e analisar a ordem do dia das assembleias gerais, bem como a necessidade dos administradores dos fundos de aprovar de maneira célere determinadas operações.

Por outro lado, analisando esses mesmos critérios, a CVM entende que o prazo de 1 mês pode ser aplicado à convocação das assembleias gerais que tenham como objeto a apreciação de deliberações financeiras. As sugestões estão refletidas no § 3º.

3.9.3. Inclusão de matérias na ordem do dia (art. 19, § 3º - atual § 4º)

A ANBIMA ressaltou que, nos termos da pesquisa realizada pela CVM, o percentual de 1% das cotas emitidas seria atingido, em média, com apenas 1,1 cotistas, permitindo, portanto, grande quantidade de indicações de matérias para a ordem do dia de uma assembleia geral. Para essa participante, a inclusão de inúmeras matérias, sem que haja prazo suficiente para a manifestação de todos os cotistas, poderia levar a uma situação de risco para a coletividade dos demais, dado que não haveria tempo hábil para que grupos contrários possam se organizar para se pronunciar.



Além disso, o excesso de matérias incluídas na pauta poderia conturbar as deliberações e gerar o risco de o interesse individual dos cotistas prevalecer sobre o interesse da coletividade, em virtude de a aprovação da assembleia poder ser realizada com quórum simples. Diante disso, a ANBIMA sugeriu a alteração do § 3º do art. 19 da Instrução CVM nº 472, de 2008, com o objetivo de mitigar o risco exposto, para prever que a inclusão de matérias na ordem do dia seja facultada a cotistas que representem, no mínimo, 3% do total de cotas emitidas, o que corresponderia ao número mínimo de 1,4 cotistas e máximo de 12.

A BM&FBOVESPA, o MHM e o SECOVI-SP sugeriram que o percentual de 1% proposto na Minuta para o art. 19, § 3º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, seja substituído por 5%, uma vez que o percentual de 1% seria muito baixo.

Para a BM&FBOVESPA, o percentual de 1% seria pouco representativo e poderia fazer com que fossem levadas à assembleia matérias sem condições mínimas de aprovação, enquanto o percentual de 5% seria semelhante àquele previsto no art. 123, parágrafo único, alínea “e” da Lei nº 6.404, de 1976, e de acordo com o qual os minoritários de sociedades por ações poderiam convocar assembleias gerais e, portanto, submeter propostas à apreciação dos demais acionistas. Já para o MHM, o percentual de 1% poderia fazer com que fossem trazidos à assembleia assuntos de pouca relevância e que poderiam prejudicar o foco das discussões em questões mais importantes.

Para o SECOVI-SP, a possibilidade de inclusão de matérias na ordem do dia pelos cotistas e seus representantes deveria ser aplicável somente às assembleias gerais de cotistas ainda não convocadas. Caso contrário, a inclusão repentina de matérias na ordem do dia poderia tumultuar as assembleias já convocadas.

Para a Rio Bravo, a inclusão de novas matérias na ordem do dia de assembleias gerais já convocadas exigiria nova divulgação de informações pelos administradores, o que geraria custos operacionais e, diante da complexidade de determinadas matérias, o risco de os administradores não conseguirem disponibilizar a tempo todos os documentos necessários para o exercício informado do direito de voto pelos cotistas. Além disso, considerando que já seria atribuído ao representante e a cotistas titulares de, no mínimo, 5% das cotas de emissão do FII o direito de convocar uma assembleia geral e que esse direito seria semelhante àquele atribuído aos acionistas minoritários de sociedades por ações, não haveria justificativa para a inserção dos §§ 3º e 4º do art. 19 da Instrução CVM nº 472, de 2008. Assim, a Rio Bravo sugeriu a exclusão desses dispositivos.

Alternativamente, em caso de discordância da CVM, a participante sugeriu que a possibilidade de inclusão de novas matérias na ordem do dia fique restrita às mesmas pessoas que já podem convocar uma



assembleia, a saber: os representantes de cotistas, cotistas detentores de, no mínimo, 5% das cotas e, se for o caso, o administrador. Sobre a participação mínima exigida dos cotistas, a Rio Bravo ainda observou que 1% seria um percentual muito baixo e que não representaria interesses legítimos da maioria dos cotistas.

Conforme exposto no Edital, a CVM considera pertinente a atribuição aos cotistas e seus representantes do direito à inclusão de matérias na ordem do dia de assembleias gerais já convocadas pelo administrador do fundo. Dessa forma, ao mesmo tempo em que se assegura o direito dos cotistas de propor discussões à assembleia, não se impõe custos nem esforços excessivos ao administrador.

Com base nos comentários descritos acima e, em especial, com base na análise dos dados ressaltados pela ANBIMA, a CVM entende ser adequada a elevação da participação mínima exigida dos cotistas para o exercício desse direito de 1% para 3% do total de cotas emitidas, de modo mitigar as preocupações trazidas pelos participantes.

A ANBIMA propôs que a norma especifique qual data base será utilizada para a consideração de quais cotistas poderão indicar matérias a serem inseridas em assembleia geral, sugerindo que tal data corresponda à data da disponibilização, pelo administrador, de aviso sobre a convocação da assembleia. Tal proposta visa evitar que investidores que tomem ciência da ocorrência da assembleia do fundo comprem cotas posteriormente, buscando influenciar nas decisões do fundo.

A CVM concorda com a sugestão da ANBIMA para a fixação de uma data base para apuração da participação dos cotistas que terão direito a indicar matérias para a ordem do dia de assembleias gerais. No entanto, a CVM entende que referida data base deverá corresponder à data de convocação da assembleia geral, considerando as operações de compra e venda de cotas liquidadas até o dia imediatamente anterior à divulgação do edital.

A ANBIMA sugeriu a previsão de novos critérios para regular a inclusão de matérias na ordem do dia por cotistas ou por seus representantes. Conforme proposta apresentada por essa participante, competiria ao administrador divulgar um aviso em sua página na rede mundial de computadores com a antecedência de, no mínimo, 5 dias úteis da data de convocação da assembleia. Cientes da convocação do conclave, os cotistas e representantes deveriam observar o prazo de 2 dias úteis a contar da divulgação do aviso para apresentar ao administrador o pedido de inclusão de novas matérias na pauta da assembleia geral, bem como encaminhar todos os documentos necessários ao exercício do direito de voto. No decorrer dos 3 dias subsequentes ao recebimento das matérias indicadas pelos cotistas ou representantes, caberia ao administrador incluir na pauta da assembleia todas as matérias a serem deliberadas, possibilitando o devido **disclosure** aos cotistas.



Para a ANBIMA, com essa nova proposta, o objetivo de facilitar a inclusão de matérias pelos cotistas e representante de cotistas seria atendido, sem adicionar custos aos fundos e riscos à coletividade de cotistas, possibilitando que a assembleia se dê de forma organizada e transparente, com o conhecimento das matérias a serem deliberadas por todos os cotistas.

A BM&FBOVESPA sugeriu a alteração do art. 19, § 3º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que os cotistas ou representantes de cotistas que solicitem a inclusão de matérias na ordem do dia de assembleias gerais devem encaminhar os documentos e informações pertinentes a tais matérias no prazo de até 5 dias a contar da disponibilização dos documentos para a assembleia, e não da convocação desta última.

Em vista da redação proposta na Minuta para o dispositivo acima referido, o LCCF Advogados mencionou que seria importante deixar claro que o prazo para a submissão das matérias a serem incluídas na ordem do dia de assembleias gerais encerra-se 5 dias úteis após a data de convocação da assembleia, e não 5 dias antes da referida convocação.

Segundo o Stocche Forbes, caso a assembleia geral de cotistas seja convocada pelo administrador com uma antecedência superior àquela prevista no art. 48, § 2º, da Instrução CVM nº 409, de 2004, o interessado em incluir matérias na ordem do dia pode ser compelido a enviar seu requerimento em prazo desnecessariamente extenso. Por isso, o Stocche Forbes sugeriu a alteração do art. 19, § 3º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que os requerimentos para a inclusão de matérias na ordem do dia devem ser feitos com antecedência de, no mínimo, 5 dias para a data prevista para a realização da assembleia geral de cotistas.

Ao revisar as regras propostas pela Minuta para a inclusão, pelos cotistas e representantes, de matérias na ordem do dia de assembleias gerais já convocadas pelo administrador, a CVM identificou que, de um lado, deveria ser assegurado um prazo suficiente aos cotistas para que estes pudessem se organizar e formular suas propostas à assembleia e que, de outro, deveria ser assegurado um prazo suficiente aos administradores para analisar a regularidade dessas propostas e tomar as medidas necessárias à sua divulgação. Como consequência, no caso das assembleias gerais extraordinárias, poderia ser prejudicada a celeridade necessária para a tomada de determinadas decisões.

Em vista disso e considerando que é assegurado a cotistas que representem, no mínimo, 5% das cotas emitidas e aos seus representantes o direito de convocar assembleias gerais, a CVM entende que seria pertinente limitar a possibilidade de inserção de novas matérias na ordem do dia às assembleias gerais convocadas para deliberar sobre as demonstrações financeiras do fundo.



Conforme será detalhado a seguir, a CVM entende ser pertinente a unificação dos prazos para a convocação da assembleia geral de cotistas e a para a disponibilização dos documentos e informações relacionados à ordem do dia. Nesse sentido, o prazo para o envio, pelos cotistas, de propostas para a pauta deverá ser contado a partir dessa data única que, no caso das assembleias ordinárias, corresponderá a 30 dias de antecedência de sua realização.

Ademais, a CVM entende que deverá ser assegurado aos cotistas o prazo de, no mínimo, 15 dias para análise das propostas enviadas por parte desses investidores ou por seus representantes – prazo esse equivalente àquele assegurado no caso das assembleias gerais extraordinárias, conforme detalhado em comentário ao item 3.9.2.

Com base no exposto acima, a CVM sugere que seja observado o seguinte procedimento: (i) convocação de assembleias gerais ordinárias com 30 dias de antecedência da data de sua realização; (ii) envio, pelo representante ou por cotistas que representem, no mínimo, 3% das cotas emitidas, de propostas para a ordem do dia no prazo de 10 dias a contar da convocação das assembleias; e (iii) no prazo de 5 dias a contar do fim desse período, divulgação, pelo administrador, das propostas apresentadas pelo representante ou pelos cotistas, acompanhadas dos respectivos documentos e informações necessários ao exercício informado do direito de voto pelos demais cotistas.

O LCCF Advogados indicou que, no art. 19, § 3º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, a utilização do verbo “solicitar” poderia dar a entender que a solicitação da inclusão de matérias, pelos cotistas, na ordem do dia de assembleias gerais poderia ser acatada ou não pelo administrador. Nesse sentido, sugeriu o ajuste da redação desse dispositivo.

Apesar de entender que não compete ao administrador fazer uma análise de mérito sobre as matérias propostas pelos cotistas para a ordem do dia de assembleias gerais, a CVM ressalta que, em função das responsabilidades a ele atribuídas, compete ao administrador analisar se a proposta fere a regulamentação em vigor e se os solicitantes detêm a participação mínima exigida pela Instrução CVM nº 472, de 2008. Nesse sentido, em hipóteses excepcionais, o administrador pode não acatar pedidos a ele encaminhados.

3.9.4. Disponibilização de documentos (art. 19-A)

Segundo a ANBIMA, considerando que o prazo de convocação das assembleias gerais de cotistas seria de 10 dias corridos e que determinadas matérias dependem de oportunidades de mercado, a disponibilização de documentos correspondentes a tais assembleias com 1 mês de antecedência poderia



prejudicar o funcionamento dos fundos. Logo, essa participante propôs a alteração do **caput** do art. 19-A da Instrução CVM nº 472, de 2008, para esclarecer que, como regra, a disponibilização de documentos deve ocorrer concomitantemente à convocação das assembleias gerais.

Excepcionalmente, a ANBIMA indicou que, no caso das assembleias que deliberem sobre as demonstrações financeiras do fundo e sobre a eleição dos representantes de cotistas, poderia haver a divulgação dos documentos pertinentes às deliberações com 30 dias de antecedência.

Além disso, a ANBIMA comentou que, se aceitas as suas sugestões relativas aos arts. 19 e 19-A da Instrução CVM nº 472, de 2008, poderia ser excluído o § 3º do art. 19-A proposto pela Minuta.

A BM&FBOVESPA sugeriu a alteração do **caput** do art. 19-A da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que o administrador do fundo deve disponibilizar, até 1 mês antes da data marcada para realização da assembleia geral ordinária e, no mesmo dia da convocação, no caso das assembleias extraordinárias, todas as informações e documentos necessários ao exercício informado do direito de voto. Essa proposta estaria alinhada ao disposto no art. 41, I, da mesma instrução e com o regime aplicável às companhias abertas.

O SECOVI-SP discordou da previsão contida no art. 19-A da Instrução CVM nº 472, de 2008, de que o administrador deve disponibilizar, com a antecedência de 1 mês, as informações e documentos necessários para o exercício do direito de voto pelos cotistas em assembleia geral. Para esse participante, a disponibilização de tais informações e documentos deve ocorrer quando da convocação da assembleia, não sendo necessária a criação de uma nova regra.

Além disso, em linha com sua sugestão para que a inclusão de novas matérias na ordem do dia pelos cotistas e representantes se aplique somente para assembleias ainda não convocadas, o SECOVI-SP sugeriu a alteração do art. 19-A, § 3º, para excluir a obrigatoriedade de o administrador divulgar “tão logo receba” os documentos e informações encaminhados pelos solicitantes da inclusão de novas matérias.

O Stocche Forbes destacou que, por força dos art. 19-A da Instrução CVM nº 472, de 2008, proposto pela Minuta, competiria aos administradores de fundos disponibilizar as informações e documentos necessários para o exercício informado do direito de voto pelos cotistas com a antecedência mínima de 1 mês para a data marcada para a realização da assembleia geral. No entanto, por força do art. 19 da mesma instrução, o prazo para a convocação das assembleias gerais seria aquele de, no mínimo, 10 dias de antecedência previsto no art. 48, § 2º, da Instrução CVM nº 409, de 2004, de modo que, pela conjugação das regras acima mencionadas, caberia ao administrador disponibilizar os documentos



necessários ao exercício do direito de voto antes mesmo da convocação da assembleia. Em função disso, o participante sugeriu que esses prazos sejam equalizados.

O LCCF Advogados sugeriu a alteração da redação do art. 19-A da Instrução CVM nº 472, de 2008, tal como proposto pela Minuta, de modo a substituir o prazo de 1 mês – que seria um conceito variável – por 30 dias.

A Rio Bravo sugeriu que a observação do prazo de 1 mês de antecedência para convocação fosse limitada às assembleias gerais mencionadas nos §§ 1º e 2º do art. 19-A da Instrução CVM nº 472, de 2008, mas não se aplicasse ao **caput** desse dispositivo. Para este último caso, a Rio Bravo defendeu que a disponibilização de informações e documentos necessários ao exercício informado do direito de voto ocorra até a data da publicação do edital de convocação da assembleia.

Para sustentar essa posição, o participante mencionou que, na maioria das vezes, o administrador não possui todas as informações e documentos relacionados à assembleia para divulgar com a antecedência de 1 mês. Além disso, existem situações em que a observação do prazo de 1 mês poderia prejudicar o operacional do fundo, tendo em vista que muitas matérias podem estar relacionadas a um momento do mercado ou de um determinado empreendimento e que, por isso, exigem posicionamento rápido do fundo (por exemplo, o exercício do direito de preferência de alguma participação em shopping center ou emissão de novas cotas para aquisição de ativos).

Diante dos comentários acima, a CVM reconhece que seria adequada a unificação dos prazos para a convocação das assembleias gerais de cotistas e para a disponibilização dos documentos e informações relacionados à ordem do dia.

Em vista dos comentários feitos ao **caput** do art. 19 da Instrução CVM nº 472, de 2008, e dos prazos propostos para a convocação das assembleias gerais, a CVM entende que os documentos e informações relacionados à ordem do dia devem ser disponibilizados: (i) no prazo de 30 dias, no caso das assembleias gerais ordinárias; e (ii) no prazo de 15 dias, no caso das assembleias gerais extraordinárias.

Luiz Gustavo Aurnheimer Vieira sugeriu a alteração da redação do art. 19-A, § 2º, II, da Instrução CVM nº 472, de 2008, a fim de prever que, quando da realização de assembleia geral para a eleição de representante de cotistas, seja necessária a divulgação do nome, idade, profissão e demais informações que o candidato julgar relevantes. Para esse participante, as demais informações previstas no item 12.1 do Anexo 39-V e exigidas pela Minuta, como a quantidade de cotas detidas pelo representante, acarretariam exposição excessiva do candidato, desestimulando candidaturas, sem propósito e sem benefício correspondente.



Além disso, de um lado, a Minuta já exigiria que o candidato a representante de cotistas detivesse, no mínimo, 1% das cotas de emissão do fundo. De outro, outras informações, como as exigências em relação a condenações criminais ou administrativas, seriam redundantes, uma vez que já se exigiria que o candidato tivesse reputação ilibada.

Preliminarmente, cumpre esclarecer que as regras propostas pela Minuta em relação à eleição do representante de cotistas não exigem uma participação mínima desse representante no fundo. A exigência de participação mínima se refere ao direito para propor uma deliberação sobre essa eleição, independentemente de quem sejam os candidatos e de qual seja a participação destes no fundo.

Além disso, em linha com o que é exigido para a indicação de administradores e membros do conselho fiscal de companhias abertas, a CVM entende que devem ser fornecidas aos cotistas informações detalhadas sobre a formação e experiência dos candidatos a representantes, bem como sobre eventuais condenações prévias. Com relação às demais informações inseridas no Anexo 39-V, ver item 3.11.1.3 abaixo.

A BM&FBOVESPA sugeriu a alteração do art. 19-A, § 3º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para contemplar também a necessidade de divulgação, na página do administrador na rede mundial de computadores, dos pedidos de inclusão de matérias na ordem do dia encaminhados por cotistas ou representantes de cotistas. Ademais, a mesma participante sugeriu que fosse exigida a divulgação de manifestação do administrador contrária ou favorável à aprovação das matérias recomendadas.

A CVM concorda com a necessidade de divulgação, na página do administrador na rede mundial de computadores, dos pedidos de inclusão de matérias na ordem do dia encaminhados por cotistas ou representantes.

No entanto, a segunda proposta apresentada pela BM&FBOVESPA não parece pertinente, uma vez que exigiria a concessão de prazo ao administrador para a análise das propostas e preparo de sua manifestação, bem como a concessão de prazo adicional aos cotistas para a apreciação da opinião do administrador, com a consequente ampliação do prazo mínimo para a convocação das assembleias gerais. Isso não significa, porém, que o administrador não possa voluntariamente se manifestar previamente ou durante a realização da assembleia sobre as propostas a ele encaminhadas.

Considerando a possibilidade de recebimento de um grande número de matérias a serem incluídas na ordem do dia de uma assembleia geral e visando facilitar a disponibilização dessas informações, o LCCF Advogados sugeriu a alteração da redação do art. 19-A, § 3º, da Instrução CVM nº 472, de 2008,



para prever que todas as informações recebidas pelo administrador sejam divulgadas de maneira unificada no prazo de 2 dias úteis após o encerramento do prazo para o envio dos pedidos de inclusão.

A CVM considera pertinente a proposta de unificação dos prazos para a divulgação de todas as sugestões encaminhadas pelos cotistas para a ordem do dia de assembleias gerais. No entanto, considerando as providências necessárias por parte do administrador e a fim de resguardar o prazo dos cotistas para a apreciação das matérias sugeridas, a CVM entende que tal divulgação deva ocorrer no prazo de 5 dias a contar do encerramento do prazo concedido aos cotistas para o envio de suas propostas.

A BM&FBOVESPA sugeriu a inserção de um novo parágrafo no art. 19-A da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que, da mesma forma como ocorre em relação às companhias abertas, seja exigida a divulgação de informações específicas sempre que as assembleias gerais de cotistas sejam convocadas para deliberar sobre fusão, incorporação, cisão, transformação do fundo ou qualquer outra operação que altere substancialmente a sua composição patrimonial.

Conforme sugestão dessa participante, simultaneamente à convocação das assembleias, deveriam ser divulgadas as seguintes informações: (i) descrição minuciosa da reorganização pretendida; (ii) razão pela qual foi submetida à aprovação da assembleia geral; (iii) cópia de todos os documentos que subsidiaram a reorganização, incluindo estudos e laudos de avaliação; (iv) a indicação dos locais onde estarão disponíveis o projeto ou projetos de regulamento do FII ou de alterações ao mesmo, que deverão ser aprovados para efetivação da reorganização; e (v) discriminação dos documentos colocados à disposição dos cotistas para exame e cópia.

A CVM compreende a preocupação da BM&FBOVESPA em orientar os administradores de fundos a respeito do rol de informações mínimas que deveriam ser divulgadas em caso de operações de fusão, incorporação, cisão ou transformação do fundo. No entanto, com base na reduzida quantidade de operações já realizadas na indústria de FII e tendo em vista que, apesar das semelhanças, tais fundos não se confundem com companhias abertas, a CVM entende que seriam necessários estudos mais minuciosos sobre os procedimentos e efeitos de tais operações para, em seguida, especificar em norma todas as informações cuja divulgação seria obrigatória.

Enquanto isso, a CVM considera que, ao exigir que o administrador divulgue todas as informações e documentos necessários para o exercício informado do direito de voto pelos cotistas, já estariam contempladas informações semelhantes àsquelas descritas pela BM&FBOVESPA, como a descrição de cada passo das operações, a sua motivação, consequências para os fundos envolvidos, seus ativos, cotistas e regulamento, bem como todos os documentos pertinentes às operações.



O Grupo de Pessoas Físicas¹³ e o GRIFI sugeriram a inclusão de um novo dispositivo na Instrução CVM nº 472, de 2008, para permitir que os cotistas tenham o direito de conferir as procurações apresentadas pelos demais participantes de uma assembleia geral, bem como o direito de conferir o resultado das votações. Segundo o Grupo de Pessoas Físicas, com essa medida, seria respeitado o princípio da publicidade e se permitiria aos cotistas fiscalizar o cumprimento do art. 24 da instrução, o qual estabelece vedações ao exercício do direito de voto.

Além disso, o GRIFI argumentou que, em algumas assembleias gerais, os administradores se valem de procurações outorgadas por cotistas para eleger seus representantes como presidentes da mesa e conduzir os trabalhos. Como somente o presidente da mesa teria o poder de verificar procurações e conferir votos, os cotistas presentes na reunião não teriam mecanismos para aferir o resultado das votações nem para verificar a validade das procurações utilizadas em assembleia. Para esse grupo, situações como essas poderiam potencializar riscos de governança nos fundos.

Em primeiro lugar, a CVM considera importante lembrar que os administradores de fundos de investimento imobiliário são agentes do mercado regulados e fiscalizados por esta Autarquia. Seus deveres e obrigações encontram-se regulados tanto pela Lei nº 8.668, de 1993, quanto pela Instrução CVM nº 472, de 2008, e compreendem o dever de agir com boa fé, diligência e lealdade em relação ao fundo.

Nesse sentido, quaisquer irregularidades conduzidas por tais administradores, como a eventual admissão de procurações inválidas para a representação de cotistas, devem ser objeto de responsabilização na esfera administrativa, inclusive, a partir de denúncias e reclamações por parte dos investidores ou quaisquer outros participantes da indústria de fundos.

Frente a esse arcabouço regulatório e considerando a eficiência necessária à condução das assembleias gerais, a CVM entende que as propostas apresentadas pelo Grupo de Pessoas Físicas e pelo GRIFI não são convenientes.

3.9.5. Deliberação (art. 20)

Para a ANBIMA, por se tratar de uma matéria sensível, a deliberação sobre a dissolução ou liquidação do fundo, quando não disciplinada em regulamento, deveria estar sujeita a quórum qualificado. Além disso, tendo em vista sua sugestão de um novo inciso para o art. 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para tratar das deliberações sobre situações de conflitos de interesses, a ANBIMA propôs a

¹³ Com exceção de João Roberto Roiffé Gobbato e Paulo Scatulin Bocca.



substituição da referência ao art. 34 no parágrafo único do art. 20 da mesma instrução por uma referência ao novo inciso do art. 18.

Essas sugestões são pertinentes e foram refletidas na Instrução CVM nº 472, de 2008.

Em linha com a sugestão de eliminação do inciso XII do art. 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008, a BM&FBOVESPA sugeriu a exclusão da menção a esse dispositivo no parágrafo único do art. 20 da mesma instrução.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

Com inspiração no art. 136, § 2º, da Lei nº 6.404, de 1976, a BM&FBOVESPA sugeriu a inserção de um novo parágrafo no art. 20 para prever que a CVM, excepcionalmente, poderá autorizar a redução do quórum previsto neste artigo no caso de FII com propriedade dispersa no mercado, mediante pedido fundamentado do administrador que comprove seus esforços para a realização da assembleia geral sem obtenção do quórum necessário. Essa autorização da CVM deverá ser mencionada nos avisos de convocação e a deliberação com quórum reduzido somente poderá ser adotada em terceira convocação.

A CVM compreende os objetivos da proposta da BM&FBOVESPA, mas entende que outras medidas adotadas no âmbito desta audiência pública e na Instrução CVM nº 472, de 2008, – como o ajuste dos quoruns qualificados, a possibilidade de realização de consultas formais, a admissão de votos eletrônicos e solicitação de pedidos de procuração – devem alcançar resultados semelhantes.

Ainda assim, a CVM considera possível avaliar, com base no desenvolvimento da indústria, a adoção do mecanismo proposto pela BM&FBOVESPA em futura revisão da norma.

O Grupo de Pessoas Físicas¹⁴ sugeriu a alteração do art. 20 da Instrução CVM nº 472, de 2008, a fim de prever que todas as deliberações sejam tomadas por maioria de cotas dentre os cotistas presentes em assembleias gerais, sem a previsão de quoruns qualificados. Segundo parte desses investidores, esse posicionamento poderia ser justificado com base na decisão proferida pelo Colegiado da CVM no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2012/2986, julgado em 13.8.2013.

A CVM não considerou a sugestão pertinente. Conforme reconhecido pelo Colegiado no processo mencionado pelos próprios participantes, o estabelecimento de quoruns qualificados para deliberação

¹⁴ Com exceção de Alaudio F. Amaral Neto, Gabriel Fajardo, João Roberto Roiffé Gobbato, Paulo Scatulin Bocca e Sérgio René Pessoa Vila Nova Filho.



corresponde a uma estratégia regulatória que assegura que matérias consideradas sensíveis sejam submetidas à apreciação de uma parcela significativa da universalidade de cotistas.

Mesmo ciente das dificuldades que podem ser enfrentadas em um contexto de dispersão de cotas – e que foram endereçadas pela Minuta –, a CVM entende que tal mecanismo é adequado para a proteção dos interesses dos próprios cotistas do fundo, que não terão seus direitos modificados nem deverão acatar alterações de características essenciais do fundo por aprovação de uma parcela pouco representativa de cotistas.

O GRIFI sugeriu que não deveria haver quórum qualificado para a destituição ou substituição do administrador e escolha de seu substituto, devendo essa deliberação ser tomada pela maioria dos presentes em assembleia. Para fundamentar sua posição, o GRIFI também se valeu do entendimento do Colegiado da CVM no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2012/2986, julgado em 13.8.2013, no qual se consignou que a destituição do administrador não corresponderia a uma matéria sujeita a deliberação por quórum qualificado e se determinou a retificação do regulamento de um fundo específico.

Luiz Gustavo Aurnheimer Vieira concordou com a proposta da CVM para a definição dos percentuais de quórum qualificado de deliberação. No entanto, discordou da inserção da destituição e substituição do administrador dentre as matérias sujeitas a tal quórum. De acordo com esse participante, a não inserção dessa matéria estaria servindo como estímulo aos administradores para melhor atenderem os fundos e seus cotistas. Paralelamente, o administrador teria como estímulo a manutenção de sua taxa de administração, cuja alteração dependeria da modificação do regulamento e observação de quórum qualificado.

Além disso, considerando que o administrador dispõe do mecanismo de renúncia e, portanto, jamais propõe uma deliberação sobre a sua própria destituição, a deliberação sobre essa matéria depende da propositura e convocação de assembleia por parte dos cotistas que representem, no mínimo, 5% do total de cotas emitidas. Nesse processo, é esperado que, para não correr o risco de liquidação do fundo no prazo de 30 dias a contar da destituição do administrador, os cotistas proponham essa deposição somente se puderem propor a sua substituição. Nesse cenário, a imposição de novos obstáculos à destituição pareceria excessiva e indevida, dando ao administrador uma garantia de sua permanência.

Em vista do comentário apresentado pelo GRIFI, cumpre esclarecer que, no Processo Administrativo CVM nº RJ2012/2986, julgado em 13.8.2013, o Colegiado discutiu qual seria o quórum de deliberação aplicável à destituição e substituição do administrador de fundos de investimento imobiliário nos termos da regulamentação atualmente vigente. Entretanto, essa análise foi feita sem



prejuízo de novas discussões que pudessem ser conduzidas para a modificação de tal regulamentação, como de fato proposto pela Minuta.

Dito isso, a Minuta reflete o entendimento da CVM de que a alteração da administração do fundo se trata de matéria extremamente sensível, relacionada à característica essencial do produto e que, portanto, deve estar sujeita à apreciação por uma parcela significativa de cotistas. Esse entendimento, inclusive, reflete o posicionamento adotado pela Autarquia no âmbito da Audiência Pública CVM nº 01/2008, que culminou na edição da Instrução CVM nº 472, de 2008.

Dentre as matérias sujeitas à deliberação por quórum qualificado, o PMKA sugeriu a exclusão da referência aos incisos II (alterações do regulamento) e VIII (aprovação do laudo de avaliação) do art. 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008. Conforme sustentado por esse participante: (i) as alterações ao regulamento que precisariam de quórum qualificado seriam aquelas relevantes, ou seja, que tratam do objeto, da política de investimento do fundo ou dos direitos dos cotistas; e (ii) o laudo de avaliação utilizado na integralização de ativos do FII deveria ser aprovado pela maioria dos presentes em assembleia, tendo em vista que os cotistas que concorrem com os ativos na integralização já se encontram proibidos de votar por força do art. 24, § 1º, V, da Instrução CVM nº 472, de 2008.

O SECOVI-SP também sugeriu que, dentre as matérias sujeitas à deliberação por quórum qualificado, seja excluída a apreciação do laudo de avaliação de bens e direitos utilizados na integralização de cotas dos fundos (inciso VIII do art. 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008). Para esse participante, essa matéria deveria estar sujeita ao mesmo quórum exigido para a aprovação de novas emissões de cotas.

Adicionalmente, o SECOVI-SP sugeriu que seja inserido um novo parágrafo no art. 20 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que o regulamento poderá estipular um quórum específico para destituição do consultor imobiliário, tendo em vista a relevância deste profissional para a consecução da política de investimento do fundo.

A Rio Bravo sugeriu excluir, dentre as matérias sujeitas à deliberação por quórum qualificado, as hipóteses de fusão, incorporação, cisão e transformação do fundo (inciso V do art. 18 da mesma instrução). Além disso, o mesmo participante sugeriu que, caso seja mantida pela CVM a proposta de remuneração do representante de cotistas, a fixação dessa remuneração seja incluída no rol de matérias sujeitas a quórum qualificado.

A Rio Bravo também propôs a inserção de um novo parágrafo no art. 20 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para esclarecer que não estariam sujeitas a quórum qualificado: (i) as alterações de



regulamento que digam respeito aos incisos X (data de encerramento do exercício social) e XXV (contratação de formador de mercado para as cotas do FII) do art. 15 da mesma instrução; (ii) as alterações do regulamento que sejam apenas um reflexo de outras decisões sujeitas a quórum simples ou de alterações da regulamentação vigente; (iii) as deliberações previstas nos incisos I, IV, VI, VII, IX e XI do art. 18 da mesma instrução.

Adicionalmente, a Rio Bravo solicitou que se esclareça se o regulamento dos fundos poderá prever quórum mínimo que seja maior do que aquele previsto no inciso I do parágrafo único do art. 20 acima discutido ou se referido quórum não pode ser modificado pelo regulamento.

Para a CVM, o estabelecimento de um quórum qualificado de deliberação tem como intuito assegurar que matérias relevantes ou sensíveis sejam apreciadas por uma parcela significativa do universo de cotistas. Dentre as matérias sujeitas a tal quórum, a CVM entende que devam constar todas aquelas que digam respeito às regras gerais de funcionamento do fundo, às suas características essenciais e aos direitos dos cotistas.

Por essa razão, a alteração do regulamento do fundo e, portanto, das disposições sobre o seu funcionamento, bem como a alteração do prazo de funcionamento do fundo e a aprovação de eventuais operações como fusão, cisão ou incorporação envolvendo o fundo devem estar sujeitas à deliberação por quórum qualificado. Por outro lado, matérias que não atendam aos critérios acima mencionados – como a fixação da remuneração do administrador e do representante de cotistas – devem ser deliberadas com base em quórum simples.

Em relação à alteração do regulamento do fundo, é importante esclarecer que não se sujeitam à aprovação por maioria qualificada aquelas modificações decorrentes de deliberações por quórum simples mencionadas expressamente no art. 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008, mas não listadas no parágrafo único do art. 20 da mesma instrução.

Já no caso da aprovação do laudo de avaliação de bens ou direitos que integrarão o patrimônio do fundo, a CVM entende que a sujeição ao quórum qualificado é justificada pelo caráter sensível da matéria, com risco de tratamento não equitativo dos cotistas.

Ainda, cabe esclarecer que os quoruns qualificados previstos no parágrafo único do art. 20 da Instrução CVM nº 472, de 2008, se aplicam exclusivamente às matérias arroladas no mesmo dispositivo.

Ademais, a CVM ressalta que os quoruns indicados nesse artigo foram estipulados com base em estudo sobre o grau de dispersão das cotas emitidas pelos fundos de investimento imobiliário e pelo grau



de concentração de sua titularidade, buscando conciliar os objetivos da política regulatória a que corresponde a própria definição de quoruns diferenciados e, ao mesmo tempo, a não imposição de quoruns excessivamente altos que dificultassem o alcance pelos cotistas reunidos em assembleia geral. Diante disso, a CVM entende não ser pertinente a possibilidade de majoração ou redução de tais quoruns por regulamento.

João Roberto Roiffé Gobbato sugeriu que, no inciso I do parágrafo único do art. 20 da Instrução CVM nº 472, de 2008, o percentual de 25% seja substituído por 10%. Segundo esse investidor, com base nos quoruns alcançados em assembleias gerais de que já participou, o percentual de 25% não seria alcançável em função da pulverização das cotas.

A CVM não considerou a sugestão pertinente. Conforme disposto no Edital, a definição dos quoruns de deliberação propostos pela Minuta teve como ponto de partida estudo conduzido pela SIN sobre o grau de concentração da titularidade das cotas de emissão dos fundos registrados na CVM e uma avaliação do número de cotistas necessário para o alcance de diferentes percentuais, buscando a identificação de valores que, de um lado, permitissem atingir quoruns diferenciados e, de outro, não impedissem a formação de tais quoruns e a tomada de decisão.

O LCCF Advogados concordou com a flexibilização das regras pertinentes aos quoruns qualificados para aprovação de determinadas matérias. No entanto, sugeriu uma metodologia escalonada para essa alteração, uma vez que, de acordo com o proposto na Minuta, um único cotista poderia representar um aumento do quórum em adicionais 25% das cotas emitidas. Dessa forma, o LCCF Advogados propôs que os quoruns previstos no parágrafo único do art. 20 da Instrução CVM nº 472, de 2008, sejam de: (i) 25%, no mínimo, das cotas emitidas, quando o fundo tiver mais de 100 cotistas; (ii) 40%, no mínimo, das cotas emitidas, quando o fundo tiver acima de 75 e até 100 cotistas; e (iii) metade, no mínimo, das cotas emitidas, quando o fundo tiver 75 cotistas ou menos.

A CVM compreende a preocupação do LCCF Advogados, mas entende que o mecanismo proposto não é suficiente para atenuar o problema identificado e contribui para o incremento da complexidade da regra.

Com o intuito de aperfeiçoar o mecanismo proposto no parágrafo único do art. 20 da Instrução CVM nº 472, de 2008, o Stocche Forbes sugeriu que (i) seja esclarecido o momento em que deverá ser definido o número de cotistas do FII para fins da definição do quórum aplicável; e (ii) seja obrigatória a inclusão, nas correspondências por meio das quais a assembleia seja convocada, de informação sobre o quórum que será aplicável.



Além disso, o mesmo participante recomendou que a contagem do número de cotistas seja realizada na data de convocação da assembleia, permitindo que essa informação seja repassada aos cotistas. Dessa forma, os cotistas poderiam tomar, de maneira informada, a sua decisão de comparecer ou não no conclave e solicitar procurações aos demais cotistas.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008. No entanto, cabe esclarecer que, a fim de viabilizar a divulgação dos quoruns tanto para as assembleias presenciais quanto para aquelas realizadas por meio de consultas formais, o administrador deverá levar em conta a relação de cotistas fornecida pelo escriturador no dia da convocação, considerando, portanto, as operações de compra e venda de cotas liquidadas até o dia imediatamente anterior à data de divulgação do edital de convocação.

3.9.6. Consulta formal (art. 21)

O LCCF Advogados indicou que, ao mencionar que se aplicariam às consultas formais os mesmos procedimentos das assembleias presenciais, o art. 21 da Instrução CVM nº 472, de 2008, tal como sugerido pela Minuta, poderia levar à confusão entre os dois conceitos. Por isso, sugeriu que esse dispositivo seja alterado de forma a prever os procedimentos aplicáveis especificamente à consulta formal.

A CVM entende que as alterações introduzidas no art. 21 da Instrução CVM nº 472, de 2008, apenas refletem o entendimento da Autarquia já manifestado em outros documentos (a exemplo do Ofício-Circular CVM/SIN nº 05/2014) e os procedimentos já adotados pela indústria de fundos de investimento imobiliário. Portanto, a sugestão não foi acatada.

Tendo em vista que, nos termos das alterações propostas pela Minuta em relação ao art. 4º da Instrução CVM nº 472, de 2008, os fundos passam a funcionar automaticamente depois de transcorrido o prazo ali previsto, o LCCF Advogados sugeriu que o art. 21 da mesma instrução contemple a possibilidade de os administradores se valerem do mecanismo de consulta formal a partir do início da primeira colocação de cotas do fundo.

Conforme já mencionado neste relatório, não obstante as alterações propostas em relação à concessão do registro de funcionamento, não deve ser modificado o entendimento de que o início de funcionamento do fundo depende da conclusão da primeira oferta pública de distribuição de cotas. De acordo com as novas regras propostas pela Minuta, altera-se somente a forma com que a conclusão da oferta é notificada à CVM, bem como se busca atribuir maior eficiência aos procedimentos observados pelos administradores.



Assim, a CVM entende que somente depois de encerrada a primeira colocação de cotas do fundo, com a consequente captação de um montante mínimo de recursos que viabilize a consecução de suas atividades, é que o fundo efetivamente disporá de cotistas e, portanto, poderá proceder à realização de uma assembleia geral, seja ela presencial ou mediante consulta formal.

Mais do que isso, é importante ressaltar o entendimento desta Autarquia de que os documentos pertinentes à oferta pública não têm como função a pré-aprovação de determinadas matérias pelos novos investidores¹⁵.

De modo semelhante, a CVM entende que as regras estabelecidas para as consultas formais – assim como para as assembleias presenciais – visam assegurar o exercício informado e refletido do direito de voto pelos investidores, bem como a possibilidade de organização e discussão dentre eles, realçando a inconveniência da tomada de decisões no momento da oferta.

O Grupo de Pessoas Físicas¹⁶ e o GRIFI sugeriram a alteração do art. 21 da Instrução CVM nº 472, de 2008, a fim de atribuir a todos os cotistas do FII o direito de conferir os votos apresentados no âmbito de consultas formais. Para esses investidores, deve existir um mecanismo de fácil acesso e de fácil compreensão, em respeito ao princípio da publicidade.

Retomando os mesmos argumentos apresentados no item 3.9.4 com relação aos deveres e responsabilidades dos administradores, bem como em relação à eficiência necessária para a condução das atividades dos fundos, a CVM entende que essa sugestão não é conveniente.

Em vista das alterações propostas pela Minuta para o art. 21 da Instrução CVM nº 472, de 2008, o SECOVI-SP solicitou que a CVM esclareça como deverá ser operacionalizado o processo de consulta formal e a possibilidade de inclusão de novas matérias na ordem do dia por parte dos cotistas e de seus representantes.

Considerando que a realização de uma consulta formal não dispensa a divulgação de um edital de convocação nem a divulgação dos documentos e informações relacionados à ordem do dia da assembleia geral não presencial, a CVM entende que, quando da adoção desse procedimento, deverão ser observados prazos e medidas semelhantes àqueles aplicáveis às assembleias presenciais.

¹⁵ Nesse sentido, vide Processos Administrativos RJ2008/7977, julgado em 5.5.2009, e RJ2012/13220 e RJ2012/15177, julgados em 6.8.2013.

¹⁶ Com exceção de João Roberto Roiffé Gobbato e Paulo Scatulin Bocca.



Contudo, a fim de garantir que todas as informações sejam prestadas aos cotistas de maneira similar, é importante que a divulgação das matérias propostas por cotistas ou por seus representantes ocorra de acordo com o mesmo procedimento adotado pelo administrador para o envio da consulta formal aos cotistas.

O GRIFI também comentou que deveria ser assegurado aos cotistas presentes em assembleia o direito de conferir os votos encaminhados eletronicamente ao presidente da mesa. Segundo esses investidores, ao contrário do que ocorre em relação aos cotistas presentes na reunião, não seriam exigidas formalidades para a apresentação dos votos eletrônicos (como, por exemplo, comprovação da identidade do cotista).

Retomando os mesmos argumentos apresentados no item 3.9.4 com relação aos deveres e responsabilidades dos administradores, bem como em relação à eficiência necessária para a condução das atividades dos fundos, a CVM entende que essa sugestão não é conveniente.

Nestor Ivo Noll sugeriu que os cotistas possam participar de assembleias gerais por meio eletrônico, via internet, mediante acesso de usuário com senha específica.

A CVM esclarece que não existe vedação à realização de assembleias gerais por meio eletrônico, tal como proposto pelo participante, e que essa matéria poderá ser abordada no regulamento dos fundos, de acordo com as tecnologias disponíveis.

3.9.7. Direito de voto (art. 22)

A BM&FBOVESPA sugeriu a alteração do **caput** do art. 22 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que somente poderão votar na assembleia geral os cotistas inscritos no registro de cotistas na data de realização da assembleia, e não aqueles inscritos na data de convocação. Com isso, a participante entende que será assegurado o direito de voto àqueles que adquirem cotas após a convocação das assembleias gerais e se aproximará o mecanismo aplicável aos FII daquele existente para as companhias abertas.

A CVM entende que a proposta apresentada pela BM&FBOVESPA aproximaria as regras aplicáveis aos fundos de investimento imobiliário daquelas atualmente vigentes para as companhias abertas, bem como apresentaria como benefício a representação dos interesses dos efetivos cotistas do fundo na data de tomada da decisão. Entretanto, a CVM reconhece que a modificação do art. 22 da



Instrução CVM nº 472, de 2008, requereria a adaptação de procedimentos operacionais observados pelos administradores de fundos de investimento imobiliário e que não foram detalhadamente discutidos no âmbito desta audiência pública.

Como exemplo de aspectos não abordados nesta audiência, a CVM entende que a alteração dessa regra mereceria uma reflexão mais profunda acerca do mecanismo de consulta formal, o qual depende do envio de notificação aos cotistas do fundo na data da convocação da assembleia (e não aos cotistas do fundo na data de realização da reunião). Por essa razão, a sugestão da BM&FBOVESPA não será acatada, mas poderá vir a ser objeto de futuras ponderações da Autarquia.

A CVM aproveita para esclarecer, ainda, que para viabilizar o cumprimento da regra prevista no atual art. 22 da Instrução CVM nº 472, de 2008, compete ao administrador solicitar ao escriturador, na data da convocação das assembleias gerais, a relação dos cotistas que dela poderão participar, considerando nessa relação os cotistas cujas operações de compra e venda de cotas tenham sido liquidadas até o dia imediatamente anterior à divulgação do edital de convocação.

3.9.8. Pedidos de procuração (art. 23)

De acordo com a ANBIMA, o administrador do fundo, no exercício de seu dever fiduciário e tendo em vista as características do fundo e dos cotistas, deve ser o único responsável pelo envio do pedido de procuração aos cotistas. Como consequência, a associação propôs a alteração do art. 23, §§ 1º e 2º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para dispor que será facultado a qualquer cotista que detenha 0,5% ou mais do total de cotas emitidas solicitar o envio, pelo administrador do fundo e no prazo de 5 dias úteis, de pedido de procuração aos demais cotistas.

Para essa participante, o acesso a endereço físico e eletrônico dos cotistas que compõem a carteira do FII pelos demais cotistas parece, por parte das instituições autorizadas a exercer a atividade de administração de fundos, uma violação ao dever de sigilo a elas imposto pelo inciso VIII do § 1º do art. 5º da Lei Complementar nº 105, de 2001. Desta forma, não caberia às instituições fornecer lista de cotistas contendo seus dados, como endereços físicos e eletrônicos, aos demais cotistas do FII, sob pena de violar a legislação em vigor. Em vista do caráter sigiloso das informações, eventual divulgação dependeria de autorização prévia dos cotistas. Ademais, valeria considerar que, ao abrir a carteira em ordem decrescente, as instituições estariam abrindo também parte da estratégia de investimento desses clientes.

A analogia feita entre os fundos e as sociedades por ações, nos termos do art. 126, § 3º, da Lei 6.404, de 1976, não seria cabível neste caso, pois tais sociedades não estariam sujeitas às regras de sigilo bancário como as instituições financeiras e equiparadas.



Além disso, sendo acatada a proposta de redação para o § 2º do art. 23, seria necessário excluir do § 6º a referência feita ao seu inciso II.

O GRIFI solicitou que, dentre os dados fornecidos pelo administrador para o envio de pedidos de procuração, sejam entregues os nomes de cada um dos cotistas do fundo. Segundo esse grupo, essa medida evitaria que os cotistas descartassem as correspondências pelo fato de elas não serem nominais.

Em razão do sigilo das informações de cada um dos cotistas, o LCCF sugeriu a alteração do art. 23, § 1º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, de modo a prever que, em caso de solicitação para fins de pedidos de procuração, o administrador divulgue somente as informações daqueles investidores que o tenham expressamente autorizado para tanto.

O SECOVI-SP e a Rio Bravo sugeriram a alteração do art. 23, § 3º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, com o intuito de excluir a exigência de que a relação de endereços dos cotistas seja entregue de acordo com a ordem decrescente de acordo com o número de cotas.

Para a Rio Bravo, essa informação não seria relevante ao cotista que solicitou a lista e, se conjugada com o item 13.1 do Informe Anual (Anexo 39-V), poderia fazer com que o solicitante inferisse a participação dos principais cotistas do fundo. Por outro lado, o SECOVI-SP destacou o risco de quebra de sigilo bancário e insegurança para os cotistas, sendo que, no caso das pessoas físicas, o endereço fornecido poderia corresponder muitas vezes à sua residência.

O SECOVI-SP discordou da proposta contida na Minuta para exclusão da obrigatoriedade de os cotistas apresentarem uma justificativa para a solicitação da relação de endereços dos demais investidores para fins do envio de pedido de procuração. Para esse participante, referida exigência seria relevante, uma vez que a solicitação formulada pelos cotistas não poderia ser conflitante com a política de investimentos do fundo ou com o interesse dos cotistas.

Apesar de discordar das preocupações apresentadas pelos participantes da audiência em relação à violação da Lei Complementar nº 105, de 2001, a CVM entende que a proposta formulada pela ANBIMA atenderia os interesses dos cotistas e conferiria maior agilidade para a apresentação de pedidos de procuração e que, portanto, pode ser adotada.

A Rio Bravo sugeriu a alteração do **caput** do art. 23 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para esclarecer que os pedidos de procuração poderão ser encaminhados pelo administrador por meio de correspondência física ou eletrônica.



Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

O GRIFI sugeriu a alteração do art. 23, § 1º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, de modo a permitir que os dados para envio de pedidos de procuração possam ser requisitados ao administrador não apenas por um cotista que detenha 0,5% ou mais do total de cotas emitidas, mas também por um grupo de cotistas que, conjuntamente, seja detentor daquele percentual de cotas. Com esse ajuste, seria garantido tratamento isonômico aos cotistas que tivessem, isolada ou coletivamente, a mesma participação.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

A BM&FBOVESPA propôs a alteração do art. 23, § 6º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para estabelecer que os custos incorridos com o envio de pedidos de procuração pelo administrador, em nome dos cotistas, sejam arcados pelo fundo, e não pelo administrador. De acordo com essa participante, esses custos estariam compreendidos nos gastos com correspondências mencionados no art. 47 da mesma instrução e, com esse ajuste, a regra aplicável aos fundos seria equiparada àquela vigente para as companhias abertas nos termos dos arts. 28 e 32 da Instrução CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

3.9.9. Impedimento de voto (art. 24)

A ANBIMA sugeriu a alteração do art. 24, § 1º, I, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para esclarecer que o administrador ou o gestor do fundo poderão exercer seu direito de voto na qualidade de administrador ou gestor de fundos investidores, uma vez que eventual vedação a tal exercício poderia prejudicar o interesse dos cotistas dos fundos por eles administrados ou geridos. Além disso, a ANBIMA ressaltou que os administradores e gestores já estariam sujeitos a restrições impostas pelo regulamento do fundo e por sua política de exercício do direito de voto, conforme disciplinada no Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de Investimento (em fase de elaboração para os FII e já em vigor para os fundos regulados pela Instrução CVM nº 409, de 2004).

Com o intuito de evitar situações de conflito de interesses, o Grupo de Pessoas Físicas¹⁷ e o GRIFI sugeriram a alteração do § 1º do art. 24 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para estender a vedação do exercício do direito de voto aos cotistas que sejam fundos administrados pelo mesmo administrador ou por sociedade integrante do grupo econômico do administrador (fundos de fundos).

¹⁷ Com exceção de João Roberto Roiffé Gobbato.



Em consonância com entendimento já manifestado pelo Colegiado¹⁸, a CVM entende que o comando previsto no art. 24 da Instrução CVM nº 472, de 2008, é dirigido aos cotistas do fundo, e não aos seus representantes legais ou voluntários. Nesse sentido, exceto nas hipóteses previstas no art. 34 com relação à existência de conflitos de interesses, a CVM entende que não existe vedação ao exercício do direito de voto por cotistas que sejam fundos administrados pelo mesmo administrador ou geridos pelo mesmo gestor do fundo ao qual a deliberação se refira, mesmo quando tais cotistas sejam representados por esse administrador ou gestor.

Também com o intuito de evitar situações de conflito de interesses, Luiz Gustavo Aurnheimer Vieira sugeriu que o § 1º do art. 24 da Instrução CVM nº 472, de 2008, contemple a vedação ao exercício do direito de voto pelo representante de cotistas em deliberações sobre a sua própria remuneração.

Para a ANBIMA, em linha com as restrições aplicáveis aos administradores e aos terceiros que atuam junto ao fundo, tendo acesso a informações privilegiadas e com a obrigação de defender o interesse dos cotistas, a vedação ao exercício do direito de voto deveria ser estendida aos representantes de cotistas no caso de matérias em que se caracterize conflito de interesses (como a aprovação de sua eleição, destituição e fixação de sua remuneração), sobre as quais opine (como aprovação das demonstrações financeiras, emissão de novas cotas e transformação, incorporação, cisão ou fusão do fundo) ou que por ele sejam propostas para a ordem do dia. Segundo essa participante, sua proposta estaria de acordo com o aplicável ao conselho fiscal das sociedades por ações, nos termos dos arts. 134, § 1º, e 145 da Lei nº 6.404, de 1976, e com o art. 26-C proposto pela Minuta, segundo o qual seriam atribuídos ao representante os mesmos deveres do administrador.

A CVM entende que a vedação prevista no art. 24, § 1º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, aplica-se ao representante de cotistas, pois esse agente deve ser cotista do fundo conforme nova redação do art. 26, I, estando já abrangido, portanto, pelo inciso VI desse dispositivo. Nesse sentido, não parece ser necessária a alteração desse artigo para fazer referência expressa ao representante.

Conforme já discutido pelo Colegiado da CVM, *“o impedimento de voto nasce da necessidade de expurgar da assembleia geral os acionistas que tenham interesses próprios na deliberação a ser tomada e que, por isso, possam privilegiá-los, preterindo os interesses da companhia”*¹⁹, conferindo maior legitimidade ao processo de tomada de decisão. Dessa forma, para que se aplique o art. 24, § 1º, acima

¹⁸ Vide Processo Administrativo SP2015/118, julgado em 30.6.2015.

¹⁹ Voto da Diretora Luciana Dias no âmbito do Processo Administrativo CVM nº RJ2013/10913, julgado em 25.3.2014.



mencionado, é necessário que sejam identificados interesses próprios dos cotistas, conflitantes com aqueles do fundo. Como exemplo, pode ser mencionada a fixação da remuneração desse representante.

No entanto, em linha com entendimento já manifestado pelo Colegiado em relação à eleição de administradores de companhias abertas, a CVM entende que não se configura a situação de conflito de interesses quando se trata do exercício do direito de voto para a eleição do próprio cotista como representante²⁰. Da mesma forma, em relação às deliberações sobre as quais tenham manifestado opinião prévia, a CVM entende não ser possível identificar conflitos de interesses dos representantes isoladamente em razão do fato de terem se manifestado, devendo tais conflitos serem analisados casuisticamente.

O LCCF Advogados discordou da alteração do **caput** do art. 24 da Instrução CVM nº 472, de 2008, e da vedação ao exercício do direito de voto por cotistas que tenham interesses conflitantes com o do fundo. Segundo esse participante, a proteção deve recair sobre o interesse dos cotistas, e não do fundo em si, que é a realização de seu objetivo. A proibição dos cotistas de votarem contra o interesse do fundo pode levar a situações em que a proteção dos interesses do fundo (realização de seu objeto) pode se mostrar prejudicial ao interesse da totalidade dos cotistas.

Não obstante essa sugestão, o LCCF Advogados indicou que, caso a CVM opte por não acatá-la, seria importante assegurar aos cotistas em situação de conflito de interesses a possibilidade de acompanhar o voto da maioria dos demais cotistas para fins de perfazimento do quórum de deliberação.

Conforme acima mencionado, as regras relativas ao impedimento de voto em situações de conflitos de interesses têm como objetivo assegurar a lisura dos processos de tomada de decisão, evitando que determinados cotistas possam privilegiar interesses próprios em detrimento dos interesses do fundo. Nesse sentido, a primeira sugestão dada pelo LCCF Advogados não foi considerada pertinente.

Quanto à segunda sugestão desse participante, a CVM entende que sua aceitação não seria conveniente, em especial, diante da possibilidade de deliberações que não sejam tomadas por unanimidade. Isso porque, ao acompanhar o voto da maioria, o cotista eventualmente conflitado estaria interferindo no processo de tomada de decisão e invertendo a lógica de que, se não alcançado o quórum suficiente para deliberação, deve ser mantido o **status quo** do fundo.

²⁰ Processo Administrativo Sancionador RJ2013/11699, Dir. Rel. Ana Novaes, julgado em 2.9.2014.



Ao analisar a proposta da Minuta para o art. 24, § 1º, VI, da Instrução CVM nº 472, de 2008, a Rio Bravo apontou que não estaria claro se caberia ao próprio cotista declarar o seu impedimento de voto ou se caberia ao administrador e aos demais cotistas indicar o conflito de interesses.

Valendo-se de uma analogia do art. 118, § 8º, da Lei nº 6.404, de 1976, o PMKA sugeriu a inserção de um novo parágrafo no art. 24 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para dispor que o administrador ou o gestor, conforme aplicável, poderá não acatar o voto de um cotista caso identifique a existência de potencial conflito de interesses no exercício do seu direito de voto.

Para a CVM, compete ao próprio cotista a declaração de seu impedimento de voto em relação a uma determinada matéria submetida à apreciação da assembleia geral, sem prejuízo da apuração de sua responsabilidade em caso de descumprimento dessa regra. Paralelamente, a CVM entende que não compete nem ao administrador, nem ao gestor, nem ao presidente da mesa da assembleia a contestação do exercício do direito de voto por qualquer cotista.

O PMKA e o Stocche Forbes sugeriram a alteração do art. 24, § 2º, II, da Instrução CVM nº 472, de 2008, a fim de esclarecer que a vedação ao exercício do direito de voto do cotista cujo interesse seja conflitante com o do FII não se aplica quando houver aquiescência da maioria dos demais cotistas presentes na assembleia geral (e não da maioria do total de cotistas do fundo).

Para o Stocche Forbes, a redação proposta pela Minuta poderia gerar dúvidas quanto ao quórum a ser observado e, caso adotado outro critério que não o da maioria dos presentes, matérias de interesse dos fundos poderiam deixar de ser aprovadas em função da falta de quórum.

Tal como já esclarecido no Ofício Circular CVM/SIN/Nº 05/2014, tratando-se de uma hipótese de conflito de interesses do cotista, deve ser aplicado raciocínio semelhante àquele pertinente aos conflitos mencionados no art. 34 da Instrução CVM nº 472, de 2008, tornando necessária a observação de quórum qualificado para a permissão do exercício do direito de voto pelos demais cotistas.

3.9.10. Representante de cotistas (art. 25)

Ricardo S. de Araújo Orihuela indicou que, não obstante serem responsáveis pela maior parte dos recursos aportados em fundos imobiliários, as pessoas físicas não disporiam de qualquer representatividade coletiva formalizada e, até o momento, não haveria iniciativas para tanto. Enquanto isso, apesar de a CVM ser remunerada para regular e fiscalizar o mercado, somente a atividade de regulamentação seria cumprida, deixando a fiscalização a cargo dos cotistas.



Como solução, esse participante propôs a criação de uma Associação Brasileira de Cotistas de Fundos Imobiliários, sem fins lucrativos, com quadros remunerados e sede na BM&FBOVESPA. Alternativamente, poderia ser criada uma secretaria especial dentro da própria CVM.

Esse órgão teria como atribuição (i) capacitar os representantes de cotistas, de modo que o respaldo técnico conferisse maior credibilidade a esses representantes frente aos investidores; e (ii) assumir os custos e riscos trabalhistas que passarão a existir a partir do momento em que os representantes sejam remunerados. O mesmo órgão seria composto pelos representantes de cotistas eleitos em assembleia, sem vínculo com outros participantes do mercado e dentre os quais seriam eleitos – pelos próprios representantes - um presidente e diretores, não excedendo o número de 12 pessoas.

O presidente e os diretores do órgão deveriam ser pessoas qualificadas para tanto, remuneradas a valor de mercado, responsáveis pela representação do órgão e pela atuação dos representantes de cotistas, com os quais dividiriam atribuições.

O funcionamento do novo órgão seria financiado por um acréscimo na taxa já cobrada pela CVM a título de taxa de fiscalização, correspondendo a 0,03% do patrimônio líquido de todos os fundos com mais de 100 cotistas. Metade desse valor deveria ser destinada integralmente ao novo órgão, garantindo a sua autonomia e credibilidade.

Paralelamente a essas propostas, Ricardo S. de Araújo Orihuela sugeriu que a nova norma exija a eleição de, no mínimo, 1 representante e respectivo suplente nos fundos com mais de 100 cotistas, sendo que, mesmo para os fundos que não elejam um representante, seja cobrada a taxa de fiscalização destinada à manutenção do órgão referido nos parágrafos anteriores.

Ainda, o mesmo participante comentou que não seria pertinente uma comparação entre o representante de cotistas e o conselho fiscal das sociedades por ações, uma vez que a função do primeiro seria a de dar opiniões fundamentadas para orientar a atuação dos cotistas. Além disso, também não seria pertinente a equiparação das responsabilidades do representante e do administrador, tendo em vista que o primeiro seria uma pessoa física, pouco qualificada, com menor credibilidade perante os investidores.

A sugestão de criação de uma associação de cotistas não é pertinente e não se enquadra dentre as atribuições legais conferidas à CVM nos termos da Lei nº 6.385, de 1976. Assim como verificado em relação a outros participantes do mercado de valores mobiliários, organizações semelhantes devem ter origem em iniciativas privadas e independem de interferência desta Autarquia.



Frente aos demais comentários feitos por esse participante, é importante esclarecer que, dentre as atribuições da CVM, encontram-se tanto a regulamentação quanto a fiscalização dos fundos de investimento imobiliários e seus administradores. As atividades de fiscalização da CVM, contudo, restringem-se ao mandato legal deste órgão, estando relacionadas ao cumprimento ou não da regulamentação em vigor. Fiscalização diversa é aquela que, por iniciativa da própria CVM, se facultou aos representantes de cotistas – a estes compete o acompanhamento da atuação dos administradores, reportando-se aos cotistas para a avaliação de seu mérito.

Conforme já mencionado pela CVM em mais de uma oportunidade, a figura do representante de cotistas foi inspirada no conselho fiscal das sociedades por ações e inserida na regulamentação para permitir a efetiva fiscalização e monitoramento do administrador por um agente que atuasse em nome e na defesa dos interesses dos cotistas. No entanto, diante das responsabilidades atribuídas a esse representante para com a universalidade dos cotistas, das informações a que poderá ter acesso e da necessidade de não intervenção nas atividades de administração do fundo, a CVM entendeu que deveriam ser atribuídos a ele deveres fiduciários, tais como aqueles observados pelo administrador.

O Grupo de Pessoas Físicas²¹ sugeriu que os representantes de cotistas sejam eleitos para mandato de um ano, sem possibilidade de reeleição e de modo que nova candidatura seja possível somente depois de transcorridos dois anos desde seu último mandato, garantindo a rotatividade no cargo de representante. Alternativamente, Ricardo Nascimento Gomes sugeriu que seja permitida a reeleição, mas que nova eleição seja possível somente depois de transcorrido um ano desde o último mandato. Já Rodrigo Carvalho Lopes dos Santos sugeriu que nova eleição seja possível somente depois de transcorridos 3 anos desde o último mandato.

Para a CVM, a necessidade de rotatividade no cargo de representante deverá ser avaliada pelos cotistas de cada um dos fundos, aos quais será atribuída a competência para ponderar sobre a atuação dos representantes em exercício e, se for o caso, deliberar sobre a sua reeleição ou substituição. Portanto, a sugestão não foi considerada pertinente.

O Grupo de Pessoas Físicas²² sugeriu que seja vedada a possibilidade de um mesmo representante cumular cargos em diferentes fundos, devendo também ser vedada a possibilidade de representantes pessoas jurídicas indicarem diferentes pessoas físicas como responsáveis por diferentes fundos. Com essas medidas, os investidores entendem que será assegurada a rotatividade no cargo de representante e será assegurada a excelência da prestação de serviços.

²¹ Com exceção de Gabriel Fajardo, Paulo Scatulin Bocca e Ricardo Nascimento Gomes.

²² Com exceção de Gabriel Fajardo, Paulo Scatulin Bocca e Ricardo Nascimento Gomes.



Na mesma linha, Ricardo Nascimento Gomes propôs que a cumulação de cargos como representante de cotistas seja limitada a seis fundos.

A CVM entende que o exercício do cargo de representante de cotistas em mais de um fundo não coloca esse representante necessariamente em uma situação de conflito de interesses, nem prejudica necessariamente a sua atuação, cabendo aos cotistas de cada fundo avaliar as informações divulgadas nos termos do item 12.1 do Anexo 39-V à Instrução CVM nº 472, de 2008, e ponderar sobre a pertinência ou não de eleger um determinado candidato como representante. Logo, as sugestões não foram acatadas.

Para Nelson de Mello Gonçalves, os representantes de cotistas deveriam ter contrato de trabalho para jornada de 80 horas mensais. Com isso, esse participante acredita que estariam contemplados fundos mais simples que não requerem muitos esforços, bem como fundos para os quais mais de um representante deveria ser eleito. Nesses últimos fundos, deveria ser estimulado o trabalho em equipe e a complementaridade de conhecimento dos diferentes representantes, elevando a acuracidade da revisão dos relatórios anuais dos fundos.

Em primeiro lugar, cumpre esclarecer que o representante de cotistas desempenhará a função de fiscalização da administração do fundo, não sendo necessária a celebração de um contrato de trabalho à luz da regulamentação do mercado de valores mobiliários. Em segundo lugar, a CVM entende que a definição das horas dedicadas por cada representante aos fundos em que tenha sido eleito dependerá das características de cada fundo e do número de representantes eleitos pela assembleia geral de cotistas, não sendo possível a sua pré-definição.

O LCCF Advogados sugeriu a alteração do art. 25 da Instrução CVM nº 472, de 2008, de modo a prever que os representantes de cotistas serão eleitos em assembleia geral em número igual ou inferior ao máximo permitido pelo regulamento do fundo.

Tendo em vista que a Minuta já propôs a inserção do inciso XXVI do art. 15 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para exigir que o regulamento disponha sobre o número máximo de representantes de cotistas a serem eleitos pela assembleia geral, a CVM considera que a sugestão acima não é pertinente.



3.9.11. Eleição do representante de cotistas (art. 25, § 1º)

O LCCF Advogados propôs que a indicação dos candidatos a representante de cotistas seja facultada ao administrador ou a cotistas que, individual ou conjuntamente, representem, no mínimo, 1% do total de cotas emitidas pelo fundo.

Para a eleição desse representante, o LCCF Advogados sugeriu que fossem adotadas regras semelhantes àsquelas de voto múltiplo aplicáveis à eleição de membros do conselho de administração de sociedades por ações, atribuindo-se a cada cota tantos votos quantos forem os representantes e facultando aos cotistas cumular seus votos em um só candidato ou distribuí-los entre vários. Dessa forma, cotistas que representem, no mínimo, 1% do total de cotas emitidas poderiam requerer a adoção desse procedimento com até 48 horas de antecedência em relação à realização da assembleia, cabendo à mesa informar aos cotistas, em vista do número de presentes, o número de votos necessários para a eleição de cada representante.

A ANBIMA propôs a modificação da redação do art. 25, § 1º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para fazer constar que, ao invés da aprovação da eleição dos representantes de cotistas, os percentuais ali dispostos deveriam se referir à convocação de assembleia para a eleição de tais representantes. Nessas assembleias, por sua vez, deveria ser observado o quórum de maioria simples para deliberação.

Mais do que isso, a associação ressaltou que os percentuais exigidos no mesmo dispositivo para a convocação dessa assembleia deveriam ser mais representativos para, em vista das funções e deveres impostos aos representantes de cotistas, alcançarem um número maior de cotistas que estejam de acordo com a sua eleição.

Em linha com o que foi sugerido em relação ao art. 19, § 3º, a ANBIMA propôs que, no caso dos fundos com mais de 100 cotistas, seja observado o percentual de 3% do total de cotas emitidas. No entanto, para a associação, esse critério não seria suficiente para garantir a representatividade dos cotistas que pretendem convocar uma assembleia para a eleição de representantes. Por isso, a esse critério deveria ser acrescido mais um: além de representarem, no mínimo, 3% do total de cotas emitidas, os cotistas também deveriam representar, no mínimo, 3% da quantidade de cotistas do fundo.

Com o objetivo de tornar essa regra operacionalmente viável, a ANBIMA também sugeriu uma limitação do número de cotistas sobre o qual o percentual referente ao segundo critério deveria ser aplicado. Assim, para fins desse cálculo, a base deveria ser considerada como sendo de, no máximo, 30 cotistas, independentemente do efetivo número de cotistas do fundo.



Paralelamente, no caso dos fundos com até 100 cotistas, a convocação de assembleia para a eleição de representantes de cotistas poderia ser realizada por cotistas que representem, no mínimo, 5% do total de cotas emitidas – conforme proposto pela Minuta – e, ainda, 5% do total de cotistas do fundo.

O NFBC sugeriu que se faça referência no art. 25, § 1º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, ao art. 20 da mesma instrução. Com isso, o participante gostaria de esclarecer que a eleição do representante de cotistas depende de deliberação por maioria.

Ainda em relação ao art. 25, § 1º, o NFBC notou a necessidade de correção do percentual indicado por extenso no inciso II (substituição de “um por cento” por “cinco por cento”).

A BM&FBOVESPA indicou que a exigência de participação de, no mínimo, 1% do total de cotas emitidas para a aprovação da eleição de representante de cotistas em fundos com mais de 100 cotistas poderia viabilizar a indicação de representantes por cotistas ou grupo de cotistas pouco representativos perante a base de cotistas do fundo, o que poderia vir a onerar o próprio fundo em razão da remuneração de tais representantes. Como alternativa, essa participante sugeriu que o percentual de 1% seja substituído por 2,5% do total de cotas emitidas.

A Rio Bravo discordou da proposta da Minuta para o art. 25, § 1º, da Instrução CVM nº 472, de 2008. Para esse participante, com base em sua experiência na eleição de representantes de cotistas, a exigência de, no mínimo, 1% das cotas de emissão do fundo para a eleição de um representante corresponderia a um quórum muito baixo, inclusive se considerado o quórum de presença verificado nas assembleias gerais. Por outro lado, a exigência de participação de, no mínimo, 5% das cotas seria bastante viável e adequada à realidade do mercado de FII.

Em sentido semelhante, o SECOVI-SP comentou que não haveria razão para diferenciar o percentual aplicável aos fundos com mais ou menos de 100 cotistas e que, para todos os fundos, deveria ser exigida participação de, no mínimo, 5% do total de cotas emitidas para a aprovação da eleição de representante de cotistas.

Conforme explicado no Edital, a inserção do § 1º do art. 25 da Instrução CVM nº 472, de 2008, teve como objetivo esclarecer que têm direito a eleger um representante os cotistas que representem (i) no mínimo, 1% do total de cotas emitidas, no caso de fundos com mais de 100 cotistas; ou (ii) no mínimo, 5% do total de cotas emitidas, no caso de fundos com até 100 cotistas. A diferenciação desses percentuais teve como base o estudo desenvolvido pela SIN com relação à concentração da titularidade de cotas na indústria de FII.



Diante dos comentários feitos pela ANBIMA em relação ao art. 19, § 3º, da mesma instrução e refletidos no item 3.9.3 acima, tomando como base o próprio estudo feito pela SIN, a CVM julgou conveniente ajustar para 3% o percentual exigido dos cotistas no caso de fundos com mais de 100 cotistas.

No entanto, a CVM considera que, para que seja mantido um alinhamento entre direitos políticos e patrimoniais, os critérios utilizados para a atribuição de direitos aos cotistas devem ter como base, preferencialmente, a sua participação no patrimônio do fundo. Assim, a CVM não considerou conveniente a sugestão formulada pela ANBIMA em relação à representatividade dentre o número de cotistas do fundo.

Feitos esses esclarecimentos, a CVM entende que restam contestados os argumentos apresentados pelos demais participantes com relação à participação mínima exigida dos cotistas para o exercício do direito de eleger um representante de cotistas.

Ainda, é importante ressaltar que os percentuais ora discutidos atribuem o direito de eleger um ou mais representantes de cotistas nos termos do regulamento e que, havendo mais de um candidato por vaga, a escolha do efetivo representante deverá observar o quórum previsto no **caput** do art. 20 da Instrução CVM nº 472, de 2008.

Por fim, a CVM acredita que não seria conveniente neste momento a adoção das regras de voto múltiplo propostas pelo LCCF Advogados, sem prejuízo de futura avaliação em posterior revisão da norma.

Em relação ao art. 25, § 3º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, o NFBC sugeriu que o exercício do direito de voto para a eleição de representante de cotistas seja condicionado à comprovação de titularidade ininterrupta das participações mencionadas nos incisos I e II do § 1º do mesmo artigo por um prazo minimamente razoável, o que privilegiaria investimentos a longo prazo por parte dos cotistas e estaria em linha com a política de investimento dos FII. Como sugestão, o NFBC recomendou que seja prevista a mesma regra constante do art. 141, § 6º, da Lei nº 6.404, de 1976, e a observação de um período mínimo de 3 meses para a manutenção das participações acima referidas.

A sugestão não foi considerada pertinente. Para a CVM, a eleição de um representante deve conferir aos cotistas a possibilidade de fiscalizar a atuação do administrador e, assim, adquirir maior confiança e segurança em relação à aplicação de seus investimentos, independentemente do tempo em que sejam cotistas do fundo.



3.9.12. Requisitos do representante de cotistas (art. 26)

A ANBIMA destacou que deveriam ser incluídos novos incisos no art. 26 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que o representante de cotistas não pode estar em conflito de interesses com o fundo e não pode atuar na atividade de gestão e/ou administração de fundos de investimento. De um lado, essa previsão asseguraria o dever de o representante sempre agir em benefício do fundo e evitaria que o representante se valesse das informações obtidas em benefício próprio. De outro, essa previsão asseguraria que o representante se valesse das informações obtidas em benefício dos fundos sob sua administração ou gestão.

Além disso, para assegurar que o representante seja qualificado e reforçar suas obrigações perante o FII, a ANBIMA sugeriu que, dentre os requisitos previstos no art. 26 acima mencionado, sejam incluídas: (i) a obrigatoriedade de o representante possuir as qualificações necessárias para exercer as competências previstas no art. 26-A da mesma instrução; (ii) a necessidade de o representante se obrigar, formalmente, a observar a confidencialidade das informações que vier a acessar; e (iii) a necessidade de o representante se obrigar a informar a superveniência de circunstâncias que possam impedi-lo de exercer essa função.

A respeito da capacitação do representante de cotistas, Nelson de Mello Gonçalves sugeriu que se exija visão fiscal e “visão *‘aderências às normas dos FII’*” (sic), tendo em vista que esse representante deverá exprimir sua opinião sobre os relatórios anuais do administrador e poderá comprometer involuntariamente o sucesso do fundo.

O NFBC considerou que seria temerária a menção, no art. 26, I, da Instrução CVM nº 472, de 2008, ao exercício do cargo de representante de cotistas de forma profissional, tendo em vista que essa função não é regulada nem fiscalizada pela CVM. Por outro lado, caberia aos próprios cotistas fiscalizarem o representante profissional por eles eleito.

Para o NFBC, a menção ao representante profissional deveria ser excluída, conferindo tempo para que a Autarquia amadureça o tema. No entanto, caso a CVM viesse a discordar dessa proposta, o mesmo participante indicou que o inciso I do art. 26 deveria ser alterado para definir como representante profissional aquele “*com reconhecida competência em mercado de capitais e dotado de notável conhecimento das regras contábeis e da legislação e da regulamentação aplicáveis aos Fundos de Investimento Imobiliário*”.

No entendimento da CVM, enquanto responsável por fiscalizar a atuação do administrador, não é conveniente que o representante de cotistas tenha, quando de sua eleição ou durante o exercício de seu



mandato, qualquer conflito de interesses com o próprio administrador ou com o fundo. Mais do que isso, por zelar pelos direitos dos cotistas, é importante que o representante esteja alinhado com os interesses destes.

Nesse sentido e tendo em vista os comentários apresentados acima, com o intuito de promover um maior alinhamento de interesses, a CVM considera pertinente limitar o exercício das atividades de representante somente por aqueles que sejam cotistas do fundo.

Paralelamente, a fim de evitar quaisquer situações que possam colocá-lo em conflito de interesses e, assim, prejudicar a sua independência no exercício de suas atividades, a CVM entende que: (i) o representante de cotistas não pode ser nem administrador nem gestor de fundos de investimento imobiliário; (ii) o representante de cotistas não pode estar, quando de sua eleição, em conflito de interesse fundo; e (iii) o representante de cotistas deve anunciar ao administrador e aos cotistas a superveniência de qualquer circunstância que o coloque em conflito de interesses em relação ao fundo.

Por outro lado, a CVM não considera necessário alterar a norma a fim de esclarecer que o representante de cotistas deve manter a confidencialidade das informações a que tem acesso. Isso porque, ao inserir o art. 26-C na Instrução CVM nº 472, de 2008, e estender ao representante de cotistas os mesmos deveres atribuídos ao administrador nos termos do art. 33 da mesma instrução, a Minuta ressaltou o dever de lealdade do representante, com a sua consequente obrigação de agir no interesse do fundo e a vedação à utilização de informações do fundo em benefício próprio ou de outros fundos em que atue.

A CVM também não considera pertinente a sugestão da ANBIMA, do NFBC e de Nelson de Mello Gonçalves de que o representante deva apresentar qualificações mínimas para exercer as funções mencionadas no art. 26-A. A CVM reconhece que a interpretação de quais seriam essas qualificações pode ser subjetiva e depende de uma análise, pelos próprios cotistas, quando da escolha dentre os candidatos a representantes.

3.9.13. Competências do representante de cotistas (art. 26-A)

A ANBIMA propôs a alteração do **caput** do art. 26-A proposto pela Minuta para esclarecer que o rol de competências do representante de cotistas seria taxativo e estaria restrito àquelas ali listadas, evitando qualquer confusão entre suas atividades e as do administrador do fundo.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.



A ANBIMA também sugeriu a alteração do inciso II desse dispositivo para limitar as opiniões dos representantes de cotistas às manifestações em assembleia geral em relação às ações inerentes à fiscalização das atividades do administrador e do fundo. Com isso, o inciso II passaria a tratar da competência do representante para *“emitir formalmente opinião sobre as propostas do administrador, na assembleia geral, relativas à emissão de novas cotas – exceto se aprovada nos termos do inciso VIII do artigo 30 desta Instrução – transformação, incorporação, fusão ou cisão do fundo”*.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

De acordo com o SECOVI-SP, as atividades de fiscalização dos representantes de cotistas não se confundiriam com a gestão e administração do fundo. Além disso, considerando que o representante teria o direito de se manifestar em assembleia geral, não estaria dentro do escopo de suas atividades a manifestação de opinião nos termos do incisos II e V do art. 26-A da Instrução CVM nº 472, de 2008, tal como proposto pela Minuta.

A CVM discorda da sugestão apresentada pelo SECOVI-SP. Conforme já ressaltado neste relatório, o representante de cotistas é responsável por acompanhar e monitorar o dia a dia do administrador e reportar aos cotistas suas conclusões.

De um lado, as manifestações de que tratam os incisos II e V do art. 26-A têm como objetivo contribuir para o exercício informado do direito de voto dos cotistas, que poderão se preparar com antecedência e tomar como base de suas análises sobre a ordem do dia a opinião e as considerações daquele que é responsável por uma avaliação detalhada da atuação do administrador e andamento das atividades do fundo.

De outro lado, deve ser assegurada a possibilidade de manifestação desse representante em assembleia geral, que é justamente o foro adequado para as discussões e esclarecimentos de dúvidas dos cotistas.

O Grupo de Pessoas Físicas²³ e o GRIFI sugeriram a alteração do inciso II do art. 26-A da Instrução CVM nº 472, de 2008, de modo a excluir a referência à possibilidade de o administrador aprovar diretamente a emissão de novas cotas, em linha com comentários feitos a outros dispositivos dessa instrução. No entanto, o GRIFI comentou que, caso seja mantida a possibilidade de o administrador aprovar novas emissões, deverá ser mantida a competência do representante de cotistas de se manifestar sobre elas.

²³ Com exceção de Alvaro Caputo, Gabriel Fajardo e João Roberto Roiffé Gobbato.



Vide comentários ao item 3.8.1.

A ANBIMA recomendou a alteração do inciso III do mesmo artigo para esclarecer o alcance da competência do representante de cotistas e exigir que, em caso de erros, fraudes ou crimes, o representante os denuncie primeiramente ao administrador, sendo que, somente se este não tomar quaisquer providências, o representante elabore denúncia à assembleia geral de cotistas.

A CVM entende que a sugestão da ANBIMA se encontra de acordo com o proposto pela Minuta, não sendo necessária a sua alteração.

Com o objetivo de aproximar as atribuições dos representantes de cotistas nos FII às do conselho fiscal nas companhias abertas, a BM&FBOVESPA sugeriu a alteração do inciso IV do art. 26-A da Instrução CVM nº 472, de 2008, de modo a alterar de semestral para trimestral a periodicidade com que o representante tem que analisar as informações financeiras do fundo.

Com a eliminação dos informes semestrais e com a exigência de informações financeiras nos informes trimestrais, conforme item 3.11.1.2 abaixo, a CVM considera essa sugestão pertinente e a refletiu na Instrução CVM nº 472, de 2008.

A BM&FBOVESPA ressaltou que o prazo previsto no inciso VI do mesmo artigo não seria consistente com os demais prazos previstos na Instrução CVM nº 472, de 2008. Isso porque, ao se considerar conjuntamente (i) o prazo de 90 dias a contar do encerramento do exercício social para que o administrador divulgue o relatório do representante de cotistas, conforme previsto no art. 39, V, “d”, da Instrução CVM nº 472, de 2008; e (ii) o prazo de 120 dias a contar do encerramento do exercício social para a realização da assembleia geral, a observação do prazo previsto no inciso VI poderia levar ao descumprimento do prazo de 1 mês de antecedência para a divulgação das informações pertinentes à assembleia geral ordinária, conforme previsto no art. 19-A, § 1º, da mesma instrução. Em função disso, a BM&FBOVESPA sugeriu a exclusão do prazo previsto no inciso VI do art. 26-A e a prevalência daquele mencionado no art. 19-A, § 1º, para a divulgação do relatório do representante de cotistas.

Em função dos comentários feitos pela BM&FBOVESPA, a CVM considerou ser pertinente exigir: (i) a entrega das demonstrações financeiras anuais ao representante de cotistas no prazo de até 90 (noventa) dias a contar do encerramento do exercício social; e (ii) a entrega, pelo representante de cotistas, do seu relatório anual no prazo de até 15 (quinze) dias a contar do recebimento de tais demonstrações.



Assim, no limite, o representante de cotistas receberá as demonstrações financeiras anuais em conjunto com os demais cotistas do fundo, preparará o seu relatório e o encaminhará ao administrador para divulgação, sendo mantido um prazo de, no mínimo, 15 (quinze) dias para que os cotistas analisem o material preparado pelo representante.

O Salusse Marangoni Advogados sugeriu a alteração do inciso VI do art. 26-A da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que competirá ao representante de cotistas divulgar seu relatório anual não apenas ao administrador, mas também aos cotistas. A razão para tanto seria a de que referido relatório teria como função a prestação de contas do representante aos cotistas, responsáveis por sua indicação.

A CVM considera que o comentário acima já está contemplado pela Instrução CVM nº 472, de 2008. Por força dos arts. 39, V, “d”, e 40 dessa instrução, compete ao administrador divulgar a todos os cotistas e ao mercado o relatório do representante.

A ANBIMA propôs a alteração da alínea “d” do inciso VI do art. 26-A da Instrução CVM nº 472, de 2008, para fazer com que, além do formulário constante do Anexo 39-V, o relatório do representante de cotistas contemple também as demonstrações financeiras do fundo, uma vez que são essas demonstrações – e não o formulário – que serão objeto de aprovação em assembleia geral de cotistas.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

O SECOVI-SP destacou que, dentre as matérias contempladas pelo relatório do representante de cotistas, não deveriam constar as despesas incorridas no exercício de suas atividades (art. 26-A, VI, “c”, da Instrução CVM nº 472, de 2008). Isso porque referidas despesas, por não estarem sujeitas a limites ou pré-aprovação, não deveriam ser arcadas pelos fundos.

Em função desse comentário, a CVM considerou que, além da aprovação da remuneração dos representantes de cotistas, competirá à assembleia geral deliberar sobre o valor máximo que poderá ser incorrido por esse representante no exercício de suas atividades. Além disso, para fins da prestação de contas aos cotistas, acompanhamento das despesas do fundo e comparação com outros fundos, a CVM entende ser necessária a descrição dessas despesas no relatório anual do representante.

Para que os cotistas possam acompanhar as atividades dos representantes, o LCCF Advogados sugeriu a inclusão de um novo parágrafo no art. 26-A da Instrução CVM nº 472, de 2008, proposto pela Minuta, exigindo que o representante coloque à disposição dos cotistas, por meio da página do



administrador na rede mundial de computadores, todos os relatórios e documentos elaborados no exercício de suas atribuições, tão logo estes sejam concluídos.

A CVM entende ser pertinente a divulgação aos cotistas de todos os documentos produzidos pelo representante, tendo refletido essa sugestão na Instrução CVM nº 472, de 2008. Entretanto, é importante destacar que tais documentos devem ser encaminhados pelo representante ao administrador, a quem competirá a efetiva divulgação.

Sobre a remuneração dos representantes de cotistas, o Grupo de Pessoas Físicas²⁴ sugeriu que, no caso de pessoas físicas, seja paga remuneração calculada com base no salário mínimo. Parte desses investidores sugeriu, ainda, que a remuneração não ultrapasse 10 salários mínimos²⁵, enquanto Geraldo Alves de Queiroz, e João Roberto Roiffé Gobbato e Rodrigo Carvalho Lopes dos Santos sugeriram que não ultrapasse 5 salários mínimos.

Nelson de Mello Gonçalves sugeriu que a remuneração dos cotistas seja equivalente a, no máximo, 10 salários mínimos e sugeriu que ela seja paga em cotas ou em moeda corrente, a critério do administrador. Essa sistemática daria previsibilidade às despesas com o representante de cotistas e, ainda, estimularia esse representante a tornar o fundo cada vez mais eficiente.

Por sua vez, Marcelo Ortolan Pazzeto sugeriu que os representantes pessoas físicas não recebam remuneração.

No caso de representantes pessoas jurídicas, o Grupo de Pessoas Físicas²⁶ sugeriu que não haja remuneração.

Gabriel Fajardo sugeriu que a alteração do inciso IX do artigo 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008, de modo a prever que a remuneração do representante de cotistas, somada às despesas desse representante, não possa ultrapassar 0,05% dos lucros distribuídos pelo fundo no mesmo período. Segundo esse investidor, a representação dos cotistas não pode substituir o papel da área de relações com investidores do fundo nem pode acarretar despesas exageradas.

²⁴ Com exceção de Gabriel Fajardo, Marcelo Ortolan Pazzeto, Paulo Scatulin Bocca, Rafael Mendes Marrara Leite.

²⁵ Com exceção de Alaudio F. Amaral Neto, Gabriel Fajardo, Paulo Scatulin Bocca, Rafael Mendes Marrara Leite.

²⁶ Com exceção de Gabriel Fajardo e Paulo Scatulin Bocca.



A respeito do mesmo assunto, Ricardo S. de Araújo Orihuela sugeriu que a remuneração dos representantes seja limitada por horas máximas de dedicação, não superior a 2 dias por semana ou 64 horas por mês e não superior a 1 salário mínimo.

A CVM entende que competirá aos cotistas de cada fundo dispor sobre eventuais limitações à remuneração dos representantes por eles eleitos, tendo em vista o número máximo de representantes admitido em regulamento e as peculiaridades de cada fundo. Adicionalmente, a CVM relembra que, de acordo com deliberação do administrador quando da constituição do fundo ou dos cotistas reunidos em assembleia posterior, poderão ser inseridos no regulamento de cada fundo requisitos específicos para tratar da remuneração do representante de cotistas.

Considerando que o representante de cotistas terá acesso a informações privilegiadas, a COINVALORES sugeriu que sejam estabelecidos parâmetros e restrições para a negociação de cotas, pelo representante, nos períodos em que tiver acesso a tais informações.

A CVM entende que o estabelecimento de parâmetros e restrições para a negociação de cotas por parte do representante de cotistas, de modo semelhante àquele aplicável aos acionistas controladores e administradores de companhias abertas nos termos da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, extrapola as discussões propostas ao mercado no âmbito desta audiência pública. Ainda assim, o assunto poderá ser avaliado pela Autarquia em futura alteração normativa.

Cabe ainda lembrar, por fim, que os representantes de cotistas estão sujeitos às disposições gerais da Lei nº 6.385, de 1976, sobre o uso indevido de informações privilegiadas.

Luiz Gustavo Aurnheimer Vieira sugeriu a alteração do parágrafo único do art. 26-B da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que, além de poderem ser apresentados e lidos em assembleia geral, independentemente de publicação e menção na ordem do dia, os pareceres e representações individuais ou conjuntos dos representantes de cotistas possam ser mencionados na ata de tais assembleias gerais. Com isso, será dada publicidade a tais documentos mesmo aos cotistas que não estejam presentes nas reuniões.

Frente ao comentário acima, cumpre esclarecer que todos os pareceres e representações individuais dos representantes de cotistas deverão ser disponibilizados aos cotistas nos termos dos arts. 40 e 42 da Instrução CVM nº 472, de 2008.

Ademais, tendo em vista o papel das atas das assembleias gerais de cotistas, a CVM reforça os comentários feitos no item 3.9.1 acima e entende ser necessário o registro de quaisquer manifestações feitas em tais reuniões pelos cotistas ou por seus representantes.



A Rio Bravo sugeriu a alteração do parágrafo único do art. 26-B da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que os pareceres e representações individuais ou conjuntas dos representantes de cotistas podem ser apresentados e lidos em assembleia geral somente se relacionados à ordem do dia e desde que solicitado pela maioria dos cotistas presentes. Com isso, seria conferida maior produtividade à assembleia geral.

Por outro lado, o SECOVI-SP sugeriu que tais pareceres e representações possam ser lidos em assembleia geral somente se previamente apresentados ao administrador e se relacionados à atividade fiscalizadora do representante de cotistas. Dessa forma, seria assegurada ao administrador a possibilidade de apresentar em assembleia as justificativas para as conclusões do parecer.

Tendo em vista que o representante é eleito pelos próprios cotistas e que a eles devem prestar contas de sua atuação, a CVM não considera pertinentes os comentários acima descritos. Assim, ainda que não guardem relação com a ordem do dia, os pareceres e representações individuais ou conjuntas dos representantes podem ser objeto de discussão entre este e os cotistas reunidos em assembleia.

No entanto, a CVM reitera que (i) a atuação dos representantes de cotistas se restringe às funções descritas no art. 26-A da Instrução CVM nº 472, de 2008; e que (ii) quaisquer documentos produzidos pelos representantes devem ser encaminhados aos administradores dos fundos para estes procedam à sua divulgação à totalidade dos cotistas, nos termos dos arts. 40 e 42 da Instrução CVM nº 472, de 2008. No caso dos documentos preparados previamente à realização de assembleias gerais com a finalidade de orientar a manifestação de voto dos cotistas, é facultada a manifestação dos administradores prévia ou durante a assembleia geral.

Em função da equiparação da responsabilidade dos administradores e dos representantes de cotistas proposta pela Minuta no art. 26-C da Instrução CVM nº 472, de 2008, Luiz Gustavo Aurnheimer Vieira sugeriu a expansão das competências do representante de cotistas para lhe atribuir participação em alguns processos de tomada de decisão no fundo.

Nesse sentido e com o intuito de conferir maior respaldo às decisões, o investidor sugeriu que o representante de cotistas possa (i) indicar prestadores de serviços para fins de concorrência licitatória para qualquer negócio a ser realizado pelo fundo; e (ii) participar da negociação de estabelecimento, renovação ou revogação de contratos de locação de qualquer imóvel objeto do fundo.

A CVM não considerou a sugestão pertinente. Conforme mencionado no Edital, a CVM parte da premissa de que o representante de cotistas tem como função a fiscalização e o monitoramento das



atividades do administrador. Paralelamente, cabe lembrar que a realização de atividades de administração é de competência exclusiva do administrador do fundo ou dos terceiros expressamente indicados na regulamentação em vigor, tal como indicado no art. 5º da Lei nº 8.668, de 1993, e nos arts. 27 a 31 da Instrução CVM nº 472, de 2008.

Luiz Gustavo Aurnheimer Vieira sugeriu que, para evitar que situações de conflito de interesses envolvendo o administrador, bem como assegurar a transparência e lisura, seja atribuída ao representante de cotistas a competência para conferir, de maneira independente, a contagem de votos de assembleia geral que tenha como objeto a destituição e substituição do administrador.

Retomando os mesmos argumentos apresentados no item 3.9.4 com relação aos deveres e responsabilidades dos administradores, bem como em relação à eficiência necessária para a condução das atividades dos fundos, a CVM entende que essa sugestão não é conveniente.

Considerando as semelhanças entre a atuação do representante de cotistas dos FII e do conselho fiscal de sociedades por ações, o NFBC sugeriu a alteração do art. 26-C da Instrução CVM nº 472, de 2008, tal como proposto pela Minuta, para prever, com base na Lei nº 6.404, de 1976, que:

- (i) além de ter os mesmos deveres do administrador, o representante responde pelos danos resultantes de omissão no cumprimento de seus deveres e de atos praticados com culpa ou dolo, ou com violação da lei ou do regulamento do fundo;
- (ii) considerar-se-á abusivo o exercício da função de representante com o fim de causar dano ao fundo, ou aos seus cotistas ou administrador, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para o fundo, seus cotistas ou administrador;
- (iii) o representante de cotistas não é responsável pelos atos ilícitos de outros representantes, salvo se com eles foi conivente, ou se concorrer para a prática do ato; e
- (iv) em caso de eleição de mais de um representante, a responsabilidade dos representantes de cotistas por omissão no cumprimento de seus deveres é solidária, mas dela se exime o representante dissidente que comunicar ao administrador do fundo e à assembleia geral.

Não obstante as semelhanças entre a atuação do representante de cotistas dos fundos de investimento imobiliário e do conselho fiscal das companhias abertas, a CVM entende que os ajustes sugeridos pelo NFBC ao art. 26-C da Instrução CVM nº 472, de 2008, não são convenientes. De um lado, é preciso lembrar que, diferentemente dos conselheiros fiscais, os representantes de cotistas não compõem um órgão colegiado. De outro lado, a CVM entende que os dispositivos sugeridos pela Minuta são suficientes para permitir a apuração, pela Autarquia, de eventuais irregularidades.



Nestor Ivo Noll sugeriu que o e-mail de contato dos representantes de cotistas seja disponibilizado na página do administrador na rede mundial de computadores, de modo que qualquer cotista possa entrar em contato com os representantes.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008 (item 12.1 do Informe Anual).

3.10. Administração

3.10.1. Disposições Gerais

O PMKA sugeriu a alteração do art. 29, VI, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que, dentre os serviços que deverão ser providos ao fundo pelo administrador, diretamente ou por meio da contratação de terceiros, conste a gestão dos ativos imobiliários integrantes da carteira do fundo. Segundo esse participante, na prática, há diversos gestores no mercado de FII que são responsáveis tanto pela gestão de valores mobiliários quanto pela gestão de ativos imobiliários.

A CVM considera que a contratação de um terceiro para a prestação do serviço de gestão de ativos imobiliários não se encontra em consonância com o art. 8º da Lei nº 8.668, de 1993, e com o art. 29, § 2º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, segundo os quais a gestão de tais ativos deve ser de responsabilidade do administrador do fundo. Vale notar que, por “gestão”, a CVM entende a compra e a venda de ativos imobiliários, e não a administração e monitoramento dos ativos detidos pelo fundo.

A BM&FBOVESPA sugeriu a alteração do art. 29, § 4º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para fazer com que as despesas com a escrituração de cotas sejam consideradas como encargos do fundo, e não do administrador. De acordo com essa participante, uma vez que os prestadores de serviço de escrituração podem cobrar remuneração variável relacionada ao perfil do fundo, número de cotistas, volume de negociação, entre outros, considerar essa despesa como encargo do fundo implicaria reconhecer o valor efetivamente cobrado, de modo que seus aumentos ou reduções seriam apropriados pelos próprios cotistas. De outro lado, a taxa de administração poderia ser majorada em função da impossibilidade de se calcular o custo fixo mensal com esse tipo de serviço, prejudicando os cotistas.

A Rio Bravo argumentou que o art. 29, § 4º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, deveria ser alterado para prever, dentre as despesas do fundo – e não do administrador –, aquelas referentes à contratação dos serviços de análise e acompanhamento de projetos imobiliários e custódia de ativos financeiros, previstos, respectivamente, nos incisos I e IV do **caput** do mesmo artigo. Para esse participante, considerando que essas despesas não se aplicam a todos os fundos e que podem ou não ser



incorridas durante todo o prazo de duração do FII, seria dificultada a sua inclusão na taxa de administração, a qual só poderia ser alterada mediante aprovação em assembleia geral com observação de quórum qualificado. Além disso, poderia ser feito um paralelo com as disposições da Instrução CVM nº 409, de 2004, que preveem que os custos dos prestadores de serviços seriam despesas do fundo.

A ANBIMA e o SECOVI-SP também sugeriram que os custos da contratação do serviço de custódia de ativos sejam arcados pelo fundo, e não pelo administrador. A ANBIMA ressaltou que os valores pagos a esse título deveriam ser destacados no informe mensal dos fundos, em linha com demais itens que se alteram ao longo da vida do fundo, e que esse tratamento seria o mesmo conferido a taxas semelhantes de outros fundos de investimento. Já o SECOVI dispôs que o serviço de custódia não seria sempre obrigatório.

Com base nos comentários acima, a CVM concordou em manter como encargo do fundo a remuneração paga aos prestadores de serviços de custódia de ativos financeiros.

Por outro lado, a CVM não considerou conveniente abranger, dentre as despesas do fundo, a remuneração dos prestadores de serviço escrituração de cotas e de análise e acompanhamento de projetos imobiliários, uma vez que essas seriam atividades típicas da administração do fundo, pelas quais a taxa de administração é devida.

O Grupo de Pessoas Físicas²⁷ discordou da proposta de inclusão do inciso VIII do art. 30 da Instrução CVM nº 472, de 2008, sugerindo a exclusão da possibilidade de o administrador aprovar diretamente a emissão de novas cotas, em linha com comentários feitos a outros dispositivos dessa instrução.

Vide comentários ao item 3.8.1.

Com base em sua experiência na administração de fundos com empreendimentos imobiliários, a Rio Bravo sugeriu o ajuste da redação do art. 31, II, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para mencionar a contratação, pelo administrador, de consultoria especializada que auxilie este ou o gestor não apenas em suas atividades de análise, seleção e, avaliação, mas também nas atividades de acompanhamento e gerenciamento de empreendimentos imobiliários e demais ativos integrantes ou que possam vir a integrar a carteira do fundo.

²⁷ Com exceção de Alvaro Caputo.



Em sentido semelhante, o SECOVI-SP também sugeriu a alteração da definição de consultoria especializada para compreender as atividades de aquisição, acompanhamento e gerenciamento de empreendimentos imobiliários.

A CVM entende que os serviços compreendidos na sugestão apresentada pela Rio Bravo já estão contemplados dentre as atividades da empresa especializada prevista no inciso III do art. 31 da Instrução CVM nº 472, de 2008. Por outro lado, a CVM entende que os demais serviços mencionados pelo SECOVI-SP correspondem à atividade de gestão dos ativos imobiliários, às quais se aplicam os comentários feitos acima em relação ao art. 29, IV, da mesma instrução.

A ANBIMA comentou que, seja por determinação legal, seja para permitir um melhor controle das atividades do FII, as despesas com serviços como monitoramento de obras se apresentam como uma realidade no dia a dia dos fundos, especialmente nos FII de incorporação. Para regulamentar a cobrança dos serviços normalmente contratados e deixá-la ainda mais transparente ao investidor, a ANBIMA sugeriu que o inciso III do art. 31 seja complementado para mencionar que o administrador pode contratar empresa especializada para monitorar e acompanhar projetos e a comercialização dos respectivos imóveis, bem como consolidar as demonstrações financeiras das companhias investidas para fins de monitoramento.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008. No entanto, a fim de mitigar conflitos de interpretação, a CVM ajustou a redação proposta pela ANBIMA, deixando claro que à empresa especializada competirá consolidar dados econômicos e financeiros selecionados das companhias investidas para fins de monitoramento.

A ANBIMA destacou que o serviço de formador de mercado faz parte da estrutura do FII, sendo necessária a sua contratação antes do início do fundo. No entanto, considerando que a aprovação da contratação de partes relacionadas ao administrador ou ao gestor é possível somente após o início do fundo, quando este já conte com cotistas, a ANBIMA propôs a alteração do art. 31-A, § 2º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para permitir que o administrador apresente, no momento da adesão dos cotistas ao FII, convocação para assembleia geral a se realizar por ocasião do início das atividades do fundo.

A CVM não considerou conveniente a sugestão feita pela ANBIMA. De um lado, devem ser reforçados os argumentos apresentados no item 3.9.6 acima a respeito da vedação à pré-aprovação de quaisquer matérias, pelos novos investidores, no âmbito da primeira oferta pública de distribuição de cotas do fundo.



De outro, deve ser lembrado o disposto no Ofício Circular CVM/SIN/Nº 05/2014, no qual se destacou que a contratação de partes relacionadas ao administrador ou ao gestor como formador de mercado “*apresenta potenciais riscos e conflitos que vão além da precificação dos serviços em si, notadamente o risco de acesso privilegiado a informações não públicas*”, razão pela qual deveria ser submetida à análise dos cotistas reunidos em assembleia.

3.10.2. Obrigações do administrador (art. 32)

Em linha com práticas salutareis aplicáveis a companhias abertas, a BM&FBOVESPA sugeriu a inserção de um novo inciso no art. 32 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever como obrigação do administrador “*estabelecer, manter atualizadas e divulgar as políticas adotadas para os fundos que administra acerca de: (a) divulgação de ato ou fato relevante; e (b) negociação das cotas, caso existente*”.

A sugestão de inclusão de inciso sobre a política de divulgação de ato ou fato relevante não foi considerada pertinente, pois, nos termos do item 15.1 do Anexo 39-V proposto pela Minuta, já competirá ao administrador estabelecer, manter atualizada e divulgar a política de divulgação de informações, incluindo atos ou fatos relevantes.

Adicionalmente, a CVM entende que a obrigação de estabelecer, manter atualizada e divulgar política de negociação de cotas não foi discutida no âmbito da audiência pública e que, portanto, sua elaboração deve ser facultativa. Ainda assim, se existente, tal política deve ser divulgada, nos termos do item 15.2 do Anexo 39-V.

3.10.3. Conflitos de interesses (art. 34)

Fazendo referência à justificativa apresentada em relação às mudanças propostas para o art. 31-A, § 2º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, a ANBIMA sugeriu a alteração do **caput** do art. 34 da mesma instrução para permitir que o administrador apresente, no momento da adesão dos cotistas ao FII, convocação para assembleia geral a se realizar por ocasião do início das atividades do fundo, na qual sejam submetidas à aprovação situações em que se caracterizem os conflitos de interesses mencionados nesse mesmo dispositivo.

Em relação ao disposto no art. 34 da Instrução CVM nº 472, de 2008, o LCCF Advogados sugeriu que a aprovação de situações de conflito de interesses identificadas previamente à colocação das cotas do fundo possa ser realizada em assembleia geral posterior à oferta, desde que a existência de tal conflito de interesses seja informada de forma clara e objetiva aos cotistas no regulamento do fundo e nos



documentos relacionados à colocação das cotas. Como justificativa, esse participante explicou que, em determinadas operações, não obstante a existência de um potencial conflito, este não se materializa quando a operação se mostra vantajosa para o fundo, para os cotistas e para o mercado em geral.

A CVM não considerou essas sugestões convenientes e ressalta os argumentos apresentados no item 3.9.6.

A ANBIMA indicou que deveria ser inserido um novo parágrafo no art. 34 para esclarecer que não configuram situações de conflito de interesses a aplicação, pelo fundo, em fundos de investimento da mesma instituição administradora, nem a realização de operações, pelo fundo, nas quais a instituição administradora ou partes a ela ligadas atuem na condição de contraparte do fundo, desde que com a finalidade exclusiva de realizar a gestão de caixa e liquidez do fundo.

Para justificar sua posição, a ANBIMA ressaltou que:

i) o investimento em fundos do administrador com fins de caixa ou investimento em outros FIIs negociados em mercado secundário, portanto sujeitos a valor de mercado, não caracterizaria o conflito de interesses, pois não há possibilidade de influência no preço;

ii) nos termos do artigo 86, § 2º, inciso II, da Instrução CVM nº 409, de 2004, é permitida a aquisição de cotas de fundos de investimento administrados pela própria instituição administradora;

iii) de acordo com a Deliberação CVM nº 642, de 2010, que trata do Pronunciamento Técnico CPC 05(R1) sobre divulgação de partes relacionadas para fins de demonstrações financeiras, não se consideram partes relacionadas duas entidades pelo fato de possuírem administrador ou outro membro do pessoal chave da administração em comum;

iv) para fins da Instrução CVM nº 438, de 2006, que aprova o Plano Contábil dos Fundos de Investimento – COFI, as aplicações em fundos de investimento do mesmo administrador não são consideradas aplicações em empresas ligadas;

v) seria operacionalmente mais eficiente que as operações que visem gestão de caixa e de liquidez do fundo possam ter como contraparte o administrador e partes a ele ligadas, porque (a) não existe horário definido para o recebimento de recursos pelo fundo, como por exemplo para os alugueis, e tal vedação impede o administrador de remunerar os recursos na data de seu recebimento; (b) o administrador não precisaria correr risco de contraparte terceira; e (c) as instituições externas costumam



ter horários mais rígidos e taxas punitivas em caso de descumprimento destes, o que prejudica os fundos;
e

vi) esse entendimento está em consonância com manifestação dessa CVM para fundos de investimento em direitos creditórios, por meio da Instrução CVM nº 531, de 2013, a qual permitiu a realização de operações nas quais a instituição administradora atue na condição de contraparte do fundo, desde que com a finalidade exclusiva de realizar a gestão de caixa e liquidez do fundo, bem como se coaduna com o entendimento da Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), conforme disposto no inciso II do art. 79 das circulares 338 e 339, que excetua das vedações as operações compromissadas, feitas com contraparte, destinadas à aplicação, por um único dia, de recursos aplicados pelas Entidades Abertas de Previdência Complementar no FIE (Fundo Especialmente Constituído) e que não puderam ser alocados em outros ativos, no mesmo dia, na forma regulamentada.

Além disso, a ANBIMA sustentou que não configura situação de conflito de interesses a aplicação pelo fundo em valores mobiliários distribuídos por ofertas públicas registradas, de emissão do administrador ou pessoas a ele ligadas, uma vez que essas ofertas são realizadas com a prestação das informações necessárias à avaliação de todos os cotistas, possuindo ampla divulgação de informações, por meio do prospecto e documentos da oferta, resultando, portanto, na formação de preços pelos participantes do mercado.

Diante dos comentários feitos pela ANBIMA, a CVM ressalta que a vedação à realização de operações que caracterizem conflitos de interesses decorre do art. 12, VII, da Lei nº 8.668, de 1993. Nesse sentido, ainda que associação entenda que determinadas circunstâncias possam atenuar eventuais conflitos ou assegurar que não sejam incorridos prejuízos pelo fundo, a CVM entende não ser possível a superação da vedação legal.

O mecanismo proposto pela atual Instrução CVM nº 472, de 2008, e ainda corroborado pela CVM, é o de que os cotistas reunidos em assembleia geral, de forma independente, possam avaliar casuisticamente a existência de conflito de interesse em operações entre o fundo e o administrador ou pessoas a ele ligadas. Além da independência, o investimento no fundo e o acompanhamento de suas atividades contribuem para que seja mais adequada a análise das operações pelos cotistas do que pela CVM.

Além disso, a CVM lembra que a configuração do conflito extrapola as questões estritamente ligadas aos custos incorridos pelos fundos nas operações com o administrador ou partes a eles ligadas. Nesse sentido, ainda que, no âmbito de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários emitidos por quaisquer desses agentes, possa ser reduzida a interferência do administrador do fundo sobre o



processo de formação de preço, a CVM acredita que outros critérios devam ser avaliados (como, por exemplo, a obtenção de informações privilegiadas pelo administrador).

A ANBIMA recomendou a manutenção de dispositivo semelhante ao § 4º do art. 34 da Instrução CVM nº 472, de 2008, excluído pela Minuta. Esse parágrafo expressamente mencionava que “[a]s demais operações entre o fundo e o empreendedor estão sujeitas à avaliação e responsabilidade do administrador sempre que for possível a contratação em condições equitativas ou idênticas às que prevaleçam no mercado, ou que o fundo contrataria com terceiros”.

Para a ANBIMA, considerando que o rol de situações de conflito de interesses seria exemplificativo e observando a experiência internacional, seria importante a manutenção de tal regra para permitir a realização de operações que, não obstante possam ensejar conflito de interesses, sejam feitas em condições equitativas.

O PMKA destacou que seria importante a avaliação da existência de materialidade para a configuração de uma situação de conflito de interesses. Como exemplo, não deveria ser tratada como uma situação de conflito aquela em que (i) um FII administrado por um administrador ligado a uma instituição financeira adquira um shopping center que conta com caixa eletrônico dessa instituição financeira; ou em que (ii) o administrador ou gestor não tenha ingerência na escolha dos locatários de determinado ativo, sendo a administração desse ativo feita por um terceiro independente.

Para contemplar essa proposta, o PMKA sugeriu a inserção de um novo parágrafo no art. 34 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para fazer constar que não configuram situações de conflito aquelas nas quais: (i) a seleção do locatário de ativo do fundo seja realizada por terceiro independente do administrador, do gestor e/ou de cotista do fundo; (ii) o ativo objeto do potencial conflito represente parcela correspondente a, no máximo, 10% do patrimônio do fundo; e (iii) na hipótese de o fundo vir a investir em um fundo exclusivo administrado e/ou gerido pelo administrador ou pelo gestor, sendo que nestas hipóteses a taxa de administração / gestão cobrada por tal fundo exclusivo poderá ser deduzida da taxa de administração do fundo.

A Rio Bravo sugeriu a alteração do art. 34, § 1º, IV, da Instrução CVM nº 472, de 2002, para esclarecer que não configura situação de conflitos de interesses a contratação, pelo fundo, de pessoas ligadas ao administrador ou ao gestor para a prestação dos serviços referidos no art. 31 da mesma instrução quando esta contratação não resulte em encargos para o fundo.

Além disso, a Rio Bravo sugeriu a inserção de um novo parágrafo no art. 34 para dispor que os fundos em fase de constituição poderão contratar partes relacionadas do administrador, sem necessidade



de ratificação pela assembleia geral, desde que essa informação conste dos documentos do fundo e da oferta, conforme o caso.

A BM&FBOVESPA sugeriu a alteração do inciso IV do art. 34 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para esclarecer que não configurará situação de conflito de interesses a contratação, pelo fundo, de pessoas ligadas ao administrador ou ao gestor, para a prestação dos serviços referidos no art. 31, exceto o de distribuição de cotas, *“quando os custos a ela associados não sejam encargos do fundo”*.

A CVM não considerou convenientes as sugestões apresentadas. Em vista das disposições constantes da Lei nº 8.668, de 1993, a Autarquia entende que são expressamente vedadas quaisquer operações em que seja caracterizado o conflito de interesses entre o administrador e o fundo. No entanto, conforme já mencionado, a fim de viabilizar determinadas operações, o art. 34 da Instrução CVM nº 472, de 2008, atribuiu aos cotistas do fundo a competência de analisar as circunstâncias de cada caso e a aprovar tais operações de maneira independente.

Como já mencionado neste relatório, é importante ressaltar que a caracterização dos conflitos de interesses não se limita à discussão dos custos incorridos pelo fundo quando da contratação de operações com o administrador ou partes a ele ligadas. As particularidades das situações em que pode ser caracterizado um conflito de interesses contribuem para que seja mais adequada a sua análise casuística do que uma previsão geral em norma.

Por esses motivos, não parecem pertinentes as discussões propostas pelo PMKA, pela Rio Bravo e pela BM&FBOVESPA.

Adicionalmente, a CVM entende que a lógica acima descrita torna sem efeito o disposto no antigo § 4º do art. 34 da Instrução CVM nº 472, de 2008. Operações feitas sob condições de mercado deverão ser justamente aquelas aprovadas pelos cotistas reunidos em assembleia geral, mas sem que seja possível a dispensa de sua análise no caso concreto.

A respeito da sugestão da Rio Bravo sobre a menção, nos documentos da oferta, à contratação de partes relacionadas, a CVM reitera os argumentos apresentados no item 3.9.6 acima.

O SECOVI-SP também sugeriu a alteração do art. 34, § 5º, para prever que as disposições desse artigo não serão aplicáveis (i) em relação aos cotistas que detenham participação correspondente a, no máximo, 10% do patrimônio do fundo; (ii) em relação aos atos em que se verifique situação de conflito de interesses que envolvam ativos que representem menos de 10% do patrimônio do fundo; e (iii) nos casos em que o conflito de interesses seja inerente à política de investimento do fundo e desde que o conflito



esteja expresso no regulamento do fundo (inclusive nos fatores de risco), no prospecto, se houver, e nos boletins de subscrição.

O LCCF Advogados sugeriu a alteração do art. 34, § 5º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, de modo que, para fins da configuração de situações de conflitos de interesses, sejam considerados somente os cotistas detentores de mais de 50% das cotas do fundo e que, portanto, detivessem um “poder de controle” sobre o fundo.

Com base em sua experiência e observação dos quoruns verificados em assembleias gerais, o GRIFI propôs a alteração do artigo 34, § 5º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, de modo a prever que as disposições relativas a conflitos de interesses sejam aplicáveis a cotistas detentores de, no mínimo, 3% do patrimônio do fundo.

Ao exigir a aprovação, pela assembleia geral, de operações em que se verifiquem conflitos de interesses entre o fundo e seus cotistas, a Minuta buscou assegurar que os próprios investidores tenham a oportunidade de avaliar operações que envolvam riscos de tratamento não equitativo a todos eles.

No entanto, ao rever a proposta levada à audiência pública, a CVM ponderou que o art. 34 da Instrução CVM nº 472, de 2008, busca preservar o processo de tomada de decisão do fundo, afastando a intervenção do administrador ou do gestor naquelas decisões em que sua independência esteja comprometida. Em razão disso, a CVM concluiu que os propósitos da Minuta com relação à aprovação de operações entre o fundo e os cotistas seriam mais bem atendidos se, ao invés de mencionada no art. 34, a exigência de aprovação de tais operações em assembleia geral fosse mencionada no art. 35, IX, da mesma instrução.

Além disso, com a preocupação de não engessar o funcionamento do fundo e não impor custos excessivos decorrentes da realização de assembleias gerais, a Minuta também propôs a inserção do § 5º no art. 34 da Instrução CVM nº 472, de 2008, limitando a análise da assembleia geral àquelas operações que envolvessem cotistas com participação significativa no patrimônio do fundo.

A fixação do percentual de 10% teve como base o estudo desenvolvido pela SIN a respeito da concentração da titularidade de cotas na indústria de FII e a percepção de que, por força das regras de natureza tributária, em fundos pulverizados, não é frequente a titularidade de cotas que representem mais de 10% do patrimônio líquido do fundo.

Nesse sentido, a CVM entende não serem cabíveis as propostas apresentadas pelo LCCF Advogados e pelo GRIFI, nem as duas primeiras propostas apresentadas pelo SECOVI-SP. A respeito da



terceira sugestão apresentada pelo SECOVI-SP, a CVM reitera os argumentos apresentados no item 3.9.6 acima.

O Stocche Forbes concordou com a inclusão dos atos que caracterizem conflitos de interesses entre o fundo e seus cotistas dentre aqueles que exigem aprovação da assembleia geral para que sejam efetivados. No entanto, com o intuito de aperfeiçoar a regra, sugeriu que seja previsto expressamente no art. 34 da Instrução CVM nº 472, de 2008, que o cotista em situação de conflito de interesse não pode votar na assembleia que deliberará sobre o ato que originou tal conflito – ainda que essa vedação já esteja implicitamente prevista no art. 24, § 1º, VI, da mesma instrução.

A CVM entende que a redação atual da regra, em especial os arts. 24 e 34, já endereçam a preocupação do participante, não sendo necessária a inserção de uma referência cruzada.

Considerando que o representante de cotistas pode não ser cotista do fundo, o SECOVI-SP sugeriu a alteração do art. 34 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para contemplar também as situações de conflito de interesses entre os representantes e o fundo.

Seguindo o mesmo raciocínio apresentado acima em relação aos conflitos de interesses entre os cotistas e o fundo, a CVM ressalta que, em razão das funções por ele exercidas, o representante não interfere no processo de tomada de decisão que o art. 34 da Instrução CVM nº 472, de 2008, buscou proteger. Assim, a CVM não considera pertinente a sua menção nesse dispositivo como propõe o SECOVI-SP.

No entanto, a CVM entende que, em razão da fiscalização exercida sobre o administrador, operações entre o representante de cotistas e o fundo podem implicar perda de independência do administrador para a sua aprovação, razão pela qual a aplicação do art. 34 da Instrução nº 472, de 2008 seria cabível, nesses casos, em função de conflitos envolvendo o próprio administrador.

Ademais, sendo o representante um cotista e havendo o risco de tratamento desigual em relação aos demais investidores, a CVM considerou pertinente a sua menção no art. 35, IX, da mesma instrução.

O LCCF Advogados sugeriu a alteração do art. 35, IX, da Instrução CVM nº 472, de 2008, de modo a vedar a realização, pelo administrador, somente de operações em que se caracterize um conflito de interesses e que não tenham sido aprovadas em assembleia geral de cotistas.



O SECOVI-SP sugeriu a alteração do art. 35, IX, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que o administrador não poderá realizar operações do fundo quando caracterizado conflito de interesses entre o fundo e o representante de cotistas.

Essas sugestões são pertinentes e foram refletidas na Instrução CVM nº 472, de 2008.

3.10.4. Vedações ao administrador (art. 35)

O Stocche Forbes sugeriu a alteração do art. 35 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para a exclusão das vedações impostas aos administradores de fundos pelos incisos III, IV e X, desde que haja previsão no regulamento do FII e aprovação dos cotistas reunidos em assembleia geral. Para esse participante, por meio dessa modificação, seria permitida aos FII a possibilidade de financiamento em condições mais favoráveis aos cotistas para o desenvolvimento de projetos, realização de reformas ou expansão de seus ativos imobiliários.

Para sustentar sua posição, o Stocche Forbes ressaltou que, para os FII, seria interessante contar com outras fontes de financiamento e que, no âmbito de financiamentos imobiliários, seria comum a exigência de garantias reais associadas aos imóveis. Além disso, o participante lembrou que, por meio da Instrução CVM nº 535, de 2013, a CVM teria autorizado a prestação de garantias por fundos de investimento em participações.

Essa sugestão não é pertinente. Os incisos III, IV e X do art. 35 da Instrução CVM nº 472, de 2008, refletem as vedações impostas pelos arts. 7º, VI, e 12, I e II, da Lei nº 8.668, de 1993.

Sob a mesma justificativa apresentada em relação ao art. 15, II, “e”, da Instrução CVM nº 472, de 2008, a P56 sugeriu a alteração do art. 35, § 1º, da mesma instrução para prever que a vedação prevista no inciso X do mesmo artigo não impede a aquisição e/ou a promessa de aquisição, pelo administrador, de imóveis sobre os quais tenham sido constituídos ônus reais anteriormente ao seu ingresso no patrimônio do fundo, desde que a aquisição e/ou promessa de aquisição do imóvel ocorra após 6 meses a contar da constituição do gravame.

Vide item 3.8 acima.

3.10.5. Remuneração do administrador (art. 36)

De acordo com a ANBIMA, o valor a mercado da cota do FII guarda correlação com diversos outros fatores que não os ativos imobiliários efetivamente sob gestão, como a situação macroeconômica,



que pode agregar volatilidade ao preço das cotas no mercado secundário. Essa oscilação poderá ora prejudicar os cotistas do fundo, que terão seus custos de taxa de administração aumentados em função do momento de mercado, e não efetivamente do desempenho de seus investimentos, ora prejudicar o administrador, que poderá receber recursos inferiores ao valor mínimo necessário para garantir o pleno funcionamento do FII, podendo, portanto, não ser o critério mais adequado para alguns tipos de fundo. A exceção se daria para os fundos com substancial patrimônio, pulverizados e com liquidez no mercado secundário, o que permitiria mitigar as questões acima exemplificadas.

Adicionalmente, a ANBIMA mencionou que poderá haver dificuldades para o próprio cotista em prever o valor a título de remuneração do administrador. Do ponto de vista operacional, a indexação da remuneração do administrador ao valor de mercado do fundo gera dificuldade no provisionamento diário da taxa de administração. Para muitos fundos, a taxa de performance é o melhor mecanismo para alinhar o interesse do gestor aos interesses do fundo.

Considerando que a intenção da CVM é de proporcionar a padronização da taxa de administração dos fundos e o alinhamento de interesses entre administradores e cotistas, a ANBIMA sugeriu que todos os FIIs realizem suas cobranças conforme o definido em seus regulamentos e que a remuneração pelos serviços prestados pelo administrador de fundos não destinados exclusivamente a investidores qualificados cujas cotas sejam admitidas à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado possa corresponder (i) a um percentual sobre o patrimônio líquido do fundo calculado a valor de mercado, com base na média diária da cotação de fechamento das cotas de emissão do fundo no mês anterior ao do pagamento da remuneração; (ii) a um percentual sobre o patrimônio contábil líquido do fundo; (iii) a um percentual sobre o rendimento distribuído; ou (iv) a um percentual sobre o capital subscrito e/ou integralizado.

Segundo a ANBIMA, a cobrança de taxa de administração em conformidade com os critérios acima indicados reflete a diversificação de fundos imobiliários. Em um levantamento feito pela própria associação, 80% dos fundos atualmente realizam cobranças segundo alguma dessas alternativas, conforme apresentado na tabela abaixo:

Parâmetro de cálculo da taxa de administração	Nº de fundos	% Nº de fundos	PL (R\$ milhões)	% PL
Patrimônio líquido	124	59%	18.093,67	45%
Total de ativos	24	11%	9.200,23	23%
Sem informação	23	11%	4.321,73	11%
Valor de mercado da cota	8	3%	3.982,02	10%
Outra	9	4%	1.925,96	5%



Total da receita	8	4%	1.272,70	3%
Rendimento distribuído	8	4%	951,00	2%
Capital subscrito e/ou integralizado	6	3%	513,69	1%
Total	210	100%	40.261,01	100%

A ANBIMA ressaltou que cada fundo de investimento imobiliário possui características próprias, como os seus ativos-alvo, o horizonte de investimento ou os objetivos a serem alcançados pelo administrador. Assim, a possibilidade de escolha de uma metodologia de cálculo permite ao administrador identificar a que melhor atenda a estrutura do fundo.

Além disso, para fins de divulgação ao mercado, a ANBIMA sugeriu que o valor efetivamente cobrado do fundo como percentual do patrimônio líquido contábil em cada mês seja informado por meio do Informe Mensal.

Para a COINVALORES, a remuneração do administrador deve ser livremente pactuada. De um lado, essa participante argumentou que cabe ao cotista avaliar a melhor opção de investimento, o que não necessariamente estaria relacionado com a forma de remuneração do administrador. De outro, a imposição de uma forma de remuneração para os fundos já existentes poderia gerar o descontentamento dos atuais cotistas, que tomaram sua decisão de investimento com base nas condições pré-estabelecidas.

Não obstante essas considerações, a COINVALORES indicou que o critério de remuneração que proporcionaria o melhor alinhamento de interesses entre cotistas e administrador seria a fixação da taxa de administração com base em percentual da receita bruta do fundo, com o estabelecimento de um valor mínimo fixo, corrigido anualmente pelo IGPM-FGV ou outro indexador. Segundo a corretora, esse critério permitiria uma redução proporcional da renda tanto do administrador quanto do cotista em caso de vacância dos imóveis e, ao mesmo tempo, garantiria o pagamento de um valor fixo que permitisse o desenvolvimento das atividades do administrador.

A COINVALORES também alegou que, além do critério acima mencionado, seria comum no mercado a fixação da taxa de administração com base em percentual do patrimônio líquido contábil dos fundos. No entanto, esse critério geraria descontentamento dos cotistas em função da reavaliação de bens integrantes do patrimônio do fundo, a qual poderia gerar um acréscimo na taxa da administração mesmo diante da vacância dos imóveis.

O LCCF Advogados indicou que a fixação dos critérios de remuneração do administrador poderia causar situações em que essa remuneração não reflita a realidade das atividades realizadas pelo administrador, gerando assim distorções nos incentivos para a sua atuação. Em razão disso, esse



participante sugeriu a inclusão de um novo parágrafo no art. 36 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que o regulamento do fundo poderá dispor sobre o cálculo da remuneração do administrador com base em metodologia não prevista no §1º do mesmo artigo, desde que a nova metodologia tenha fundamento e justificativa econômica.

O PMKA sugeriu que o art. 36, § 1º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, apenas liste as possíveis formas de cobrança da taxa de administração, dentre as quais: aquelas mencionadas pela Minuta e, ainda, a previsão, no regulamento, de um valor fixo ou mínimo para a taxa.

De um lado, o mesmo participante alegou que seria importante não amarrar uma única forma de cobrança para os fundos que acompanham índices de mercado, uma vez que a obrigatoriedade de cobrança de percentual incidente sobre o valor da negociação das cotas poderia, inclusive, ser prejudicial aos cotistas. De outro, argumentou que a previsão de um valor mínimo ou fixo para a taxa de administração seria importante para viabilizar as atividades do administrador do fundo.

O SECOVI-SP discordou da proposta contida na Minuta para o art. 36, § 1º, da Instrução CVM nº 472, de 2008. Conforme destacado por esse participante, os fundos que integram índices como o IFIX podem deixar de integrá-los momentânea ou permanentemente, de modo que a taxa de administração pode ser variável, prejudicando a previsibilidade das despesas do fundo.

A Rio Bravo discordou da proposta contida na Minuta para o art. 36, § 1º, da Instrução CVM nº 472, de 2008. Primeiro, essa participante mencionou que, apesar de entender a preocupação da CVM em padronizar a metodologia de cálculo das taxas de administração, a metodologia proposta na Minuta atribuiria exclusivamente a um fator externo – não necessariamente relacionado à administração do FII – a base de cálculo de tal taxa e não estaria alinhada com a prática do mercado brasileiro.

Em segundo lugar, a Rio Bravo destacou que a Minuta deixaria em aberto uma série de questões, a saber: (i) na hipótese de cobrança vinculada ao valor de mercado dos ativos, como o administrador conseguiria cobrir os custos fixos para a administração; (ii) considerando que os fundos seriam excluídos e incluídos em índices ao longo do tempo, como seria a regra de transição para mudança da base de cálculo da taxa de administração; (iii) se o FII deveria ficar um período mínimo no índice para alterar a base de cálculo da taxa de administração; (iv) qual seria a taxa de administração se o fundo não fizer mais parte do índice; e (v) no caso dos fundos que atualmente tenham sua taxa de administração calculada a valor contábil, mas integrem um índice, como seria a transição da forma de cálculo.

Como alternativa, a Rio Bravo defendeu que a forma de cálculo da taxa de administração seja escolhida a critério do administrador dentre as seguintes metodologias: (i) percentual sobre o patrimônio



líquido do fundo calculado a valor de mercado, com base na média diária da cotação de fechamento das cotas de emissão do fundo no mês anterior ao do pagamento da remuneração; (ii) percentual sobre o patrimônio líquido contábil do fundo; (iii) percentual sobre a distribuição de rendimentos do fundo; ou (iv) valor fixo, reajustável por índice de inflação. Somada a essa regra, deveria haver a previsão de que o administrador possa estabelecer um valor mínimo para a sua remuneração, corrigido por índice de inflação.

A BM&FBOVESPA comentou que a proposta da Minuta para o inciso I do art. 36, § 1º, pressupõe que o fato de as cotas de um fundo integrarem um índice de mercado significaria que as mesmas dispõem de um patamar mínimo de liquidez, de modo que o patrimônio líquido do fundo calculado a valor de mercado, com base no preço das cotas, seja uma representação fidedigna do mesmo, passível de ser utilizada para fins de cálculo da remuneração dos administradores. No entanto, essa premissa apenas seria verdadeira em se tratando de cotas que integram índice cuja metodologia preveja critérios de inclusão que considerem a liquidez das cotas e critérios de ponderação que considerem o volume financeiro das cotas emitidas pelo fundo, o que pode não ocorrer, por exemplo, com índices setoriais.

Em função disso, a BM&FBOVESPA sugeriu a alteração do dispositivo acima mencionado para esclarecer que os índices de mercado referidos na norma devem seguir a premissa acima descrita.

O GRIFI manifestou apoio à proposta contida na Minuta em relação ao cálculo da taxa de administração. De acordo com o grupo, a forma de cálculo prevista no artigo 36, § 1º, I, da Instrução CVM nº 472, de 2008, é a que gera maior alinhamento entre os interesses dos cotistas e dos administradores. Além disso, o grupo comentou que a previsão de um valor mínimo em regulamento protegeria o administrador da variação do valor das cotas no mercado.

O Grupo de Pessoas Físicas²⁸ sugeriu que a taxa de administração seja calculada sobre o patrimônio líquido a valor de mercado, com base na média do valor de negociação das cotas de emissão do fundo no mês anterior – excluindo taxa de desempenho ou performance –, ou com base no valor contábil, conforme proposto na Minuta. Segundo esses investidores, essa regra permitiria a padronização e comparação das taxas de administração, bem como atenderia a preocupação dos cotistas em caso de vacância dos imóveis que integram os ativos dos fundos.

²⁸ Com exceção de João Roberto Roiffé Gobbato, Paulo Scatulin Bocca, Rodrigo Grando e Sérgio René Pessoa Vila Nova Filho.



Para justificar a mesma proposta, Gabriel Fajardo argumentou que o mercado seria o agente mais ágil para precificar um patrimônio e que a função do administrador seria a de valorizá-lo, razão pela qual sua remuneração deveria estar atrelada a um percentual desse patrimônio. Além disso, esse investidor alegou que a fixação da remuneração dos administradores com base no valor contábil não seria adequada, pois uma avaliação que se baseasse no método de fluxo de caixa descontado se pautaria por uma projeção, mas com efeitos reais e imediatos.

João Roberto Roiffé Gobbato sugeriu que a taxa de administração seja calculada com base no valor de mercado do patrimônio líquido apurado de acordo com a média do valor da cota no último mês de pregão. No entanto, esse investidor propõe que o valor da taxa seja apurado na data de fechamento dos balancetes mensais do fundo e de acordo com uma taxa pré-fixada para todos os fundos.

Rodrigo Grando sugeriu que a taxa de administração seja calculada exclusivamente com base no valor de mercado do patrimônio líquido apurado de acordo com a média do valor de negociação das cotas no último mês de pregão, valendo-se das mesmas justificativas apresentadas pelo Grupo de Pessoas Físicas.

Edilson Braga solicitou à CVM a confirmação do entendimento de que, com base na proposta contida no Edital, quando um determinado FII integrar o IFIX ou outro índice que venha a ser criado, o patrimônio líquido do fundo para fins do cálculo da taxa de administração deve ser obtido pela multiplicação do número de cotas emitidas pela média da cotação de fechamento diário do mês anterior. Por outro lado, caso o fundo não integre os citados índices, o patrimônio líquido deve ser obtido pelo valor contábil, com as reavaliações periódicas dos imóveis.

Além disso, esse investidor solicitou que a CVM esclareça se a alteração da Instrução CVM nº 472, de 2008, entrará em vigor imediatamente após a publicação das novas regras.

Idair José Chies e Vania Regina Monico indicaram que, apesar de a proposta contida na Minuta sobre a remuneração dos administradores ser um passo importante para aproximar os interesses de cotistas e administradores, ela ainda seria insuficiente para alinhá-los. A forma mais justa e eficaz para promover tal alinhamento seria a adoção da receita do fundo como base de cálculo da taxa de administração, a qual já seria adotada por alguns fundos em funcionamento, beneficiaria ou prejudicaria cotistas e administradores na mesma proporção e ainda conferiria maior transparência ao cálculo de referida taxa.

Além disso, Idair José Chies e Vania Regina Monico comentaram que, sob uma perspectiva de longo prazo, a manutenção de taxas de administração nos padrões atuais (1 a 1,5% a.a.) sobre o valor de



mercado não seria compatível com a evolução do mercado de fundos brasileiros para níveis internacionais, com rentabilidade de 3 a 5% a.a.

Nestor Ivo Noll indicou que, apesar de ser válida, na Instrução CVM nº 516, de 2011, a referência ao valor justo para fins das demonstrações financeiras dos fundos, não seria pertinente a utilização desse valor, calculado pelo próprio administrador, para a determinação do valor do patrimônio do fundo em que se baseia o cálculo da taxa de remuneração do administrador. Para justificar seu entendimento, o participante citou fundos em funcionamento que tiveram um acréscimo no valor da taxa de administração após a adoção dos critérios previstos na Instrução CVM nº 516 para determinação do valor do patrimônio líquido do fundo.

Alternativamente, Nestor Ivo Noll sugeriu que a taxa de administração seja calculada sobre a receita operacional líquida do fundo e propôs, para tanto, o percentual de 3%.

O Stocche Forbes sugeriu a alteração do art. 36, § 1º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para esclarecer que a remuneração dos administradores dos fundos ali previstos deve ser calculada com base em um percentual sobre o patrimônio líquido do fundo, sem prejuízo da remuneração variável prevista no **caput** do mesmo artigo.

Conforme exposto no Edital, ao regular os critérios para cálculo da taxa de administração, a CVM tem como intuito (i) assegurar a padronização dos critérios adotados pela indústria de FII, com o consequente estímulo à comparação entre os diferentes fundos e respectivos administradores; e (ii) promover o alinhamento de interesses do administrador e do fundo, incentivando a atuação do primeiro em benefício do segundo.

Ao analisar as propostas formuladas pela ANBIMA, pela COINVALORES, pelo PMKA, pelo SECOVI-SP e pela Rio Bravo para que a taxa de administração possa ser livremente pactuada dentre algumas metodologias possíveis, a CVM entende que não há um aprofundamento sobre a questão do alinhamento de interesses e de possíveis falhas envolvidas em cada uma dessas metodologias.

Em linha com o que foi proposto pela Minuta, para fins do alinhamento de interesses do administrador e do fundo, a CVM acredita que a taxa de administração deve ser calculada, preferencialmente, sobre o valor de mercado do fundo. Nesse sentido, os fundos cujas cotas integrem índice de mercado devem ter referida taxa atrelada, preferencialmente, à cotação de suas cotas no mercado de bolsa. Excepcionalmente, será admitida a aprovação, pela assembleia geral de cotistas, de metodologia diversa.



Em resposta aos comentários feitos pela Rio Bravo, a CVM nota que os índices de mercado atualmente existentes não costumam sofrer rebalanceamento em suas carteiras em intervalos inferiores a um mês e que, portanto, é mitigado o risco de as cotas de um fundo integrarem determinado índice apenas por um breve período. Como exemplo, observa-se que a carteira teórica do Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários – IFIX, calculado pela BM&FBOVESPA, é rebalanceada a cada quatro meses e que as novas carteiras entram em vigor na primeira segunda feira posterior ao encerramento de tais quadrimestres ou, se tal segunda feira não for um dia útil, no primeiro dia útil posterior a essa data.

Em relação aos meses em que houver o rebalanceamento de carteiras dos índices de mercado, a CVM entende que a metodologia aplicável para o cálculo da taxa de administração deverá levar em consideração (i) o valor de mercado do fundo, se as cotas deste último tiverem sido incluídas ou terem permanecido em determinado índice; ou (ii) a metodologia indicada no regulamento do fundo, caso tenha havido a exclusão das cotas do fundo da carteira teórica do índice.

Para complementar as disposições relativas a essa metodologia, conforme comentários apresentados pelos participantes da audiência, a CVM entende que deve haver a autorização de um valor mínimo para a taxa de administração, em moeda corrente, que assegure a devida remuneração dos serviços do administrador mesmo diante de circunstâncias adversas de mercado. Além disso, a CVM considera pertinente a sugestão da BM&FBOVESPA em relação às características dos índices de mercado.

Em relação aos fundos que não atendam os requisitos para cálculo da taxa de administração com base no valor a mercado de seu patrimônio líquido, a CVM entende que poderá ser facultada a escolha, pelo administrador quando da constituição do fundo ou pelos cotistas posteriormente reunidos em assembleia geral, de uma dentre as seguintes metodologias: (i) percentual sobre o valor contábil do patrimônio líquido do fundo; (ii) percentual sobre o rendimento distribuído; (iii) percentual sobre a receita total do fundo; ou (iv) valor de mercado do fundo. A escolha da metodologia adotada deverá levar em consideração o alinhamento entre os interesses do administrador e do fundo e a adequação à estratégia de cada fundo.

A respeito das regras de transição, vide item 3.17 adiante.

A ANBIMA sugeriu a inserção de um novo parágrafo no art. 36 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para mencionar que a cobrança da parcela variável da remuneração do administrador não observará a vedação de cobrança de que trata a regra geral de fundos de investimento, quando o valor da cota do fundo for inferior ao seu valor por ocasião da última cobrança efetuada. Para sustentar esse entendimento, a ANBIMA ressaltou que (i) os FII são constituídos apenas na forma de condomínio fechado, com



pagamento de amortização e consequente redução do valor da cota; e (ii) os FII devem distribuir, no mínimo, 95% dos lucros auferidos, nos termos do art. 10, parágrafo único da Lei nº 8.668, de 1993.

A CVM entende que essa sugestão não é pertinente e que as previsões contidas na Instrução CVM nº 555, de 2014, contemplam as circunstâncias indicadas pela ANBIMA para desconsiderar o valor da amortização quando da comparação do valor da cota para fins do cálculo da taxa de performance.

O Grupo de Pessoas Físicas²⁹ sugeriu a eliminação da taxa de performance.

Gabriel Fajardo criticou a forma com que costuma ser calculada a taxa de performance dos administradores. Isso porque, sendo positiva, essa taxa seria imediatamente cobrada, mas, se negativa, não seria devolvida ao fundo. Além disso, na hipótese de a taxa ser calculada por períodos, quanto pior a performance de um administrador em um determinado período, maior seria a chance de remuneração de sua performance no período seguinte.

A CVM entende que a cobrança de taxa de performance pode ser incluída, pelo administrador, dentro de sua proposta para a prestação de serviços de administração e deve ser avaliada pelos cotistas no momento de ingresso no fundo ou, posteriormente, em assembleia geral.

3.11. Divulgação de informações (arts. 39 a 44)

Em linha com as disposições aplicáveis aos fundos regidos pela Instrução CVM nº 409, de 2004, a ANBIMA sugeriu a utilização dos meios eletrônicos de comunicação para os cotistas. Tal utilização tem como objetivo a racionalização do volume e redução dos custos, ampliando a competitividade da indústria ante outros produtos no Brasil.

Visando alinhar com o já disposto nas novas regras oriundas da Audiência Pública 04/2014, a associação sugeriu que os regulamentos dos FII também prevejam que todas as comunicações e envio de informações possam ser realizados por meio eletrônico aos cotistas que tenham previamente autorizado essa forma de comunicação. Nesse sentido, a ANBIMA propôs a inserção de novo dispositivo na Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que “[a]s informações ou documentos para os quais esta Instrução exija a ‘comunicação’, ‘acesso’, ‘envio’, ‘divulgação’ ou ‘disponibilização’ podem, desde que expressamente previsto no regulamento do fundo, ser remetidos aos cotistas por meio eletrônico ou disponibilizados por meio de canais eletrônicos”.

²⁹ Com exceção de Paulo Scatulin Bocca, Rodrigo Grando e Sérgio René Pessoa Vila Nova Filho.



O Grupo de Pessoas Físicas³⁰ sugeriu que os administradores mantenham em suas respectivas páginas na rede mundial de computadores um canal em que os cotistas possam inserir seus dados atualizados, incluindo endereço eletrônico para o recebimento de correspondências como extratos de conta de depósito, informes semestrais e anuais e convocações para assembleias. O mesmo grupo sugeriu que seja permitido o envio de correspondência impressa somente mediante solicitação formal do cotista, tendo em vista os custos incorridos e a dificuldade para identificá-los dentre as despesas do fundo.

Com o objetivo de reduzir custos e agilizar consultas, Nestor Ivo Noll sugeriu que o edital de convocação das assembleias gerais, bem como outros documentos pertinentes a essas reuniões, sejam enviados aos cotistas por e-mail, limitando as correspondências àqueles cotistas que não possuam endereço eletrônico.

Essas sugestões são pertinentes e foram refletidas na Instrução CVM nº 472, de 2008.

Para a Uqbar, a ausência de um mecanismo eficiente de entrega, coleta e compilação de informações pode prejudicar os objetivos da norma. Por isso e a fim de franquear a utilização das informações prestadas aos cotistas, ao mercado e à própria CVM da forma que melhor entendam (seja em planilhas, banco de dados ou softwares específicos), a Uqbar sugeriu que a informações prestadas pelos administradores sejam fornecidas em formato XML.

Além disso, a Uqbar ressaltou a necessidade de instrução e fiscalização efetiva do correto e completo preenchimento dos informes propostos pela Minuta, bem como o cumprimento das exigências nela previstas para o desenvolvimento do mercado.

Essa sugestão extrapola o escopo da audiência pública. Ainda assim, a CVM considera importante esclarecer que o formato dos arquivos disponibilizados pelos emissores aos investidores e ao mercado em geral depende das tecnologias disponíveis e corresponde a questão operacional a ser avaliada pela Autarquia, independentemente de previsão em norma.

O SECOVI-SP sugeriu a alteração dos arts. 40 e 41 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que as informações ali mencionadas devam ser divulgadas em seção específica da página do administrador na rede mundial de computadores. Segundo esse participante, a previsão contida na Minuta para a divulgação de informações “em lugar de destaque” teria caráter muito subjetivo.

³⁰ Com exceção de André Coelho de Mattos, Paulo Scatulin Bocca e Rodrigo Pimenta Carvalho.



A CVM não considerou essa sugestão conveniente. Além de a redação proposta pela Minuta estar em consonância com outras normas editadas por esta Autarquia, é importante considerar que as informações disponibilizadas pelos administradores devem ser facilmente localizadas em sua página pelos investidores e pelo mercado em geral. Assim, mais do que a sua disponibilização em seção específica, é relevante o destaque dado a tais informações, permitindo o seu rápido acesso.

3.11.1. Informações periódicas (arts. 39 e 40)

A fim de permitir uma avaliação do desempenho de administradores e gestores, Ricardo Pires Castanho Valente sugeriu que sejam divulgadas as seguintes informações: (i) custos relativos administrativos (custo administrativo ou gestão dividido pela receita bruta total); (ii) gastos totais e impostos divididos pela receita bruta total; (iii) gastos com manutenção e conservação divididos pela receita bruta total; e (iv) gastos com manutenção e conservação divididos pela área bruta locável (ABL).

A CVM não considera essa sugestão pertinente. O modelo de divulgação de despesas, combinado com as informações contábeis e financeiras proposto, já permite que os investidores elaborem seus próprios índices, não sendo necessária a criação de campos específicos para tanto.

O SECOVI-SP ressaltou que seria importante que as informações disponibilizadas pelos FII não fossem diferentes daquelas divulgadas pelas companhias abertas, tanto em termos de conteúdo quanto em termo de periodicidade, para que não houvesse uma desvantagem competitiva dos fundos em relação às companhias, com consequente prejuízo aos cotistas.

Nesse sentido, o SECOVI-SP argumentou que as informações trimestrais dos fundos deveriam ser mais completas e que as informações mensais deveriam ter cunho exclusivamente informativo, como notícias, eventos e novidades, sem abranger informações contábeis.

A CVM considerou essas sugestões parcialmente pertinentes. A racionalização dos informes periódicos foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008, transferindo as informações iminentemente contábeis para o Informe Trimestral e mantendo no Informe Mensal os dados relativos à composição da carteira e ao desempenho das cotas no referido mês.

Adicionalmente, é importante frisar, que apesar das semelhanças entre os FII e as companhias abertas, notadamente em relação ao mercado secundário ativo, os fundos de investimento possuem particularidades e arcabouço regulatório que os diferem sensivelmente das companhias abertas quanto à complexidade do veículo de investimento. Nesse sentido, a CVM entende não ser adequado transferir



indistintamente o rol de informações que se exige de uma companhia para um fundo de investimentos, no caso, os FII.

3.11.1.1. Informe mensal (art. 39-I)

Para a BM&FBOVESPA, a prestação mensal das informações contidas no Anexo 39-I da Minuta será de pouca utilidade para os investidores e poderá acarretar, aos fundos e seus administradores, custos superiores ao benefício efetivamente auferido com essa divulgação. A participante também ressaltou a semelhança entre os fundos e as companhias abertas - a despeito da natureza condominial dos primeiros - e lembrou que às companhias se aplica a divulgação de informações somente em base trimestral. Ademais, a BM&FBOVESPA notou que nos maiores mercados de **real estate investment trusts** (Estados Unidos e Austrália) a prestação de informações periódicas se dá em período superior ao mensal.

Por essas razões, a BM&FBOVESPA propôs que as informações sugeridas pela Minuta para o Anexo 39-I sejam incorporadas ao informe trimestral de que trata o Anexo 39-II e apresentou um novo modelo de informe.

A CVM considerou as sugestões da BM&FBOVESPA parcialmente pertinentes. Conforme exposto no comentário ao item 3.11.1, algumas alterações são, de fato, cabíveis a fim de racionalizar os Informes Mensal e Trimestral. Nesse sentido, a Instrução CVM nº 472, de 2008, foi ajustada para refletir a transferência das informações iminentemente contábeis para o Informe Trimestral e manutenção, no Informe Mensal, dos dados relativos à composição da carteira e ao desempenho das cotas no referido mês.

No entanto, quanto à utilidade das informações para o público investidor, não parece encontrar suporte a tese apresentada pela BM&FBOVESPA, tendo em vista o número expressivo de sugestões de investidores no âmbito desta Audiência Pública sugerindo aperfeiçoamentos ao Informe Mensal e, inclusive, a ampliação do rol de informações a serem disponibilizadas.

Em relação às informações sobre os cotistas do fundo, a ANBIMA, o SECOVI-SP e a Rio Bravo indicaram que deveria haver a segregação dos cotistas somente entre duas categorias: pessoas físicas e jurídicas, pois seria somente a essas informações que o administrador teria acesso.

A CVM entende que o administrador possui meios de acessar a informação a fim de encaminhá-la no âmbito do Informe Mensal. Não obstante, tendo em vista que tal informação tem como objetivo subsidiar principalmente ações de supervisão desta Autarquia a obrigatoriedade de abertura das



informações foi ajustada, passando a ser exigida apenas para os meses de março, junho, setembro e dezembro de cada ano.

A ANBIMA solicitou que a CVM esclareça se os itens 1, 2 e 4 do informe mensal deverão ser apresentados em moeda corrente.

A CVM esclarece que tais informações deverão ser apresentadas em moeda corrente e, a fim de sanar quaisquer dúvidas futuras, tal indicação foi refletida no Informe Mensal de que trata a Instrução CVM nº 472, de 2008.

A ANBIMA notou que o item 5 do informe mensal reflete o modelo solicitado pela própria associação para o cálculo da rentabilidade mensal. No entanto, percebeu que, nesse cálculo, seria necessária a inclusão das amortizações de cotas ocorridas no período, pois, caso contrário, os fundos que realizarem amortizações ficarão com a sua rentabilidade incorreta. Para corrigir esse dado, a ANBIMA propôs que o cálculo da rentabilidade efetiva mensal (item 5) corresponda à soma dos valores indicados nos campos “rentabilidade patrimonial do mês de referência” (item 5.1), “**dividend yield** do mês de referência” (item 5.2) e amortização de cotas do período” (novo item 5.3).

Mais do que isso, a ANBIMA indicou que seria necessário ajustar a nota de rodapé nº 3 do informe mensal para fazer constar que a amortização de cotas do período deve ser calculada como “(amortização de cotas do mês de referência / valor patrimonial da cota do último dia útil do mês anterior ao de referência)-1”.

Essa sugestão foi parcialmente refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008. O percentual das amortizações de cotas sobre o patrimônio líquido foi incluído separadamente no item 8, uma vez que as amortizações de cotas não compõem a rentabilidade do fundo.

Em linha com as propostas feitas em relação aos arts. 29 e 36 da Instrução CVM nº 472, de 2008, a ANBIMA sugeriu a inserção de um novo quadro no informe mensal para possibilitar aos cotistas conhecer quais os valores que estão sendo efetivamente pagos a título de remuneração do administrador e do custodiante e comparar com outros fundos do mercado. No caso da remuneração do administrador, a ANBIMA sugeriu, ainda, que seja inserido um campo para indicar o percentual que tal valor representa em relação ao patrimônio contábil do fundo.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.



A ANBIMA e a Rio Bravo sugeriram que sejam transferidos para os informes trimestrais os quadros referentes a (i) Demonstrações Mensais do Resultado Contábil e Financeiro; e (ii) distribuição do resultado financeiro acumulado no semestre.

A ANBIMA ressaltou que tal solicitação se dá em função de dificuldades operacionais para a elaboração mensal dessas informações em tempo hábil, entre as quais: (i) a contabilização dos FII não é totalmente automatizada, uma vez que depende de análise de contratos de compra e venda, locação e outros; (ii) o processo de elaboração das informações financeiras demandará a finalização do balancete/fluxo de caixa mensal; e (iii) a elaboração das informações é realizada, em geral, pelo prestador de serviço de controladoria, que depende do recebimento de informações externas do administrador e do gestor, os quais devem validar o informe.

A Rio Bravo também solicitou que, no quadro “Demonstração do Resultado Contábil e Financeiro”, seja excluída a coluna de “Valor Financeiro”.

A sugestão de transferir a Demonstração do Resultado Contábil e Financeiro, bem como a distribuição do resultado financeiro acumulado para o Informe Trimestral é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

No entanto, a CVM não considerou adequada a sugestão da Rio Bravo de excluir a coluna “Valor Financeiro”, tendo em vista que a referida coluna permitirá o efetivo entendimento, pelo público investidor, da evolução das distribuições de rendimento ao se comparar ambas as colunas de informações (Valor Contábil e Financeiro), além de estar em linha com as orientações que os administradores devem seguir ao distribuírem o rendimento mínimo ao cotista, nos termos do Ofício-Circular SIN/SNC/Nº 01/2014.

A ANBIMA sugeriu que o quadro de distribuição do resultado financeiro mensal passe a ser também trimestral, tendo em vista que a própria Lei nº 8.668 estabeleceu em seu parágrafo único que o FII deverá distribuir a seus cotistas, no mínimo, 95% dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa, com base em balanço ou balancete semestral encerrado em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano. Além disso, a associação mencionou que os mesmos demonstrativos seriam divulgados em periodicidade trimestral pelas companhias abertas e, ainda, que diversos investidores institucionais, principalmente os internacionais, exigem que seja realizada a auditoria trimestral das demonstrações financeiras dos investimentos, o que está em linha com o proposto.

Por sua vez, a Rio Bravo sugeriu a exclusão do quadro acima mencionado, visto que esta informação já seria apresentada nos demonstrativos anuais.



A sugestão da ANBIMA é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008. No entanto, a CVM não considerou adequadas as considerações da Rio Bravo, uma vez que, ao acatá-las, seriam prejudicados o efetivo acompanhamento pelo público investidor, especialmente quanto à distribuição de rendimentos, bem como o nível de transparência que se buscou alcançar para permitir ao cotista total controle sobre a distribuição do resultado do fundo.

O SECOVI-SP alegou que o Informe Mensal deveria ser destinado ao acompanhamento de dados básicos dos fundos, que não esvaziassem as informações trimestrais mais completas e robustas. De um lado, esse participante alegou que o prazo de 15 dias seria insuficiente para preparar informações financeiras de qualidade, com a devida revisão. De outro, destacou que as informações mensais poderiam ser incrementadas com dados operacionais, como a evolução de vacância e outros eventos recentes relacionados aos empreendimentos do fundo, bem como dados de negociação das cotas no mercado secundário, como a evolução do valor das cotas, distribuição de rendimentos e liquidez.

Nesse sentido, em relação ao modelo de Informe Mensal proposto pela Minuta, o SECOVI-SP sugeriu a exclusão das tabelas referentes às informações do ativo, informações do passivo e demonstração mensal do resultado contábil e financeiro.

Vide item 3.11.1 acima.

O Grupo de Pessoas Físicas³¹ sugeriu que a inclusão de dispositivos na Instrução CVM nº 472, de 2008, para exigir que o administrador disponibilize, em relatório mensal, as perguntas recebidas e respondidas a cotistas por meio eletrônico, telefone ou qualquer outra forma.

Essa sugestão não parece pertinente. A CVM acredita que tal procedimento poderá ser adotado facultativamente pelos administradores de fundos para o esclarecimento de dúvidas manifestadas com frequência pelos cotistas. No entanto, a CVM entende que a exigência da divulgação de informações pelos administradores de fundos – assim como para quaisquer outros regulados – deve ser pautada por benefícios claros que compensem os custos por eles incorridos. Na proposta acima apresentada não restam claros quais seriam os benefícios almejados pelos cotistas com a divulgação de eventuais perguntas feitas por outros investidores aos administradores.

O Grupo de Pessoas Físicas³² sugeriu que, como um complemento do Anexo 39-I da Instrução CVM nº 472, de 2008, proposto no âmbito desta audiência pública, os administradores de fundos

³¹ Com exceção de Paulo Scatulin Bocca e Rodrigo Pimenta Carvalho.



disponibilizem em suas respectivas páginas na rede mundial de computadores balancetes analíticos mensais e planos de contas padronizados. Os investidores deram como exemplo os balancetes já disponibilizados por alguns administradores.

A CVM não considerou essa sugestão conveniente. As informações a serem disponibilizadas no Informe Trimestral já permitem um nível elevado de transparência sobre o resultado do fundo. Nesse sentido, não resta evidente o real benefício da inserção de um novo bloco de informações.

O Grupo de Pessoas Físicas³³ e o Blog do Tetzner sugeriram que os administradores de fundos divulguem mensalmente relatório contendo, no mínimo, as seguintes informações:

NOME DO FUNDO (*Código de Negociação*)

LogoMarca **Mês de Referência**

Perfil do Fundo

- Breve descrição
- Administrador
- Número e Tipo de Cotista (PF/PJ) – Data Base
- Quantidade de Cotas
- Valor de Mercado
- Valor Patrimonial

Comentários do Mês

- Receitas
- Despesas³⁴
- Taxas
- Patrimônio Atual
- Movimentações
- Perguntas e respostas direcionadas ao RI³⁵

Evolução da Cota e Rendimentos (12 meses)

- Demonstrativo de Resultados
- Balanço Atualizado

Taxas Cobradas

- Administração
- Gestão
- Performance³⁶

RI

- Site

³² Com exceção de Paulo Scatulin Bocca e Rodrigo Pimenta Carvalho.

³³ Com exceção de Paulo Scatulin Bocca e Rodrigo Pimenta Carvalho.

³⁴ Gabriel Fajardo sugeriu que seja vedado o agrupamento de mais de 1% das despesas sob rubricas que não identifiquem claramente a destinação dos valores a elas associados.

³⁵ Item não incluído no modelo de relatório sugerido pelo Blog do Tetzner

³⁶ Gabriel Fajardo sugeriu que sejam detalhados em notas explicativas os motivos pelos quais foi paga essa taxa.



- Email
- Telefone

Portfólio

- Relação de Ativos/Imóveis
- Fotos dos Ativos
- Data de Aquisição
- Valor de Aquisição
- Valor e Data da Reavaliação
- Participação do Fundo
- Ocupação
- Localização
- Inquilinos
- Relação de Contratos e Multas³⁷

O Blog do Tetzner e Rodrigo Carvalho Lopes dos Santos sugeriram, ainda, a inserção das seguintes informações:

Para todos os FII que investem em recebíveis imobiliários, maiores detalhes:

Listagem

- Ativo;
- Emissor;
- Emissão / Série;
- Lastro;
- Rating;
- Vencimento;
- Taxa de aquisição;
- % Fundo;
- Uma lista ou tabela consolidada dos lastros (sendo que, se não for possível individualizá-los em função da quantidade, estes devem ser agregados por tipo/classificação ou devem ser dadas informações sobre os 10 maiores);
- Fotos e informações sobre o fluxo de pagamento dos lastros;
- Percentual do comprometimento da receita gerada X distribuída no papel;
- Margem de segurança nas operações subordinadas.

Aging

- Inadimplência;
- Quantidade em aberto;
- Volume (R\$) em aberto;
- % do total em aberto
- Total: (i) até 30 dias; (ii) de 31 a 60 dias; (iii) de 61 a 90 dias; (iv) acima de 90 dias; (v) cobrança extrajudicial.

³⁷ Gabriel Fajardo sugeriu que sejam destacadas a duração dos contratos e as hipóteses de rescisão antecipada.



A CVM considera pertinente a sugestão de divulgação de informações sobre a área de relações com investidores, se houver, e a refletiu na Instrução CVM nº 472, de 2008.

No entanto, a CVM entende não ser conveniente a inserção das demais informações sugeridas para o Informe Mensal, tendo em vista (i) as características das informações mensais e trimestrais; e (ii) o fato de que a maioria das informações sugeridas estão de alguma forma presentes nos informes periódicos dos ativos subjacentes (como é o caso dos CRI, por exemplo) ou estão contempladas no Informe Trimestral.

O Grupo de Pessoas Físicas³⁸ indicou que as avaliações obrigatórias mencionadas no inciso XII do artigo 47 da Instrução CVM nº 472, de 2008, deveriam ser discriminadas no balanço dos fundos e segregadas em contas específicas.

A demonstração do resultado contábil incluída no Informe Trimestral já contempla a sugestão do Grupo de Pessoas Físicas.

3.11.1.2. Informe trimestral (art. 39-II)

Conforme já mencionado, a BM&FBOVESPA sugeriu a unificação dos Anexos 39 I e II, mantendo a sua divulgação em base trimestral.

De acordo com o modelo de formulário proposto por essa participante, o informe trimestral passaria a ser composto por (i) dados cadastrais do fundo e suas principais características; (ii) número de cotistas; (iii) informações patrimoniais dos ativos e passivos do fundo; (iv) demonstração trimestral do resultado contábil e financeiro; e (v) informe analítico dos ativos.

Sobre o conteúdo de cada uma dessas seções, a BM&FBOVESPA fez as seguintes observações:

- i) no Item 1 do informe proposto, referente aos dados do fundo, deveriam ser inseridas as características mais relevantes do FII, permitindo a sua identificação (data de constituição, ISIN da cota, diretor responsável, endereço, tipo de administração, público alvo, prazo de duração, data de autorização de funcionamento, quantidade de cotas em circulação no mercado, administradora do mercado, e-mails, telefones, mandato, enquadramento da estratégia atual, exercício social);
 - a. nessa proposta, o campo “mandato” do fundo diz respeito ao tipo de investimento inicial a que foi destinado, ao cumprimento de seu objeto e política de investimento, e

³⁸ Com exceção de Paulo Scatulin Bocca.



possui quatro classificações: renda, desenvolvimento, títulos e valores mobiliários e híbrido;

- b. o campo “enquadramento da estratégia atual” corresponderá ao segmento em que o fundo está enquadrado no momento do preenchimento do formulário (como exemplo, um fundo que possui mandato inicial para “desenvolvimento” pode, por estratégia do administrador e/ou condições de mercado, estar atuando no segmento de “renda”);
 - c. os campos relativos às informações do administrador (nome e CNPJ) que constavam do início dos formulários (39-I e 39-II) trazidos pela Minuta foram deslocados para esse quadro;
 - d. foram inseridos campos para as informações relativas à atualização do formulário, quais sejam, “referencia do formulário”, “data de atualização”, “responsável pelo formulário” “nome”, “e-mail” e “telefone”;
- ii) no Item 2 do informe proposto, as informações sobre o número de cotistas são as mesmas que já constavam no Anexo 39-I trazido pela Minuta, as quais, em linha com a proposta de unificação dos formulários, passariam a ser prestadas ao final de cada trimestre e não ao final de cada mês.
- iii) no Item 3 (“Informações Patrimoniais dos Ativos e Passivos do fundo”), foram incluídas as informações que já constavam no Anexo 39-I, trazido pela Minuta, ajustando-se somente o seu item 5 e subitens 5.1 e 5.2 e respectivas notas 1 e 2, para refletir a periodicidade trimestral proposta;
- iv) no Item 4 (“Demonstração Trimestral do Resultado Contábil e Financeiro”), foram inseridas informações que já constavam no Anexo 39-I, trazido pela Minuta, mas com ajuste do título da seção anteriormente nominada “Demonstrações Mensal do resultado Contábil e Financeiro” e com a adaptação dos totalizadores de “E” a “H” e da nota 3 para refletir a periodicidade trimestral proposta;
- v) no Item 5 (“Informe analítico dos ativos”), foram inseridas as informações que já constavam no Anexo 39-II trazido pela Minuta, que permanecem inalteradas, exceto pela inclusão de um título para início da seção e renumeração de subitens em razão da unificação dos formulários.

Em relação à sugestão de unificação dos informes, vide comentários ao item 3.11.1.1 acima. No que diz respeito às demais propostas, a CVM entende que todas já estão contempladas de certa forma no modelo proposto pela Minuta.

Cabe ainda esclarecer que, no que se refere às informações mínimas do cabeçalho, a CVM uniformizou os dados exigidos nos três informes propostos pela Minuta.



Tendo em vista que o informe mensal divulgado pelos administradores de fundos antes das alterações propostas pela Minuta já contempla a divulgação individualizada dos ativos financeiros que compõem a carteira do fundo, a Uqbar discordou da alteração da periodicidade de sua divulgação para uma base trimestral. Segundo esse participante, ao contrário do que ocorre com imóveis, existe uma maior rotatividade dos ativos financeiros na carteira de um fundo.

Essa sugestão não parece pertinente. Com base na experiência da SIN na recepção das informações periódicas, a CVM concluiu que, em geral, existem duas fases relativamente distintas quanto à composição das carteiras dos fundos. A primeira se refere ao momento imediatamente posterior a uma distribuição de cotas, em que há maior variação dos ativos do fundo. A segunda se refere ao momento posterior a esse período inicial, em que não se observa grandes variações na composição da carteira dos fundos. A exceção a esse modelo corresponde aos FII de investimento em cotas de outros FII, os quais apresentam uma maior variação na composição de sua carteira.

Além disso, a CVM considera relevante o fato de que, conforme relatado por administradores de FII, a estratégia desses fundos pode vir a ser prejudicada em função da divulgação da alocação de recursos. Nesse sentido, a fim de sopesar as diversas considerações sobre o assunto, a CVM entende que a divulgação trimestral das informações sobre a carteira dos fundos endereçaria de forma adequada tanto a preocupação dos administradores e gestores, quanto os requisitos de transparência.

Por fim, a CVM esclarece que os administradores não poderão ocultar tais informações ao divulgar o Informe Trimestral.

A ANBIMA, o SECOVI-SP e a Rio Bravo sugeriram que o prazo de divulgação do informe trimestral seja alterado de 30 para 45 dias após o encerramento de cada trimestre. Para a ANBIMA e para o SECOVI-SP, poderia ser traçado um paralelo com o prazo concedido às companhias abertas para divulgação de informações trimestrais e, ainda, seria concedido prazo suficiente para a revisão das informações por auditores, conforme exigido por alguns investidores institucionais.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

A respeito das informações por tipo de ativo e, em especial, sobre os direitos reais sobre bens imóveis, a Rio Bravo sugeriu que, no item 1.1.1, seja excluída a referência a “outras características relevantes” e o percentual em relação ao valor total do terreno, tendo em vista que as informações relevantes indicadas na nota de rodapé nº 1 são bastante estratégicas e poderiam afetar a estratégia de gestão de determinado FII.



Essa sugestão não parece pertinente. Não obstante, a CVM entende que seria possível excluir da referida nota de rodapé a menção aos principais termos contratuais que tratam de opções de compra ou venda, por se tratar de uma informação efetivamente sensível e que poderia colocar em risco a estratégia do fundo.

Ainda, a CVM considera adequada a possibilidade de ocultar algumas informações para fundos exclusivos, dedicados exclusivamente aos investidores profissionais, ou onde a totalidade dos cotistas mantém vínculo familiar ou societário familiar, nos termos da Instrução CVM nº 555, de 2014, desde que não listados, conforme Nota 6 do Informe Trimestral.

Dentre as informações sobre os imóveis para renda acabados, a ANBIMA sugeriu a alteração do item 1.1.2.1.1 para fazer com que a relação dos inquilinos responsáveis por mais de 10% das receitas oriundas do imóvel contenha somente a informação dos setores dos inquilinos por meio de percentuais (até 10%, de 10% a 25%, de 25% a 50% e de 50% a 100%). Para a associação, essas informações seriam suficientes para que os cotistas, analistas e potenciais investidores analisem o risco de concentração do imóvel em determinado setor, vis a vis a situação econômica e o seu potencial de vacância. Além disso, a participante ressaltou que a imposição da abertura do nome do inquilino poderia ser vedada pelas disposições do contrato de locação e, ainda, prejudicar as negociações do fundo e, como consequência, a rentabilidade dos cotistas.

Em sentido semelhante, a Rio Bravo indicou que deveria ser excluída a coluna que trata da relação dos locatários inadimplentes, bem como excluída a relação de inquilinos responsáveis por mais de 10% das receitas oriundas do imóvel, tendo em vista os riscos legais perante aos inquilinos e regras de confidencialidade. No entanto, alternativamente, poderia ocorrer a abertura de dados por setor, que já seria suficiente para a análise dos riscos do FII.

Por sua vez, o SECOVI-SP sugeriu o ajuste do item 1.1.2.1.1 de modo a exigir somente a relação de inquilinos responsáveis por mais de 10% das receitas do fundo (e não das receitas oriundas de cada imóvel).

A CVM entende serem pertinentes as sugestões feitas pela ANBIMA e pela Rio Bravo, razão pela qual as refletiu na Instrução CVM nº 472, de 2008. No entanto, cabe esclarecer que, não obstante a substituição da identificação do inquilino (nome e CPF/CNPJ) pelo setor de atuação do locatário, foi mantida a relação individualizada de suas participações, a fim de possibilitar uma análise de risco mais precisa por parte do público investidor.



A CVM também entende ser pertinente a proposta do SECOVI-SP, mas julgou mais adequada a sua inclusão dentre as informações complementares à divulgação dos dados relativos à rubrica imóveis para renda acabados.

Ainda em relação ao item 1.1.2.1.1, a ANBIMA solicitou que a CVM esclareça o critério para preenchimento do campo “% de inadimplência”. Segundo a associação, haveria grande preocupação do mercado quanto à análise equivocada da informação que venha a ser publicada, considerando que é comum a existência de locatários que atrasam sistematicamente o aluguel, vindo a pagar sempre com multa e juros, entre outras questões comerciais e negociais que não se configuram efetivamente como inadimplência (por exemplo, discussões contratuais em que o locatário se recusa a pagar aluguel enquanto não concluídas). Os próprios administradores possuem os mais diversos critérios operacionais de análise de crédito, cobrança e classificação. Há, ainda, preocupação em como demonstrar a recuperação da inadimplência demonstrada no informe anterior.

Paralelamente, a ANBIMA lembrou que já se prevê o tratamento adequado a essa informação por meio de publicação de fato relevante nos casos em que houver impacto razoável para a análise e julgamento dos cotistas em relação ao fundo, conforme inciso II do § 2º do art. 41 da Instrução CVM nº 472, de 2008.

A CVM considera pertinentes as considerações apresentadas pela ANBIMA. Nesse sentido, foi esclarecido na Instrução CVM nº 472, de 2008 que, para fins de transparência, deverá ser indicado o percentual de inadimplência a partir de 90 dias de atraso. Esse parâmetro foi estabelecido com base nas informações obtidas pela CVM com relação à prática observada pelo mercado antes do ajuizamento de ações de despejo.

Não obstante, segundo comentado pela própria associação, bem como disposto no § 2º, II, da Minuta, o atraso no recebimento de quaisquer rendimentos que representem percentual significativo dentre as receitas do fundo deverá ser divulgado por meio de ato ou fato relevante de forma ampla e imediata.

A ANBIMA ressaltou que a informação exigida pelo item 1.1.1.2.2 (relação de imóveis por prazo de vencimento dos contratos de locação) deveria ser disponibilizada anualmente, e não de forma trimestral conforme propõe a Minuta. Segundo a associação, para realizar a análise do risco de vacância frente à concentração de vencimentos dos contratos é suficiente conhecer as informações por ano. Da mesma forma, os locatários, tendo acesso à informação de que existe concentração em um mesmo trimestre de renovação de contratos, poderiam requerer a renovação por um valor inferior, e o mesmo problema seria atenuado se verificado em prazo superior.



A participante ressaltou que o administrador também deve levar em consideração a Lei do Inquilinato, a qual, mediante o pagamento de multa contratual, o inquilino poderá rescindir o contrato antes do vencimento. Além disso, a dinâmica de negociação das locações, seja em rescisões ou para a continuidade de contratos com vencimento próximo, seria relativamente lenta, ou seja, informações com quebra em períodos tão curtos poderiam não refletir a realidade do que está em discussão com locatários.

Ademais, a ANBIMA solicitou esclarecimentos quanto ao preenchimento das informações considerando (i) como se dará a quebra da informação no caso de mais de um contrato por imóvel; e (ii) como tratar casos de fundos que atuam em mais de um segmento imobiliário (varejo, comercial, logístico, etc.), uma vez que a consolidação das informações de ativos como shoppings e escritórios em uma única tabela pode inviabilizar a análise prática da informação disponibilizada.

Não obstante os comentários acima, tanto a ANBIMA quanto a Rio Bravo e o SECOVI-SP sugeriram a alteração do item 1.1.1.2.2 para substituir a relação de imóveis por uma indicação dos prazos de vencimento dos contratos de locação do fundo, agrupados por ano de vencimento.

Ainda, para o SECOVI-SP, nesse mesmo item, o percentual de imóveis alugados em cada faixa deveria ser substituído pelo percentual da receita de locação do fundo em cada faixa sobre o valor total da renda de imóveis acabados.

A CVM entende que as informações dos respectivos contratos por faixa de vencimento permitem ao investidor tomar suas decisões de investimento de forma mais refletida, dando-lhes maior previsibilidade quanto aos rendimentos de seus fundos investidos. Nesse sentido, a CVM entende que devem ser sopesados os benefícios da divulgação dessas informações frente a eventuais dificuldades que os administradores venham a enfrentar quando de futuras negociações junto aos inquilinos. Mais do que isso, a CVM entende que, tendo em vista, por exemplo, a diversidade de lojas e espaços dentro de um mesmo imóvel, deve ser ponderada a sensibilidade indicada pela ANBIMA em relação a esse assunto.

Ainda, a fim de esclarecer o preenchimento das informações do item 1.1.1.2.2, a CVM ajustou a sua redação.

A sugestão da SECOVI-SP em relação ao mesmo item é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.



Ademais, o mesmo item foi ajustado para (i) contemplar os contratos que se encontram vencidos, mas que possuem cláusulas de reajuste automático por prazo indeterminado; e (ii) reduzir o número de faixas contempladas, uma vez que, em nova reflexão, o número proposto pela Minuta pareceu excessivo.

A ANBIMA, a Rio Bravo e o SECOVI-SP sugeriram a eliminação dos itens 1.1.1.2.4, 1.1.1.2.5 e 1.1.1.2.6 por entender que estes tratam de informações estratégicas para o fundo, que não são padronizáveis e que, ainda, podem prejudicar futuras negociações dos fundos com outros inquilinos.

Além disso, a ANBIMA e a Rio Bravo destacaram que as informações sobre seguros indicadas no item 1.1.1.2.6 já constariam das demonstrações financeiras do fundo.

Para a ANBIMA, as informações exigidas pelo item 1.1.1.2.6 tampouco seriam relevantes para os cotistas e demais interessados, uma vez que o administrador apenas contratará seguros além dos obrigatórios se julgar conveniente à estrutura do fundo e, no mesmo momento, considerará qual o valor adequado da contratação.

A CVM entende que as informações disponibilizadas permitirão não só aos cotistas, mas também aos analistas de modo geral, terem uma noção mais precisa da política de contratação dos fundos de investimentos, os riscos a que estão submetidos, dentre outros aspectos. Cabe observar que a norma pede a divulgação das principais características contratuais, não havendo, no entendimento da CVM, a solicitação de prestação de informações com um nível de detalhamento que coloque em risco interesses legítimos dos fundos.

Vale ainda mencionar que as negociações entre os fundos e demais agentes de mercado se dão por uma série de fatores. Não obstante, a transparência e seu consequente efeito positivo sobre a indústria de FII superam os eventuais riscos que possam advir da divulgação das referidas informações. Visando à proteção dos interesses do fundo, a norma também prevê na Nota 2 que as informações solicitadas no item 1.1.1.2.5 podem ser substituídas pela indicação da quantidade de imóveis enquadrados na situação e do percentual de receitas oriundas desses ativos, para os casos onde a divulgação de tais informações prejudique as relações contratuais estabelecidas.

Em relação ao item 1.1.1.2.6, a CVM entende que, na essência, os seguros contratados sempre devem ser suficientes para a preservação dos imóveis, tendo em vista o próprio dever de diligência das instituições administradoras. Consequentemente, o item perderia sentido e foram julgadas pertinentes as colocações da ANBIMA. Não obstante, a CVM entende que a descrição da política de contratação de seguros permite ao investidor conhecer os mecanismos de proteção adotados pelo administrador nas mais diversas situações e alterou a redação para prever essa divulgação.



Ainda, a CVM considera adequada a possibilidade de ocultar algumas informações para fundos exclusivos, dedicados exclusivamente aos investidores profissionais, ou onde a totalidade dos cotistas mantém vínculo familiar ou societário familiar, nos termos da Instrução CVM nº 555, de 2014, desde que não listados, conforme Nota 6 do Informe Trimestral.

O Grupo de Pessoas Físicas³⁹ sugeriu que, dentre as informações referentes aos imóveis para renda acabados, seja incluído um novo item para descrição dos imóveis, certificados de recebíveis imobiliários, letras de crédito imobiliário e outros ativos dados em garantia em pendências judiciais, bem como indicação dos valores em negociação. Dessa forma, os investidores acreditam que os cotistas poderiam acompanhar o histórico e andamento dos litígios judiciais em que o fundo está envolvido.

Essa sugestão não parece pertinente. Litígios que porventura venham impactar o poder de decisão dos investidores devem ser divulgados sob a forma de atos ou fatos relevantes, de forma que a preocupação do grupo de investidores já se encontra endereçada no próprio arcabouço normativo.

O Grupo de Pessoas Físicas⁴⁰ sugeriu que, dentre as informações sobre os imóveis para renda acabados e, em especial, no item 1.1.1.2.3 do Anexo 39-II da Instrução CVM nº 472, de 2008, seja inserido um campo para a identificação, pelo administrador, do mês de ajuste do aluguel dos imóveis.

O item 1.1.1.2.2 já contempla a sugestão do Grupo de Pessoas Físicas, na medida em que discrimina em termos percentuais as faixas de vencimento dos aluguéis do fundo (com intervalos de três meses).

Ainda, vale ressaltar que o objetivo do referido item não foi individualizar cada um dos imóveis, mas sim fazer um paralelo entre os contratos, por faixa de vencimento, e os rendimentos auferidos pelo fundo para aquela modalidade de ativo. Essa estratégia foi adotada considerando que muitos imóveis possuem mais de um contrato de locação, como é o caso dos **shoppings centers**, buscando evitar a divulgação excessiva de informações.

Ao analisar as informações sobre os imóveis para renda acabados, a Uqbar sugeriu que as informações exigidas nos itens 1.1.1.2.2 (prazo de vencimento) e 1.1.1.2.3 (indexador) “*sejam em base por imóvel, de forma que o valor percentual passe a ser equivalente à representatividade dos valores dos contratos de locação dos respectivos imóveis*”.

³⁹ Com exceção de Paulo Scatulin Bocca.

⁴⁰ Com exceção de João Roberto Roiffé Gobbato e Paulo Scatulin Bocca.



Vide comentário acima.

O Grupo de Pessoas Físicas⁴¹ sugeriu que, dentre as informações sobre os imóveis para renda acabados e, em especial, no item 1.1.1.2.4 do Anexo 39-II da Instrução CVM nº 472, de 2008, seja exigida a descrição das regras sobre customizações e expansões, bem como sobre as revisões contratuais necessárias de acordo com as novas condições do imóvel. Adicionalmente, tendo em vista a descrição das cláusulas de reajuste e indexadores, os investidores sugeriram que seja descrita a revisão da suficiência dos seguros.

Nos termos da Minuta, as principais cláusulas contratuais serão passíveis de divulgação e, em adição a tais regras, eventuais modificações contratuais que possam impactar as decisões de investimento do investidor devem ser divulgadas sob a forma de atos ou fatos relevantes. Portanto, a sugestão não foi acatada.

O GRIFI sugeriu que seja facultado aos administradores de fundos divulgar, dentre as informações sobre os imóveis para renda acabados, dados específicos de cada contrato (incluindo nome do locatário, valor do aluguel, vencimento, índice de correção, área locada, penalidades).

Além disso, o GRIFI sugeriu que seja exigida a divulgação de dados agregados dos contratos de locação (como índices de correção, região, mês de correção e vencimento), tal como já feito por administradores de alguns fundos. Dessa forma, seria dada transparência aos cotistas sem prejudicar o sigilo comercial necessário para a estratégia e resultados do fundo.

Em relação à primeira sugestão do GRIFI, a CVM esclarece que o administrador sempre poderá divulgar informações mais detalhadas sobre cada um dos imóveis e contratos, uma vez que os itens 1.1.1.2.4 e 1.1.1.2.5 apenas estabelecem itens mínimos a serem divulgados e não vedam a sua complementação.

No que se referem aos dados agregados dos respectivos imóveis, cabe destacar que tais informações já estão contempladas nos itens 1.1.1.2.2 e 1.1.1.2.3.

Ao tratar das informações pertinentes aos imóveis para renda em construção (itens 1.1.2.2 e 1.1.2.2.3), a ANBIMA sugeriu: (i) a substituição da indicação do percentual locado pela indicação do tipo de contrato; (ii) a substituição do percentual do custo de construção realizado pelo percentual

⁴¹ Com exceção de João Roberto Roiffé Gobbato e Paulo Scatulin Bocca.



desembolsado; (iii) no campo do custo de construção, a eliminação do percentual do custo previsto; e (iv) a exclusão do item referente às justificativas de desempenho por imóvel.

Segundo a ANBIMA, demonstrar o percentual locado dos imóveis em construção poderá prejudicar as negociações do fundo, a exemplo de um shopping em expansão, que ainda está em processo de negociação com seus locatários. Além disso, seria conveniente incluir no lugar desta informação, o tipo de contrato que está sendo realizado, pois é possível que o fundo celebre contrato ou promessa de compra de um imóvel em construção, não incorrendo em riscos de desempenho, que incidiriam sobre o incorporador, a exemplo dos casos de contratos de empreitada global.

Ademais, em boa parte das estruturas de incorporação, o FII co-investe junto ao incorporador do ramo, sendo o custo de construção uma informação estratégica do sócio incorporador que, se tornada pública, poderia trazer prejuízos a este e inibir a estruturação de operações sob esta modalidade (incorporadores poderão resistir a publicar o valor detalhado do custo de obra). O ponto seria semelhante ao valor de locação de lajes em um fundo de renda: o custo deve ser controlado e monitorado pelo administrador do fundo, que poderá esclarecer as dúvidas dos cotistas no momento oportuno, como nas assembleias. A mesma lógica se aplicaria aos imóveis que são construídos para venda, pois se os compradores conhecerem o percentual já vendido do imóvel, utilizarão tal informação para negociar o preço, o que poderá trazer prejuízos ao fundo e a rentabilidade de seus cotistas. Para a ANBIMA, a divulgação completa e irrestrita ao mercado dessas informações poderá prejudicar a indústria.

Em sentido semelhante, a Rio Bravo sugeriu as seguintes alterações: (i) no item 1.1.2.2.2, excluir o percentual locado e a justificativa de desempenho por imóvel; e (ii) excluir o item 1.1.2.2.3.

A CVM não considerou pertinentes as sugestões apresentadas pela ANBIMA e pela Rio Bravo, pois a sua adoção inviabilizaria o acompanhamento dos custos incorridos pelo fundo vis-à-vis as previsões feitas pelo administrador. Para a Autarquia, tais informações são um forte indicativo da capacidade de gestão dos recursos conferidos ao administrador e auxiliam os investidores a selecionar melhor seus prestadores de serviços.

O percentual locado (item 1.1.2.2.1), e o percentual vendido (1.1.2.4.1) são informações básicas de desempenho para essa modalidade de ativo. A justificativa do desempenho visa esclarecer ao investidor as razões pelo desempenho abaixo do esperado periodicamente.

Na prática, o que está sendo proposto pelos participantes é a eliminação das informações que tratam do desenvolvimento de empreendimentos, o que não parece razoável, nem alinhado às boas práticas de transparência que a CVM procura seguir para os diversos ativos elegíveis aos FIIs.



Não obstante tais considerações, a CVM considera adequada a possibilidade de ocultar algumas informações para fundos exclusivos, dedicados exclusivamente aos investidores profissionais, ou onde a totalidade dos cotistas mantém vínculo familiar ou societário familiar, nos termos da Instrução CVM nº 555, de 2014, desde que não listados, conforme Nota 6 do Informe Trimestral.

Seguindo a mesma argumentação apresentada em relação ao item 1.1.1.2.6, a ANBIMA sugeriu a eliminação do item 1.1.2.2.4, que trata da opinião do administrador sobre a necessidade e suficiência dos seguros contratados para a preservação dos imóveis para renda em construção.

Por outro lado, o Grupo de Pessoas Físicas⁴² sugeriu que, dentre as informações sobre os imóveis para renda em construção, seja incluído um item em que o administrador se manifeste sobre a suficiência dos seguros contratados para a hipótese de não cumprimento do prazo de entrega da obra, situação já verificada em relação a um fundo do qual é investidor.

Conforme já mencionado neste relatório, a CVM entende que, na essência, os seguros contratados sempre devem ser suficientes para a preservação dos imóveis, tendo em vista o próprio dever de diligência das instituições administradoras. Consequentemente, o item acima discutido perderia sentido e seriam pertinentes as colocações da ANBIMA.

Não obstante, a CVM entende que a descrição da política de contratação de seguros permite ao investidor conhecer os mecanismos de proteção adotados pelo administrador nas mais diversas situações como, por exemplo, a relatada pelo Grupo de Pessoas Físicas.

Ainda, a CVM considera adequada a possibilidade de ocultar algumas informações para fundos exclusivos, dedicados exclusivamente aos investidores profissionais, ou onde a totalidade dos cotistas mantém vínculo familiar ou societário familiar, nos termos da Instrução CVM nº 555, de 2014, desde que não listados, conforme Nota 6 do Informe Trimestral.

Seguindo a mesma argumentação apresentada em relação ao item 1.1.1.2.6, a ANBIMA e a Rio Bravo sugeriram a eliminação do item 1.1.2.3.2, que trata da opinião do administrador sobre a necessidade e suficiência dos seguros contratados para a preservação dos imóveis para venda acabados.

⁴² Com exceção de Paulo Scatulin Bocca.



Por outro lado, o Grupo de Pessoas Físicas⁴³ sugeriu que, dentre as informações sobre os imóveis para venda acabados e, especial, no item 1.1.2.3.2 do Anexo 39-II da Instrução CVM nº 472, de 2008, seja exigida a manifestação do administrador sobre a suficiência de seguros em caso de alienação total ou parcial do imóvel, inclusive quanto ao ressarcimento do seguro pro rata.

Vide comentário acima.

Seguindo a mesma argumentação apresentada em relação aos itens 1.1.2.2.2 e 1.12.2.3, a ANBIMA sugeriu a alteração das informações relativas aos imóveis para venda em construção de modo a (i) eliminar a indicação do percentual vendido; (ii) substituir o percentual do custo de construção realizado pelo percentual desembolsado; (iii) no campo do custo de construção, eliminar o percentual do custo previsto; e (iv) excluir o item referente às justificativas de desempenho por imóvel.

Na mesma linha, a Rio Bravo sugeriu as seguintes alterações a eliminação da justificativa de desempenho por imóvel.

Vide comentários aos itens 1.1.2.2 e 1.1.2.2.3 acima.

Seguindo a mesma argumentação apresentada em relação ao item 1.1.1.2.6, a ANBIMA e a Rio Bravo sugeriram a eliminação do item 1.1.2.4.3, que trata da opinião do administrador sobre a necessidade e suficiência dos seguros contratados para a preservação dos imóveis para venda em construção.

Vide comentários ao item 1.1.1.2.6 acima.

A ANBIMA sugeriu a inserção de uma nota de rodapé no item 2 para explicar que os ativos financeiros poderão ser ocultados, contendo a seguinte redação: “[c]aso o FII possua posições ou operações em curso que possam vir a ser prejudicadas pela sua divulgação, as mesmas poderão ser omitidas (emissor, cnpj e quantidade), registrando-se somente o valor. As operações omitidas deverão ser divulgadas no relatório trimestral seguinte”.

Para essa associação, referida medida estaria em linha com o que é permitido na Instrução CVM nº 409, de 2004, e permitiria que o fundo possa ter suas posições em ativos permitidos ocultados por determinado período caso o gestor julgue que a sua divulgação poderá prejudicar o fundo.

⁴³ Com exceção de João Roberto Roiffé Gobbato e Paulo Scatulin Bocca.



Em sentido semelhante, em relação às informações sobre ativos financeiros, a Rio Bravo sugeriu o ajuste do item 1.2.1 para omitir alguns investimentos, criando a rubrica “títulos omitidos”, tal como é feito para fundos com investimento em renda variável regidos pela Instrução CVM nº 409, de 2004.

A CVM esclarece que, diferentemente dos fundos regulados pelos Instrução CVM nº 409, de 2004, os FII não divulgarão a abertura de seus ativos financeiros mensalmente. Além do mais, a migração das informações detalhadas de tais ativos da base mensal para a trimestral visou atender a pleito do mercado no sentido de não prejudicar a estratégia do fundo, mas vedando a possibilidade de ocultação das carteiras.

Vale ainda mencionar que a divulgação da posição detalhada do fundo terá um hiato de tempo que vai de 45 dias a 4 meses e 15 dias, tendo em vista a periodicidade trimestral do informe somada ao prazo para a entrega estabelecido pela norma.

Nesse sentido, a sugestão da ANBIMA e da Rio Bravo não parece adequada.

No que diz respeito às informações sobre aquisições e alienações (itens 2 a 2.2.2), a ANBIMA e a Rio Bravo comentaram que os percentuais que os valores dos imóveis ou terrenos representam deveriam ser indicados em relação ao total do patrimônio líquido, e não do total investimento pelo fundo.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008. Tendo em vista as características dos passivos dos FII (como as obrigações por conta da cessão de recebíveis para fins de securitização), as métricas previstas pela Minuta poderiam ser distorcidas. Por outro lado, a CVM entende que a divulgação de um percentual em relação ao total investido e ao patrimônio líquido mitigaria os riscos advindos da leitura individual de cada uma das métricas.

Ao analisar as informações sobre as aquisições e alienações descritas no informe trimestral, a Rio Bravo sugeriu a alteração dos itens 2.1.1, 2.1.2 e 2.2.1 para excluir a referência a “outras características relevantes”.

Enquanto isso, a ANBIMA sugeriu a alteração da nota de rodapé que explicava quais seriam essas características e indicou que não deveriam ser descritos no informe os direitos que o fundo detém sobre os imóveis (incluindo os principais termos de quaisquer contratos de financiamento, promessas de compra e venda, opções de compra ou venda, bem como quaisquer outros instrumentos que lhe assegurem tais direitos). Para a associação, a divulgação desse tipo de informação poderia prejudicar negociações futuras do fundo e até mesmo causar desconforto entre as partes dos contratos.



As sugestões da ANBIMA e da Rio Bravo não parecem pertinentes. No entanto, em linha com o que já foi comentado neste relatório, por se tratar de matéria sensível, a CVM entende ser dispensável a divulgação de informações sobre as opções de compra e venda, por dispor sobre negócios que podem não ocorrer, ou que dependem de fatores diversos para a sua concretização.

Por fim, a CVM considera adequada a possibilidade de ocultar algumas informações para fundos exclusivos, dedicados exclusivamente aos investidores profissionais, ou onde a totalidade dos cotistas mantém vínculo familiar ou societário familiar, nos termos da Instrução CVM nº 555, de 2014, desde que não listados, conforme Nota 6 do Informe Trimestral.

No item 3.1, relativo à rentabilidade garantida, a ANBIMA sugeriu o ajuste do subitem 3.1.1 para a inserção de informações sobre condições específicas de garantias. Com isso, seriam contemplados os fundos em que a rentabilidade garantida não advém de imóveis, mas, sim, em função de emissão de cotas ou quaisquer outras condições específicas.

O item 3.1 não se refere apenas às garantias que advém de imóveis. A relação disposta em tal item trata unicamente da indicação dos ativos sujeitos à garantia, sejam imóveis ou não. Por outro lado, as condições específicas da garantia devem ser divulgadas na última coluna do item.

Sem prejuízo dessas observações, a CVM entendeu ser pertinente ajustar a redação da coluna “Nome do Garantidor” para “Garantidor”, esclarecendo que a garantia em si pode advir também de outros instrumentos, conforme considerações apresentadas pela ANBIMA.

Em linha com o que foi proposto em relação ao informe mensal, a ANBIMA sugeriu que sejam transferidas para o informe trimestral dos FII as informações referentes às demonstrações do resultado contábil e financeiro. Além disso, a associação considerou que seria pertinente (i) a inserção, dentre essas informações, de item relativo aos “Ativos Imobiliários – Estoques” e receitas de alugueis; e (ii) a segregação dos ativos imobiliários representados por títulos e valores mobiliários, de forma a criar maior padronização.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

A ANBIMA também sugeriu que, nas demonstrações trimestrais do resultado contábil e financeiro dos FII, seja excluída a divulgação dos custos não incorridos pelos fundos (como os encargos do departamento técnico habilitado a prestar o serviço de análise e acompanhamento de projetos imobiliários, escrituração de cotas, tesouraria e gestão de valores mobiliários), uma vez que estes



constariam da taxa de administração e não seriam relevantes para os cotistas. Além disso, essas informações, por serem comerciais, poderiam prejudicar as negociações do administrador.

Tendo em vista as considerações apresentadas pela ANBIMA, a CVM considerou ser pertinente ajustar o rol de despesas a serem divulgadas, a fim de (i) eliminar determinadas despesas em função de seu caráter extraordinário ou montante inexpressivo; e (ii) consolidar rubricas menores, tais como despesas com a realização de assembleias e registro para negociação em mercado secundário.

No entanto, em relação às despesas que compõem a taxa de administração, a CVM entende ser relevante divulgar ao menos o valor pago a título de performance, para fins de melhor comparação entre os diversos fundos.

Também em linha com o que já foi comentado sobre o informe mensal, a ANBIMA sugeriu a transferência, para o informe trimestral, das informações sobre a distribuição de resultado financeiro. No entanto, a associação propôs que, para a divulgação desses dados, seja utilizado o modelo proposto no ofício 024/2014, encaminhado em 5.8.2014, que trata do OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

3.11.1.3. Informe anual (art. 39-V)

A BM&FBOVESPA sugeriu que o informe anual constante do Anexo 39-V da Minuta fosse ajustado para a reorganização de seu conteúdo de forma estratégica e por ordem de relevância.

Com base nas inclusões, exclusões e realocações de itens propostas pela BM&FBOVESPA, o informe anual deveria ser integrado pelos seguintes itens: (i) Dados cadastrais do fundo; (ii) Prestadores de serviços; (iii) Investimentos do FII; (iv) Programa de investimentos; (v) Riscos incorridos pelos cotistas; (vi) Análise do administrador sobre resultado do fundo; (vii) Remuneração do administrador; (viii) Relação de processos judiciais, não sigilosos e relevantes; (ix) Relação de processos judiciais, repetitivos ou conexos; (x) Assembleia geral; (xi) Governança; (xii) Cotistas relevantes; (xiii) Transações com partes relacionadas; (xiv) Política de divulgação de informações; (xv) Política de negociação de cotas, e (xvi) Informações Financeiras.

Seguindo a ordem acima mencionada, a BM&FBOVESPA fez os seguintes comentários sobre o conteúdo do informe anual:



- i) no item 1, referente aos principais dados cadastrais do fundo, deveriam ser inseridas as características mais relevantes do FII, permitindo a sua identificação (data de constituição, ISIN da cota, diretor responsável, endereço, tipo de administração, público alvo, prazo de duração, data de autorização de funcionamento, quantidade de cotas em circulação no mercado, administradora do mercado, e-mails, telefones, mandato, enquadramento da estratégia atual, exercício social);
- a. nessa proposta, o campo “mandato” do fundo diz respeito ao tipo de investimento inicial a que foi destinado, ao cumprimento de seu objeto e política de investimento, e possui quatro classificações: renda, desenvolvimento, títulos e valores mobiliários e híbrido;
 - b. o campo “enquadramento da estratégia atual” corresponderá ao segmento em que o fundo está enquadrado no momento do preenchimento do formulário (como exemplo, um fundo que possui mandato inicial para “desenvolvimento” pode, por estratégia do administrador e/ou condições de mercado, estar atuando no segmento de “renda”)
 - c. os campos relativos às informações do administrador (nome e CNPJ) foram deslocados para um quadro abaixo, no qual também foi incluído “breve histórico do administrador e do fundo”;
 - d. assim, informações cadastrais seriam concentradas em um só grupo, detalhando e ampliando a qualidade das que já constavam do formulário;
 - e. foram inseridos campos para as informações relativas à atualização do formulário, quais sejam, “referencia do formulário”, “data de atualização”, “responsável pelo formulário” “nome”, “e-mail” e “telefone”;
 - f. o antigo item 15, que trata do mercado onde as cotas são negociadas, foi realocado para este item 1, no qual também foi incluído o campo “Entidade administradora de mercado organizado”;
- ii) na nova proposta, o Item 2 (“Prestadores de serviços”), antigo item 10, foi alterado para inclusão do “escriturador” e “total das despesas realizadas com prestadores de serviço no último ano”, completando, assim, a relação dos principais prestadores de serviço do fundo;
- iii) o Item 3 (“Investimentos do FII”), antigo item 1, foi alterado para a inclusão dos campos “Breve descrição sobre o objeto e a Política de Investimento”, “Informações sobre o atual segmento de atuação”, “Principais clientes” (notadamente os que detenham mais de 10% das cotas), e “Ativos relevantes”, os quais estariam em linha com o que é adotado no Formulário de Referência e seriam relevantes para a avaliação do fundo como um todo;
- iv) o item 11 (“Governança”), subitem 11.1, antigo item 12, subitem 12.1, que trata do representante de cotistas, foi alterado para a transformação de seus campos em forma de formulário para o tipo grupo/campo “texto”.



- a. a alteração promovida para o grupo/campo “texto” segue a mesma sistemática já utilizada no Formulário de Referência, já que futuramente este formulário poderá ser adaptado para utilização em sistema eletrônico próprio;
- v) ainda no subitem 11.1, o campo “Principais experiências profissionais durante os últimos 5 anos” foi complementado para que sejam incluídas as principais informações sobre o currículo do representante e o campo “Descrição de qualquer dos seguintes eventos que tenham ocorrido durante os últimos 5 anos” foi complementado para que sejam incluídas informações sobre a declaração de condenação, ambos em forma de grupo/campo “texto”;
- vi) o item 11 “Governança”, subitem 11.2, antigo item 12, subitem 12.2, que trata do diretor responsável, foi alterado para inclusão do campo “Cargo exercido na Administradora” e realocação do campo “data de início na função” e transformação dos campos em forma de formulário para o tipo grupo/campo “texto”;
- vii) ainda no subitem 11.2, o campo “Principais experiências profissionais durante os últimos 5 anos” foi complementado para que sejam incluídas as principais informações que devem constar sobre o currículo do administrador e o campo “Descrição de qualquer dos seguintes eventos que tenham ocorrido durante os últimos 5 anos” foi complementado para que sejam incluídas informações sobre a declaração de condenação, ambos em forma de grupo/campo “texto”;
- viii) nos itens 11.1 e 11.2 foram sugeridas exclusões de informações referentes a FII investidos pelo representante de cotistas e pelo diretor responsável, as quais não seriam relevantes para integrar o formulário ora em análise;
- ix) o Item 12 (“Cotistas Relevantes”), subitem 12.1 (“quantidade de cotistas”), antigo item 13, subitem 13.1, foi complementado com a inclusão da informação “quantidade”, antes da “porcentagem de cotas detidas em relação ao total emitido”, “de cotas detido por PF” e “detido por PJ”;
- x) o Item 12 (“Cotistas Relevantes”), subitem 12.2 (“quantidade de cotistas”), antigo item 13, subitem 13.2, foi complementado com a inclusão da informação “Possui vínculo com o Administrador ou Gestor? (SIM ou NÃO)”, a fim de permitir a identificação de eventual conflito de interesse e reflexos de ordem tributária;
- xi) no Item 13 (“Transações com partes relacionadas”), subitem 13.1, antigo item 14, subitem 14.1, o termo “ativo negociado” foi substituído por “objeto da transação” com o objetivo de facilitar a leitura do relatório por parte do investidor;
- xii) o Item 16 (“Informações Financeiras”) foi incluído a exemplo do adotado no Formulário de Referência e tem por objetivo a consolidação das principais informações financeiras do fundo;
- e
- xiii) os demais itens não citados acima não sofreram alterações, somente foram renumerados em razão das realocações dos demais itens.



As informações adicionais ao Informe Anual, conforme propostas pela BM&FBOVESPA, são pertinentes e foram refletidas na Instrução CVM nº 472, de 2008.

Tanto a ANBIMA quanto a Rio Bravo indicaram que deveria ser corrigida a referência cruzada feita no item 2 do informe anual ao item 1.2.

A sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

No item 5 do informe anual, a ANBIMA sugeriu (i) que a indicação do valor de mercado dos ativos do FII seja substituída pela indicação do valor contábil dos imóveis, ou ações ou cotas de sociedades cujo único propósito se enquadre entre as atividades permitidas aos FII; e (ii) que fosse excluída a referência à data da última avaliação técnica.

Segundo a associação, os valores apresentados no informe devem estar de acordo com o que consta em seu respectivo balancete, seguindo os critérios contábeis utilizados na Instrução CVM nº 516, de 2011. Estes critérios não são necessariamente idênticos aos que constam no laudo de avaliação, pois, por exemplo, os imóveis podem estar em construção ou, do momento da emissão do laudo até o fim do período, benfeitorias podem ser executadas e contabilizadas como investimentos. Além disso, a ANBIMA comentou que deveriam ser alterados os ativos a serem apresentados, pois os ativos financeiros, que são precificados de acordo com o Manual de Marcação a Mercado do Administrador já serão apresentados nos informes trimestrais, não sendo aplicável a realização de laudo de avaliação.

Em sentido semelhante, a Rio Bravo sugeriu que a indicação do valor de mercado dos ativos do FII deveria ser substituída pela indicação do valor contábil dos ativos do FII, pois as primeiras avaliações seriam informações muito estratégicas para a gestão dos fundos e as avaliações anuais dos imóveis já seriam disponibilizadas aos cotistas.

Com base nos comentários acima indicados, a CVM entende ser pertinente a alteração da denominação deste item para “Valor contábil dos ativos imobiliários do FII”, com a inclusão de uma coluna para indicar se o ativo está contabilizado ao custo ou valor justo, nos termos da Instrução CVM nº 516, de 2011. Com isso, não é mais aplicável a apresentação de ativos financeiros mantidos para atender as necessidades de liquidez do FII. Ainda, a coluna referente à “Data da última avaliação técnica realizada” foi removida, tendo em vista que mesmo que o administrador se baseie em laudo técnico emitido em data-base diferente da data de encerramento do exercício, o valor justo deve ser atualizado para a respectiva data de encerramento do exercício.



Considerando os comentários da ANBIMA, a CVM reforça que as benfeitorias realizadas em ativos imobiliários avaliados ao valor justo e que, nos termos da Instrução CVM nº 516, de 2011, possam ser consideradas como um ativo devem necessariamente alterar o respectivo valor justo desde a última avaliação técnica até a data-base de divulgação.

Em relação ao item 9.1 do informe anual, a ANBIMA sugeriu que esclareça que os endereços nos quais os documentos relativos à assembleia geral estarão à disposição dos cotistas podem ser apenas eletrônicos.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

A Rio Bravo sugeriu a exclusão do subitem “i” do item 9.2, que prevê a indicação dos meios de comunicação disponibilizados aos cotistas para “*a inclusão de matérias na ordem do dia de assembleias gerais e o envio de documentos pertinentes às deliberações propostas*”.

Essa sugestão não é pertinente. A CVM entende que, para dar efetividade ao direito assegurado aos cotistas, é relevante a indicação dos meios pelos quais poderão ser encaminhadas propostas à ordem do dia de assembleias gerais.

Em relação aos prestadores de serviço listados nos itens 10.1 a 10.7 do Informe Anual, o SECOVI-SP sugeriu que seja exigida somente a indicação de sua razão social e CNPJ, sem necessidade de especificação de telefone e endereço. Além disso, o mesmo participante sugeriu que, no item 10.8, seja exigida a indicação somente dos prestadores de serviço que representem mais de 10% das despesas do fundo.

Em relação ao item 10.8, a ANBIMA sugeriu que seja exigida a divulgação de informações somente sobre os prestadores de serviço que representem valor superior a 5% das despesas totais do fundo. Com essa medida, a associação entende que seriam prestadas aos cotistas somente as informações que sejam relevantes.

Por sua vez, a Rio Bravo sugeriu a exclusão do item 10.8.

Com base nos comentários, a CVM entende ser pertinente a divulgação das informações com base em critério de relevância do prestador de serviços em relação às despesas do fundo. Nesse sentido, foi alterado o critério de divulgação para prever apenas a disponibilização dos prestadores de serviços que representem mais de 5% das despesas do fundo.



A Rio Bravo sugeriu a alteração do item 11.1 do informe anual em razão das discussões sobre a base de cálculo da taxa de administração.

Considerando os comentários feitos às sugestões apresentadas pela própria Rio Bravo quanto à base de cálculo da taxa de administração, a CVM entende que essa sugestão não é pertinente.

Destacando a violação ao sigilo bancário e as normas a que estão sujeitos tais agentes, a ANBIMA, a Rio Bravo e o SECOVI-SP sugeriram a alteração dos itens 12.1 e 12.2 para excluir a menção à quantidade de cotas detidas pelo representante de cotistas em outros fundos, bem como a menção à participação do diretor responsável pelo FII no próprio fundo administrado e em outros fundos. A ANBIMA ressaltou, ainda, que as instituições financeiras já teriam controle sobre as participações detidas por seus funcionários.

O GRIFI comentou que dados sensíveis, como a participação detida pelos diretores responsáveis pelo FII, pelos representantes de cotistas e por cotistas relevantes (itens 12.1, 12.2 e 13.2), não devem ser divulgados, tendo em vista a exposição a que tais pessoas seriam sujeitas e a possibilidade de discussão judicial sobre a revelação de seu patrimônio. Alternativamente, o grupo propôs que a CVM obtenha essas informações, mas que não as divulgue.

No mesmo sentido, Luiz Gustavo Aurnheimer Vieira sugeriu a exclusão, nos itens 12.1 e 12.2 do Anexo 39-V, das informações relativas a outros FII investidos, outros fundos e condenações criminais e administrativas. Para esse participante, essas informações levariam à exposição excessiva dos representantes de cotistas e diretores. Quanto às condenações, o participante argumentou que se trataria de informação desnecessária em vista da exigência de reputação ilibada do diretor e representantes.

Em primeiro lugar, cumpre esclarecer que a exigência da divulgação de participações detidas pelos representantes de cotistas e diretores em outros fundos de investimento é amparada pelo art. 22, § 1º, V, c/c art. 2º, § 2º, da Lei nº 6.385, de 1976. Além disso, em linha com o proposto pela Minuta, a CVM entende que a divulgação de tais participações configura um indicativo relevante para que os investidores atuais ou potenciais do fundo avaliem o alinhamento de interesses entre os representantes ou diretores responsáveis e o fundo.

Em relação à divulgação de informações sobre os investimentos em FII, em uma nova reflexão, a CVM entende, em linha com o que hoje se aplica às companhias abertas, que a divulgação de informações apenas do próprio FII seja o mais adequado. Nesse sentido os itens 12.1 e 12.2 foram ajustados, a fim de excluir a divulgação de informações de outros FII, e aperfeiçoado no que diz respeito



às informações de cotas do próprio fundo, segregando o total de cotas detidas em compradas e vendidas no período por representantes de cotistas e diretores responsáveis.

Ainda assim, tendo em vista a inexpressiva participação dos FII em outros fundos de investimento, que não sejam também FII, a CVM considerou ser possível dispensar a exigência de envio de informações sobre a participação em tais fundos de investimento tanto para os diretores responsáveis, como para os representantes de cotistas.

A ANBIMA ressaltou que, no item 13.2 do informe anual, não deveria ser mencionado o nome dos cotistas do fundo, sob pena de violação das regras pertinentes ao sigilo bancário.

Por outro lado, também tendo em vista as regras sobre sigilo bancário, a Rio Bravo sugeriu a exclusão do item 13.2 do informe anual.

Conforme já mencionado neste relatório, a possibilidade de exigência de divulgação da lista dos detentores de mais de 10% das cotas encontra respaldo no art. 22, § 1º, V, combinado com o art. 2º, § 2º, da Lei nº 6.385, de 1976.

Não obstante, em nova reflexão, a CVM entende que a divulgação da relação de cotistas relevantes, deve estar inserida e ser melhor discutida no âmbito de norma própria que discipline a divulgação de informações na negociação e na aquisição de cotas de FII, bem como os mecanismos de vedação para a sua negociação, nos moldes como ocorre com as companhias abertas, guardadas as devidas proporções. Nesse sentido tal questão será oportunamente debatida em projeto de norma que tratará do tema.

No que diz respeito ao item 14 do informe anual, a ANBIMA sugeriu a substituição da expressão “partes relacionadas” por “partes ligadas”, seguindo a definição do art. 34, § 2º, da Instrução CVM nº 472, de 2008.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

A ANBIMA sugeriu que, no item 16.1 do informe anual, a descrição da política de divulgação de ato ou fato relevante seja substituída pela disponibilização de um link para referido documento, evitando que o informe se torne desnecessariamente longo. Além disso, no mesmo item, a associação sugeriu que seja incluída a indicação da área responsável pela implantação, manutenção, avaliação e fiscalização da política de divulgação das informações, se for o caso (antes prevista no item 16.2 junto a indicação dos funcionários responsáveis por tais atribuições).



Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

A ANBIMA sugeriu a inserção de um novo item 16.2 no informe anual para a disponibilização de link para a política de exercício do direito de voto em participações societárias do fundo.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

A ANBIMA sugeriu a inserção de um novo item 17 no informe anual para tratar das regras e prazos para chamadas de capital do fundo. Nesse item, seriam descritos: (i) o prazo máximo para integralização ao patrimônio do fundo de bens e direitos oriundos da subscrição de cotas, se for o caso; e (ii) regras e prazos para chamadas de capital, observado o previsto no compromisso de investimento.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

3.11.1.4. Outras informações periódicas (art. 39)

A BM&FBOVESPA, o SECOVI-SP e a Rio Bravo sugeriram a exclusão do inciso VII do art. 39 da Instrução CVM nº 472, de 2008, por se tratar de informação relacionada a obrigações de natureza tributária e já prevista em outros dispositivos normativos.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

3.11.2. Informações eventuais (arts. 41 e 42)

Apesar de não sugerir a alteração da redação, a ANBIMA gostaria de ratificar o entendimento de que a proposta do administrador mencionada no inciso I do art. 41 da Instrução CVM nº 472, de 2008, corresponde a um resumo dos pontos que serão tratados na assembleia geral de cotistas, e não a uma opinião do administrador.

A Rio Bravo discordou da inclusão da proposta de administração no inciso I do art. 41 da Instrução CVM nº 472, de 2008, uma vez que as informações atualmente apresentadas para as assembleias gerais já seriam suficientes para a fundamentação do voto proferido pelos cotistas.

A CVM não considerou a sugestão da Rio Bravo conveniente. A proposta da administração para uma assembleia geral é o documento que deve permitir a compreensão, pelos cotistas, das matérias incluídas pelo administrador na ordem do dia das assembleias gerais. Nesse sentido, a proposta deve



contemplar (i) detalhes sobre as matérias sugeridas para a ordem do dia (como características principais, fundamentação e impactos sobre o fundo); e (ii) outras informações que o administrador julgue relevantes para ciência ou convencimento dos cotistas, mas que não estejam contempladas nos demais documentos disponibilizados a esses investidores.

A ANBIMA sugeriu a alteração do inciso V do art. 41 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que, na divulgação da avaliação relativa aos imóveis, bens e direitos adquiridos pelo fundo, poderiam ser excetuados, a critério do administrador, os itens que possam impactar a estratégia de gestão do fundo. Com essa proposta a ANBIMA buscou evitar que sejam prejudicados negócios do fundo em andamento, similares àqueles já concluídos.

O SECOVI-SP e a Rio Bravo discordaram da inserção, no inciso V do art. 41 da Instrução CVM nº 472, de 2008, da obrigatoriedade de divulgação do laudo de avaliação relativo aos imóveis, bens e direitos de uso adquiridos pelo fundo. De acordo com esses participantes, por conter informações estratégicas, a divulgação desse documento poderia afetar as relações comerciais, estratégias e gestão do FII, bem como prejudicar negócios em andamento ou futuros, como a compra e venda ou locação de ativos. Para a Rio Bravo, apesar de o laudo tratar de um negócio já concluído, a sua divulgação poderia afetar outros correlatos.

A CVM entende que a disponibilização dos laudos de avaliação é relevante para análise por parte dos cotistas e analistas de mercado, sendo salutar para o desenvolvimento da indústria de FII e redução das assimetrias informacionais existentes entre seus participantes. No entanto, considerando os comentários acima e aqueles feitos em relação ao art. 12 da Instrução CVM nº 472, de 2008, a CVM entende que poderão deixar de ser divulgadas as informações relativas ao item 7 do Anexo 12.

Ainda, a CVM entendeu que nos casos de fundos não listados em bolsa ou mercado de balcão organizado e, cumulativamente, sejam exclusivos, dedicados exclusivamente aos investidores profissionais, ou onde a totalidade dos cotistas mantém vínculo familiar ou societário familiar, nos termos da Instrução CVM nº 555, de 2014, a divulgação das avaliações de que trata o inciso V do **caput** pode ser facultada, porém deve ser disponibilizada aos cotistas do fundo quando requerido.

A Uqbar concordou com a inserção do inciso VI do art. 41 da Instrução CVM nº 472, de 2008, segundo o qual o administrador deve disponibilizar aos cotistas a avaliação relativa aos imóveis, bens e direitos de uso adquiridos pelo fundo. No entanto, frisou que essa divulgação não deveria se limitar aos cotistas, mas se estender ao público em geral, de forma a permitir a análise dessas informações por investidores interessados em adquirir cotas do fundo, bem como permitir a comparação de dados por cotistas de outros fundos.



A CVM entende que, por força do disposto no art. 42 da Instrução CVM nº 472, de 2008, a sugestão da Uqbar já se encontra contemplada nessa norma.

A Uqbar também sugeriu que seja exigida a divulgação da avaliação dos imóveis, bem e direitos de uso no caso de alienação pelo fundo e que, em vista da previsão, na Instrução CVM nº 516, de 2011, de que os ativos sejam continuamente avaliados a valor justo, seja exigida a divulgação do documento referente à nova avaliação sempre que esta ocorrer.

A CVM considera que a adoção dessas sugestões da Uqbar demandaria maior discussão com os demais participantes da indústria de FII, o que não foi feito no âmbito desta audiência pública. Ainda assim, é importante esclarecer que as demonstrações financeiras dos fundos de investimento imobiliário permitem o acompanhamento do valor atribuído a cada um dos ativos que compõem o patrimônio dos respectivos fundos.

Em linha com os comentários feitos ao art. 32 da Minuta, a BM&FBOVESPA sugeriu a inserção de um novo inciso no art. 41 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para exigir a divulgação, pelo administrador, das políticas de divulgação de ato ou fato relevante e de negociação das cotas do fundo, caso existente.

A disponibilização de política de divulgação de ato ou fato relevante foi exigida no âmbito do Informe Anual proposto pela Minuta (Anexo 39-V à Instrução CVM nº 472, de 2008). De forma semelhante, a CVM entende ser conveniente a possibilidade de divulgação, por meio de link no mesmo documento, à política de negociação de cotas do fundo, se houver.

Com base nas exigências feitas pela Instrução CVM nº 480, de 2009, às companhias abertas, a BM&FBOVESPA sugeriu a inserção de outro inciso no mesmo art. 41 para exigir a divulgação, pelo administrador, do sumário das decisões tomadas em assembleia geral de cotistas no mesmo dia de sua realização.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

A BM&FBOVESPA sugeriu a alteração do art. 41, § 2º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para incluir, a título de exemplo, outros eventos que poderiam vir a caracterizar fatos relevantes, tais como: (i) a venda ou locação dos imóveis de propriedade do fundo destinados a arrendamento ou locação, e que possam gerar impacto significativo em sua rentabilidade; (ii) alteração do gestor ou administrador; (iii)



fusão, incorporação, cisão, transformação do fundo ou qualquer outra operação que altere substancialmente a sua composição patrimonial; (iv) alteração do mercado organizado em que seja admitida a negociação de cotas do fundo; (v) cancelamento da listagem do fundo ou exclusão de negociação de suas cotas; (vi) desdobramentos ou grupamentos de cotas; e (vii) emissão de cotas.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

A Rio Bravo sugeriu a alteração do inciso II do art. 41, § 2º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para substituir o “atraso para o recebimento” pela “inadimplência” de quaisquer rendimentos que representem percentual significativo dentre as receitas do fundo.

Em relação ao mesmo dispositivo, o SECOVI-SP solicitou que fosse esclarecido qual percentual representaria um percentual significativo dentre as receitas do fundo e o Salusse Marangoni Advogados sugeriu que a CVM desenvolva um estudo para determinar tal percentual.

A Rio Bravo sugeriu um ajuste na redação do inciso VI do mesmo dispositivo para especificar que seria exemplo de fato relevante somente a propositura de ação judicial que possa afetar a situação econômico-financeira do fundo em percentual significativo.

A CVM não considerou pertinentes os comentários descritos acima. É importante esclarecer que a avaliação da relevância de um determinado fato depende da análise, pelo administrador, das circunstâncias de cada caso concreto e dos impactos desse fato para um fundo específico. Assim, não compete à CVM determinar, a priori, o que é relevante ou não para cada fundo.

Justamente para permitir uma análise circunstanciada de cada situação envolvendo um fundo, o art. 41, § 2º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, contempla um rol exemplificativo de fatos relevantes. Isso significa que outras hipóteses, além daquelas ali descritas, podem configurar fatos relevantes para um fundo específico. Da mesma forma, é possível que situações exemplificadas no mesmo dispositivo não sejam consideradas relevantes pelo administrador diante de um caso concreto.

O Salusse Marangoni Advogados notou que no inciso IV do art. 41 da Instrução CVM nº 472, de 2008, conforme proposto pela Minuta, não há previsão “*de quanto tempo após a divulgação de fatos relevantes deverá haver a disponibilização do respectivo documento/informação para os cotistas*”. Considerando os potenciais impactos dos fatos relevantes, esse participante sugeriu que o dispositivo acima mencionado seja alterado de modo a prever que os fatos relevantes devem ser disponibilizados aos cotistas “*imediatamente após a sua divulgação*”.



Em resposta ao comentário do Salusse Marangoni Advogados, a CVM esclarece que a divulgação de fatos relevantes deverá ocorrer nos termos do art. 42 da Instrução CVM nº 472, de 2008. Nesse sentido, o envio de qualquer informação aos cotistas (por exemplo, por meio eletrônico) deverá ocorrer simultaneamente à divulgação da mesma informação na página do administrador na rede mundial de computadores e ao seu envio à CVM e à administradora do mercado em que as cotas sejam admitidas à negociação, por meio do sistema de envio de documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores.

A BM&FBOVESPA sugeriu a inclusão de um novo parágrafo no art. 41 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que qualquer cotista ou grupo de cotistas representando um mesmo interesse, direta ou indiretamente, que ultrapassar, para cima ou para baixo, os patamares de 5%, 10%, 15% e assim sucessivamente, das cotas do FII deve enviar imediatamente ao administrador: (i) nome e qualificação, indicando o número de inscrição no CNPJ ou CPF; (ii) objetivo da participação e quantidade visada, contendo, se for o caso, declaração de que os negócios não objetivam alterar a estrutura administrativa do fundo; e (iii) indicação de qualquer acordo ou contrato regulando o exercício do direito de voto ou a compra e venda de cotas de emissão do fundo.

Junto a essa sugestão, a BM&FBOVESPA propôs a inclusão, no rol de informações do **caput** do art. 41, de comunicado ao mercado contendo as informações acima mencionadas.

A CVM entende que a adoção da sugestão apresentada pela BM&FBOVESPA demandaria maior discussão com os demais participantes da indústria de FII, o que não foi feito no âmbito desta audiência pública. No entanto, conforme exposto acima em relação aos comentários do item 13.2 do Informe Anual, a CVM tratará do tema em projeto específico que discipline a divulgação de informações na negociação e na aquisição de cotas de FII, bem como os mecanismos de vedação para a sua negociação, em linha com a regulamentação referente às companhias abertas.

3.12. Patrimônio (art. 45)

A BM&FBOVESPA sugeriu a alteração do **caput** do art. 45 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que, tal como mencionado no art. 15, I, da mesma instrução, o FII pode participar tanto de empreendimentos imobiliários quanto de outros investimentos.

Além disso, a BM&FBOVESPA ressaltou que, em função da menção a cotas de fundos de investimento nos incisos II, IV e V do art. 45, essas referências poderiam ser fundidas em um mesmo inciso.



Essas sugestões não são pertinentes.

Em primeiro lugar, a CVM ressalta que, nos termos da Lei nº 8.668, de 1993, os fundos de investimento imobiliário são destinados a investimentos em empreendimentos imobiliários, sendo autorizado, nos termos do art. 45 da Instrução CVM nº 472, de 2008, que esses investimentos se deem de maneira direta ou indireta. Nesse sentido, o primeiro comentário feito pela BM&FBOVESPA não parece necessário.

Em segundo lugar, a CVM esclarece que o inciso II do art. 45 se refere de maneira genérica a fundos de investimento e permite a aquisição de cotas de fundos não especificados na Instrução CVM nº 472, de 2008, desde que tenham como objeto atividades preponderantes permitidas aos fundos. Por outro lado, o inciso IV aborda os requisitos que devem ser observados para os investimentos em cotas fundos de investimento em participações.

O LCCF Advogados sugeriu a alteração da redação do art. 45, VII, da Instrução CVM nº 472, de 2008, de forma a deixar claro que os certificados de recebíveis imobiliários e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios passíveis de aquisição por um FII podem ter sido objeto de oferta pública ou de dispensa de registro de oferta pública.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

A ANBIMA, o MHM, o PMKA, o SECOVI-SP, a Rio Bravo e o Stocche Forbes sugeriram a inclusão de um novo inciso no art. 45 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para permitir a inclusão da letra imobiliária garantida dentre os ativos por meio dos quais o FII pode participar de empreendimentos imobiliários. Além disso, o SECOVI-SP sugeriu a menção a qualquer outro título de crédito com lastro imobiliário.

A primeira sugestão acima mencionada é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008. No entanto, a CVM entende que não seria conveniente a inserção de uma autorização genérica tal como aquela sugerida pelo SECOVI-SP.

A ANBIMA e o SECOVI-SP sugeriram a alteração do art. 45, § 4º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que os imóveis, bens e direitos de uso a serem adquiridos pelo fundo devem ser objeto de avaliação prévia pelo administrador (e não apenas pelo gestor ou terceiro independente), tendo em vista que essa avaliação seria de sua competência e que o fundo pode não ter gestor.



Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

O SECOVI-SP mencionou que os recursos captados pelo FII no âmbito de ofertas públicas podem não estar investidos nos ativos-alvo por motivos diversos do cronograma físico-financeiro das obras constantes do prospecto. Por isso, esse participante sugeriu a alteração do art. 46 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para excluir a menção a tal cronograma.

Essa sugestão não parece pertinente. A CVM não vislumbra quais outros motivos seriam relevantes o suficiente para justificar o desenquadramento do FII.

O SECOVI-SP sugeriu a inserção de um novo artigo na Instrução CVM nº 472, de 2008, para deixar claro que os recursos investidos por força da política de investimento do FII ou por necessidade inerente à manutenção dos ativos do FII poderão ser deduzidos da base de cálculo do lucro apurado sob regime de caixa para fins de distribuição de rendimentos.

Considerando que a exigência de distribuição semestral de 95% dos lucros auferidos segundo o regime de caixa decorre do art. 10, § único da Lei nº 8.668, de 1993, a CVM entende que a sugestão dada pelo SECOVI-SP não é conveniente. Além disso, a CVM faz referência ao Ofício Circular CVM/SIN/SNC/Nº 01/15, que trata da distribuição de rendimentos dos fundos de investimento imobiliário.

3.13. Encargos do fundo (art. 47)

O Grupo de Pessoas Físicas⁴⁴ sugeriu a alteração do inciso I do artigo 47 da Instrução CVM nº 472, de 2008, de modo a excluir a possibilidade de pagamento de taxa de desempenho (performance) pelo fundo. Adicionalmente, o investidor reiteraram os comentários já feitos sobre o cálculo da taxa de administração.

Vide comentários ao item 3.10.5.

Em vista do art. 47, I, da Instrução CVM nº 472, de 2008, Nelson de Mello Gonçalves sugeriu que a CVM calculasse as taxas de administração e divulgasse em sua página na rede mundial de computadores tanto o valor da taxa previsto em regulamento quanto os ajustes aprovados em assembleias gerais. Para promover maior transparência e por ter todas as “informações técnicas e dados históricos atualizados, além dos processos de cálculos”, a CVM poderia fornecer tais informações aos cotistas.

⁴⁴ Com exceção de Paulo Scatulin Bocca e Sérgio René Pessoa Vila Nova Filho.



Essa sugestão não é pertinente. O cálculo das taxas de administração não está compreendido dentre as competências atribuídas por lei à CVM.

O Grupo de Pessoas Físicas⁴⁵ e o GRIFI sugeriram a alteração do inciso III do artigo 47 da Instrução CVM nº 472, de 2008, de modo a excluir, dentre os encargos do fundo, os gastos com correspondências e exigir que todos os comunicados com os cotistas sejam feitos por meio eletrônico. Segundo o GRIFI, em função dos custos incorridos pelos fundos, o envio de correspondências pelo correio deveria ser limitado aos cotistas que assim solicitarem ou que não tiverem endereço eletrônico.

Essa sugestão não é pertinente. Não obstante seja facultado aos regulamentos dispor sobre o envio de correspondências por meio eletrônico, a CVM entende que, se existentes, os custos incorridos com o envio de correspondências físicas devem ser arcados pelo fundo, e não pelo administrador.

A BM&FBOVESPA sugeriu que seja mantida a possibilidade de os custos da distribuição de cotas serem atribuídos ao fundo, discordando da proposta da Minuta para o art. 47, IV. A participante ressaltou que se trata de prática comum em grande parte das ofertas públicas, as quais são, via de regra, de interesse da comunhão de cotistas que, por sua vez, podem estabelecer taxa de ingresso para os novos investidores para fazer frente às despesas incorridas pelo fundo no processo de distribuição.

O Stocche Forbes também discordou da proposta da Minuta para a exclusão dos gastos da distribuição primária de cotas dentre os encargos que podem ser suportados diretamente pelo FII. Esse participante mencionou que, tendo em vista que as distribuições primárias de cotas se destinam à captação de recursos para o próprio FII em benefício de todos os seus cotistas, haveria razões para justificar o pagamento das respectivas despesas pelo fundo, o que também seria a prática do mercado. Como consequência dessa sugestão, o Stocche Forbes destacou que, sendo uma despesa do fundo, também deveria ser mantida a caracterização de situações de conflito de interesses em caso de contratação de pessoas ligadas ao administrador para a prestação dos serviços de distribuição.

A CVM entende que a atribuição dos custos da distribuição de cotas ao fundo decorre das regras atualmente constantes dos arts. 34 e 47 da Instrução CVM nº 472, de 2008, e reconhece que a alteração do dispositivo comentado pela BM&FBOVESPA e do Stocche Forbes foi pleiteada por outros participantes da indústria de FII previamente à realização desta audiência pública.

⁴⁵ Com exceção de André Coelho de Mattos, Paulo Scatulin Bocca.



Ainda assim, a CVM entende que a atribuição dos custos da distribuição ao fundo poderá ser objeto de apreciação pelo administrador do fundo quando de sua constituição ou pelos cotistas posteriormente reunidos em assembleia geral.

Considerando que o representante de cotistas não seria um prestador de serviços do fundo, a ANBIMA sugeriu que a sua remuneração não seja mencionada no inciso VIII do art. 47 da Instrução CVM nº 472, de 2008, mas em um novo inciso separado. Além disso, a fim de deixar claro aos cotistas o valor despendido com as atividades de fiscalização, a ANBIMA sugeriu que as despesas incorridas pelo representante sejam incorporadas à sua remuneração.

A ANBIMA também mencionou que, a fim de não prejudicar a rentabilidade do fundo com despesas excessivas, o regulamento do fundo deveria prever o valor máximo das despesas que o representante de cotistas poderá incorrer no desempenho de sua atividade, nos moldes do que é estabelecido no art. 27, IX e XI da Instrução CVM nº 391, de 2003.

O SECOVI-SP discordou da alteração proposta pela Minuta para o inciso VIII do art. 47 da Instrução CVM nº 472, de 2008, e indicou que a remuneração dos representantes de cotistas não deveria ser considerada como um encargo do fundo.

A CVM considera pertinentes os comentários feitos pela ANBIMA para a indicação da remuneração do representante de cotistas em um inciso separado o art. 47 e para a autorização, em assembleia geral, de um valor máximo para as despesas por ele incorridas. Ademais, a CVM reitera os comentários aos itens 3.8 e 3.9.13.

Em relação ao inciso XII do art. 47 da Instrução CVM nº 472, de 2008, Rodrigo Carvalho Lopes dos Santos comentou que os gastos decorrentes de avaliações obrigatórias não deveriam ultrapassar 0,05% do patrimônio líquido do fundo.

Essa sugestão não é pertinente. A CVM entende que a padronização do valor máximo despendido com as avaliações obrigatórias pode não ser adequada a todos os fundos e que, até o momento, não foram apresentados dados suficientes para se avaliar a pertinência do valor proposto pelo participante acima indicado.

O SECOVI-SP sugeriu a alteração do inciso XIII do art. 47 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que, além dos gastos necessários à manutenção, conservação e reparo dos imóveis integrantes do seu patrimônio, sejam também considerados como encargos do fundo os gastos com a administração desses imóveis.



A CVM entende que essa sugestão não é pertinente, pois as atividades mencionadas pelo SECOVI-SP são inerentes à administração de FII e devem ser remuneradas com base na taxa de administração.

3.14. Transformação, incorporação, fusão e cisão (art. 49)

Para Nelson de Mello Gonçalves, o art. 49 da Instrução CVM nº 472, de 2008, deveria ser ajustado para (i) contemplar regras sobre operações de fusão que envolvam todos os ativos mencionados no art. 45 da mesma instrução; (ii) prever que operações de transformação, incorporação, fusão e cisão devam ter como base critérios patrimoniais do fundo; (iii) prever que, em operações de incorporação, o patrimônio do fundo incorporador deva ser alterado mediante a emissão de tantas novas cotas quantas necessárias para viabilizar a incorporação, sendo permitido o desdobramento de cotas para permitir o tratamento de frações; (iv) prever que competirá ao administrador expor os motivos e benefícios da operação (aumento de liquidez, diversificação de investimento, flexibilidade da gestão, redução das despesas em percentual do patrimônio líquido, otimização de taxas de registro da CVM e BM&FBOVESPA, honorários de auditoria).

Em relação às operações de incorporação, Nelson de Mello Gonçalves sugeriu que a Instrução CVM nº 472, de 2008, estabeleça que as cotas atribuídas a todos os cotistas dos fundos incorporados assegurem os mesmos direitos, bem como regule as alterações necessárias ao regulamento do fundo incorporador para ajustar (i) a política de investimento; (ii) a permissão à realização de operações com derivativos, inclusive para fins de garantias; (iii) os fatores de risco do fundo; (iv) os encargos e estimativas de custos; e (v) quoruns de deliberação.

Ainda, Nelson de Mello Gonçalves sugeriu que a norma preveja diretrizes para a votação de operações de transformação, incorporação, fusão e cisão em assembleia geral. Como exemplo, esse participante sugeriu que a assembleia tivesse que deliberar sobre (i) “proposta de transformação das cotas, conforme protocolo de incorporação”; (ii) relação de troca aplicável; (iii) novo regulamento; e (iv) data da efetivação da operação. Ademais, o mesmo participante sugeriu que essas matérias sejam aprovadas ou reprovadas como um todo, por maioria.

Por meio dessas propostas, Nelson de Mello Gonçalves entende que serão fomentadas as fusões e incorporações no mercado de fundos imobiliários, bem como promovido o aumento de liquidez e do volume negociado.



Essa sugestão não parece conveniente, cabendo reforçar os comentários feitos pela CVM no item 3.9.4.

3.15. Liquidação (art. 52)

Em linha com o que foi proposto em relação ao inciso XI do art. 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008, a ANBIMA sugeriu a alteração do art. 52 da mesma instrução para esclarecer que as hipóteses de liquidação estabelecidas em regulamento independem de prévia deliberação em assembleia geral, não obstante o fato de a liquidação antecipada acarretar a alteração do prazo de duração do fundo.

Vide comentários ao item 3.9.1.

A ANBIMA destacou que o regulamento seria o documento adequado para, caso exista, a descrição dos mecanismos de liquidação antecipada e que, considerando que as cotas de emissão do FII podem ser distribuídas por meio de ofertas com esforços restritos, seria pertinente a exclusão da referência ao prospecto no art. 52.

Essa sugestão é pertinente e foi refletida na Instrução CVM nº 472, de 2008.

3.16. FII para investidores qualificados (art. 55)

A ANBIMA propôs a alteração do art. 55, I, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que, tal como sugerido em relação ao art. 11 da mesma instrução, os fundos destinados a investidores qualificados possam admitir a utilização de títulos e valores mobiliários, bem como de imóveis, direitos relativos a imóveis ou qualquer outro ativo previsto no art. 45, desde que compatível com a política de investimento do fundo, para a integralização de cotas.

O SECOVI-SP sugeriu a alteração do art. 55, V, da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que o fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados, desde que previsto em seu regulamento, pode prever a existência de cotas com direitos ou características especiais quanto ao exercício do direito de voto.

Vide comentários aos itens 3.2 e 3.5.



3.17. Disposições finais e transitórias

O Grupo de Pessoas Físicas⁴⁶ sugeriu a alteração do artigo 57 da Instrução CVM nº 472, de 2008, que trata da aplicação de multa cominatória diária, pela CVM, em caso de descumprimento dos prazos previstos nessa instrução, de modo que a multa seja calculada como um percentual do valor da taxa de administração arrecadada pelo administrador no mês anterior e seja revertida ao rendimento dos cotistas.

O Grupo de Pessoas Físicas⁴⁷ também propôs que o percentual acima mencionado deveria ser de, no mínimo, 10%.

Em relação ao mesmo dispositivo, o GRIFI comentou que o valor da multa sugerido na Minuta seria irrisório e que não inibiria o descumprimento de obrigações fundamentais dos administradores, como as de divulgação de informações. Por isso, o grupo sugeriu que o valor proposto fosse aumentado em pelo menos dez vezes.

Essas sugestões não parecem pertinentes. Em primeiro lugar, cumpre esclarecer que a imposição de multa cominatória é regulada pelo art. 9º, II, da Lei nº 6.385, de 1976, a qual estabelece tanto a sua finalidade quanto seu valor máximo. Em segundo lugar, cabe ressaltar que o valor proposto pela Minuta se encontra em linha com aqueles aplicados a outros participantes do mercado de valores mobiliários.

Nelson de Mello Gonçalves comentou que a criação de um selo de qualidade do administrador seria muito mais eficiente do que a aplicação de uma multa. Com base no que esse participante chamou de “credit score”, deveriam ser criados critérios objetivos que indicassem, por exemplo, se as informações do fundo foram corretamente divulgadas, se as contas dos administradores foram aprovadas com ou sem ressalvas ou se foram reprovadas. Esse selo poderia ser divulgado em mensagens publicitárias, lâminas e mensagens ao mercado.

Essa sugestão extrapola o escopo da audiência pública. Ainda assim, cumpre esclarecer que a criação de um selo de qualidade não se enquadra dentre as competências desta Autarquia.

Em relação à forma de adaptação dos regulamentos de fundos em funcionamento às novas regras discutidas na Minuta, a ANBIMA propôs que a implementação possa ocorrer por meio de instrumentos particulares firmados pelo administrador, nos termos do atual parágrafo único do art. 66 da Instrução CVM nº 472, de 2008.

⁴⁶ Com exceção de João Roberto Roiffé Gobbato, Paulo Scatulin Bocca.

⁴⁷ Com exceção de Alaudio F. Amaral Neto, João Roberto Roiffé Gobbato, Paulo Scatulin Bocca.



Esta proposta procura viabilizar a implementação das adaptações nos prazos estabelecidos, sem necessidade de assembleia, com redução de custos aos cotistas e otimização dos processos internos.

No entanto, considerando que alterações possibilitadas pela nova instrução não constituiriam mera adaptação, mas podem implicar alterações das características dos fundos, novos parágrafos deveriam ser incluídos no art. 66 para esclarecer que (i) caso o administrador necessite promover alterações no regulamento para incluir prerrogativas ou alterar a característica do fundo, será necessária a aprovação dos cotistas reunidos em assembleia geral instalada em conformidade com o regulamento; e que (ii) nessa hipótese, o administrador poderá incluir como ordem do dia as alterações no regulamento até duas próximas assembleias gerais ordinárias após a entrada em vigor desta norma.

Essa sugestão leva em consideração que algumas das alterações implicam em quóruns qualificados, os quais podem não ser obtidos em uma primeira assembleia, inclusive pelo fato de que a publicação do novo normativo poderá estar próxima da realização da primeira assembleia geral ordinária geralmente convocada no final do primeiro ou do terceiro trimestres do ano civil.

A Rio Bravo destacou que, em virtude da relevância de algumas propostas contidas na Minuta, seriam necessárias regras de transição detalhadas, inclusive, em relação às alterações que poderão ser feitas no regulamento dos fundos sem necessidade de aprovação em assembleia geral.

No que se refere às regras de transição, a CVM entende que as novas regras, com exceção do arts. 39 e 41, incisos V e VII, que tratam das informações periódicas e de determinadas informações eventuais, devem entrar em vigor em 1º de fevereiro de 2016.

O art. 39 e os incisos V e VII do art. 41, que tratam das informações periódicas e de determinadas eventuais, passam a vigorar a partir de 1º de outubro de 2016.

Assim, as alterações de regulamento que busquem unicamente se adaptar às disposições da nova instrução ou que dependam de assembleia de cotistas devem ser realizadas até 1º de outubro de 2016. Os fundos de investimento constituídos a partir da entrada em vigor da nova Instrução devem se adaptar imediatamente, exceto com relação aos artigos 39 e 41, que tratam das informações periódicas e eventuais e os fundos de investimento que se encontrem atualmente em funcionamento devem se adaptar imediatamente caso realizem oferta pública de cotas registrada ou dispensada de registro na CVM, exceto no que diz respeito aos arts. 39 e 41, incisos V e VII.



Além disso, a fim de fazer valer as novas regras aplicáveis aos representantes de cotistas, a CVM entende que os mandatos dos atuais representantes deverão se encerrar na próxima assembleia de cotistas que deliberar sobre a aprovação das demonstrações financeiras do fundo, em que, se for o caso, será reeleito ou escolhido o novo representante nos termos estabelecidos na nova Instrução.

4. Outras propostas

A BM&FBOVESPA constatou que os prazos fixados ao longo da Instrução CVM nº 472, de 2008, ora são previstos em dias úteis, ora em dias corridos, e sugeriu a unificação do tratamento a eles conferido de forma a facilitar o seu entendimento e cumprimento pelo mercado em geral.

A CVM entende que essa sugestão não é conveniente e que o tratamento atualmente conferido na Instrução CVM nº 472, de 2008, permite a fixação de prazos adequados a cada uma das circunstâncias nela abordadas.

O Stocche Forbes indicou que deveriam ser renumerados: (i) todos os incisos do art. 4º da Instrução CVM nº 472, de 2008, em função da exclusão do inciso I; (ii) o inciso VI do art. 41 da mesma instrução; e (iii) o inciso V do art. 41, § 2º, da mesma instrução.

Em relação à primeira sugestão, a CVM esclarece que, nos termos da PORTARIA/CVM/PTE/Nº 68, de 2006, que aprovou o Manual de Regras de Elaboração de Atos Normativos da CVM, em caso de alteração de uma norma, a renumeração dos incisos de um artigo é facultativa.

As demais sugestões são pertinentes e foram refletidas na Instrução CVM nº 472, de 2008.

5. Comentários à Minuta – Instrução CVM nº 400, de 2003

5.1. Anexo III

A ANBIMA sugeriu a alteração do item 3.7.3 do Anexo III da Instrução CVM nº 400, de 2003, para prever que o estudo de viabilidade nele mencionado se refere à oferta pública, e não ao empreendimento imobiliário.

A CVM não considerou a sugestão pertinente.



5.2. Anexo III-B

Sob a mesma justificativa apresentada em relação ao art. 15, II, “e” da Instrução CVM nº 472, de 2008, a P56 sugeriu a alteração do item 1.3 para especificar que, na política de investimento, deve ser feita referência às espécies de imóveis ou direitos a eles relacionados passíveis de aquisição pelo fundo, inclusive no que diz respeito à possibilidade de aquisição e/ou promessa de aquisição de imóveis gravados com ônus reais, desde que essa aquisição ou promessa de aquisição ocorra após 6 meses a contar da constituição do gravame.

Vide comentários item 3.8.

6. Proposta definitiva de instrução

A proposta definitiva de instrução alteradora da Instrução CVM nº 472, de 2008, e da Instrução CVM nº 400, de 2003, que incorpora as sugestões formuladas pelos participantes da Audiência Pública CVM nº 07/14 e acatadas pela CVM, conforme acima mencionado, segue anexa ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 25 de novembro de 2015.

Original assinado por
ANTONIO CARLOS BERWANGER
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado