



RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 02/2012 – Processo RJ-2011-3794

Objeto: Contratação de Formador de Mercado - Alterações na Instrução que regula os Fundos de Investimento Imobiliário – FII.

1. Introdução

O presente relatório é resultado da Audiência Pública nº 02/12, que recebeu comentários do público entre os dias 11 de abril e 11 de maio de 2012. A referida audiência teve como objeto a minuta de instrução (“Minuta”) que altera a Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII.

A Minuta teve por objetivo permitir a contratação, custeada pelos cotistas do fundo, do serviço de formador de mercado para as cotas, o que não era previsto como um dos serviços elencados no art. 31 da Instrução CVM nº 472, de 2008.

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários gerais; (iv) comentários à Minuta; 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 02/2012. Seu conteúdo reflete a opinião e as interpretações de tal Superintendência e não necessariamente as da CVM. Este relatório não é aprovado pelo Colegiado ou por outras Superintendências da CVM.



2. Participantes

- i. ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais e Câmara Consultiva do Mercado Imobiliário da BM&FBovespa (“ANBIMA-CCMI”);
- ii. Antonio Carlos de Souza; e
- iii. Luiz Gustavo Aurnheimer Vieira.

Houve ainda um participante que solicitou que seus comentários fossem tratados reservadamente. Neste relatório, ele é referido pelo termo “[Sob Sigilo]”.

3. Comentários gerais

Antonio Souza e [Sob Sigilo] se manifestaram contrariamente à proposta de alteração da Instrução CVM nº 472, de 2008.

Os participantes alegaram que as características dos FII não são comparáveis às do mercado de ações, que muitas vezes exige liquidez.

O Antonio Souza afirma que os FII são investimentos de longo prazo e os recursos que serão gastos com formadores de mercado trarão prejuízos para os cotistas devido ao aumento de despesas.

Já [Sob Sigilo] complementa que parcela significativa dos investidores no mercado acionário tende a operar no curto prazo, aproveitando as oscilações dos preços das ações, o que acarreta aumento da liquidez desses papéis. Por outro lado, os investidores em FII buscam



o conforto de regulares e altos **dividend yields**, que ainda contam – em sua grande maioria – com o atrativo da isenção fiscal.

[Sob Sigilo] destacou os seguintes pontos sobre a liquidez das cotas de FII:

- a) o segmento de FII apresentou extraordinário crescimento nos últimos anos, apesar da reduzida participação de formadores de mercado;
- b) importante fomentador deste crescimento foi a introdução de instituições bancárias com suas grandes redes de varejo, que passaram a alocar esforços de distribuição de cotas de FII junto aos seus clientes pessoas físicas, antes praticamente restrito aqueles que já atuavam no mercado de renda variável por intermédio de corretoras independentes;
- c) a tendência recente de surgimento de um maior número de fundos de tamanho mais significativo e de base pulverizada de cotistas contribuiu para geração de mais liquidez no mercado secundário;
- d) a partir do segundo trimestre de 2010, foi marcante a alta taxa de crescimento da liquidez consolidada no mercado secundário de cotas na BM&FBovespa; e
- e) apesar do crescimento do número de fundos negociados nos últimos 2 anos, houve um aumento do **float** mensal médio por fundo no mesmo período.

Finalmente, ao verificar a atuação de formadores de mercado em dois fundos – FII Brazilian Capital Real Estate Fund e FII Presidente Vargas –, entende o participante que essa atuação não se revelou indispensável para conter a volatilidade das cotações, evidenciando assim sua baixa contribuição à liquidez do fundo.



A proposta da CVM tinha por objetivo inserir o formador de mercado no rol de serviços facultativos que o administrador pode contratar, em nome do fundo.

Assim, a faculdade de contratar um formador de mercado não significa que todos os fundos contratarão tal serviço. Ainda que o façam, nada impede que a contratação do formador de mercado seja revista e que os cotistas do fundo resolvam rescindir o contrato com o formador de mercado ou substituí-lo, caso a relação custo-benefício não esteja satisfatória.

O regulamento dos fundos criados a partir da edição da Instrução que pretendam contratar o formador de mercado deve prever a possibilidade de tal contratação (art. 15, inciso XXV) e a remuneração relativa a tal serviço (art. 15, XIV).

Para os fundos já em funcionamento, a alteração do regulamento do fundo, para prever a contratação do formador de mercado, deve ser aprovada em assembleia geral de cotistas, que terá a oportunidade de avaliar a conveniência da contratação do serviço.

A CVM entende que o fato de poucos FII terem contratado formadores de mercado dificulta a conclusão quanto à sua efetividade, não sendo possível fazer generalizações sobre a atuação desses prestadores de serviços.

Por fim, exatamente por ser um investimento considerado de longo prazo pela maioria dos investidores, parece importante a presença de provedores de liquidez para fornecer uma saída para aqueles investidores que assim desejarem. Os investidores, em geral, são atraídos para mercados com liquidez mais acentuada.

Portanto, a sugestão não foi acatada.



4. Comentários à Minuta

4.1 Possibilidade de alteração de regulamento sem a necessidade de aprovação pela assembleia geral de cotistas

A ANBIMA-CCMI alegou que é operacionalmente inviável atingir o quórum qualificado necessário para a alteração de regulamento em FII pulverizados e sugere que seja inserida uma regra de transição que permita que a alteração de regulamento para prever a contratação do formador de mercado possa ser realizada sem a necessidade de aprovação pela assembleia geral.

O participante citou o art. 16 da Instrução CVM nº 472, de 2008, que “prevê que às alterações de regulamento aplica-se, no que couber, a Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, a qual, no seu art. 45, dispõe sobre a possibilidade de adequação do regulamento do fundo, independentemente de assembleia geral, em caso da necessidade de adequação a normas regulamentares”.

Para que houvesse, contudo, alguma anuência por parte da assembleia geral, o participante sugeriu que se acrescentasse uma competência privativa da assembleia geral de cotistas, no art. 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para deliberar sobre a contratação e remuneração do serviço de formador de mercado.

Nesse sentido, sugeriu a seguinte regra de transição:

“Art. XXº. No caso de fundos já constituídos, o Administrador poderá adequar o regulamento dos FII nos termos do art. 16 da Instrução CVM nº 472 para previsão da contratação de formador de mercado, sob encargo do fundo, mediante aprovação em assembleia geral de cotistas pela maioria dos votos presentes.”



Dessa forma, de acordo com a sugestão, não seria necessária a aprovação da assembleia geral mediante o quorum qualificado previsto no art. 20, parágrafo único (quórum necessário para alterações de regulamento), mas a simples anuência da maioria dos presentes na assembleia geral, que é o quorum simples previsto para as deliberações de competência privativa da assembleia geral de cotistas (art. 20, **caput**).

Além disso, o participante alegou que o aumento das despesas e encargos do fundo pode ser aprovado pela maioria dos presentes em assembleia geral, conforme estabelece o inciso X do art. 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008.

A CVM discorda da interpretação do participante quanto ao art. 16 da Instrução CVM nº 472, de 2008, combinado com o art. 45 da Instrução CVM nº 409, de 2004. A alteração de regulamento para prever a possibilidade de contratação de formador de mercado não decorre exclusivamente da necessidade de atendimento a exigências expressas da CVM, nem de adequação a normas legais ou regulamentares. A inclusão da previsão para contratar a figura do formador de mercado é uma faculdade e não uma obrigação.

Em relação à necessidade de aprovação em assembleia geral do aumento das despesas e encargos, conforme art. 18, inciso X, a CVM entende que se tratam de institutos bem diferentes, não sendo adequada a comparação da aprovação do aumento do custo de um serviço com a alteração estatutária necessária para prever a possibilidade de contratação de determinado serviço.

Contudo, a CVM reconhece a dificuldade de obtenção do quórum qualificado previsto no parágrafo único do art. 20, quando se trata de fundos com grande número de cotistas.

Assim, a preocupação do participante foi atendida pela inserção de uma regra de transição (art. 4º da Instrução alteradora) autorizando os fundos já constituídos na data de edição da Instrução a alterar esse ponto do regulamento por maioria dos votos dos cotistas presentes em assembleia, conforme previsto no **caput** do art. 20.



4.2 Obrigatoriedade de a assembleia geral de cotistas aprovar a contratação e a interrupção do contrato com o formador de mercado (art. 18)

Luiz Vieira e ANBIMA-CCMI sugeriram a inclusão de um novo inciso ao art. 18 para prever que a contratação do formador de mercado passe a ser competência privativa da assembleia geral.

Para Luiz Vieira, como o custo da possível contratação será inteiramente do FII, os cotistas devem ter o poder de deliberação quanto à efetiva contratação do formador de mercado, podendo decidir em assembleia geral sobre a conveniência de contratar ou de romper com o formador de mercado previamente contratado.

A ANBIMA-CCMI sugeriu a inclusão do dispositivo como um contrapeso à extinção do quórum qualificado para a alteração do regulamento, a fim de permitir que a assembleia geral de cotistas possa deliberar a contratação do formador de mercado sem a necessidade de observar o quórum previsto no parágrafo único do art. 20.

Ao investir em um fundo de investimento, os cotistas sempre transferem poderes de decisão para seu administrador, inclusive a contratação de terceiros prestadores de serviços.

No caso em questão, da mesma forma que o administrador decide a contratação de diversos prestadores de serviços, como consultoria, distribuição de cotas e auditoria, poderá também, em caso de permissão expressa no regulamento do fundo, contratar um formador de mercado para as cotas do fundo e rescindir o contrato quando assim julgar estar agindo em benefício dos cotistas do fundo.

A CVM entende que esta flexibilidade é interessante para a administração do FII.

Por outro lado, o poder conferido aos administradores não pode ser exercido de forma



absoluta ou sem a devida prestação de contas e os cotistas do fundo sempre podem se reunir para questionar e rever as decisões tomadas pelo seu administrador.

Os cotistas do fundo também podem incluir regras específicas no regulamento do fundo, desde que não contrariem a legislação vigente, para exigir, por exemplo, a aprovação da assembleia para a contratação e a rescisão de contratos com prestadores de serviços.

Por fim, há de se considerar que a remuneração dos serviços previstos no art. 31, dentre eles o formador de mercado, deve constar do regulamento (art. 15, XVI, da Instrução CVM nº 472, de 2008). Portanto, tendo em vista a ampla divulgação em regulamento e prospecto, não parece necessário que a assembleia geral tenha a competência privativa para aprovar a contratação desse serviço.

Desse modo, a CVM não acatou a sugestão dos participantes.

4.3 Vedação ao gestor, ao administrador e a partes a eles relacionadas de atuarem como formadores de mercado (art. 31-A)

ANBIMA-CCMI sugeriu que seja retirada a vedação para o gestor, o administrador ou as partes a eles relacionadas atuarem como formadores de mercado para as cotas do FII.

Alegou que a Instrução CVM nº 384, de 17 de março de 2003, que trata da atividade de formador de mercado para valores mobiliários, e as normas que exigem a segregação de atividades de administração de recursos de terceiros em instituições financeiras e em administradores de carteira de valores mobiliários, apresentam mecanismos suficientes para que ocorra mitigação dos riscos de ocorrência de conflitos de interesse e eventual uso de informações privilegiadas.

O participante entende que a contratação do administrador deve ser considerada potencial conflito de interesses e que deve ser permitida aos cotistas a aprovação desta



contratação por meio de assembleia geral, por investidores que representem, no mínimo, metade das cotas emitidas.

Também sugeriu que a atuação do administrador como formador de mercado possa ser autorizada mediante a aprovação dos subscritores das cotas do fundo, por meio da assinatura do boletim de subscrição das cotas e que essa permissão conste expressamente dos documentos da oferta pública.

No caso de partes relacionadas, o participante ressaltou que as atividades serão prestadas por pessoas jurídicas distintas, com organização e estruturas próprias, responsáveis juridicamente pelas obrigações assumidas.

ANBIMA-CCMI ainda sugeriu a inclusão de novo parágrafo ao art. 31-A, informando que o art. 34 da Instrução CVM nº 472, de 2008, que trata dos atos que caracterizem conflitos de interesse, não se aplica à contratação do gestor ou de partes relacionadas ao gestor e ao administrador do fundo.

Dessa forma, seria possível a contratação do gestor e das partes relacionadas sem a prévia aprovação dos cotistas em assembleia geral, sendo necessária apenas a aprovação dos cotistas para a contratação do administrador, conforme demonstra a redação a seguir:

“Art. 31.”

Parágrafo único. Os serviços a que se referem ~~os incisos I, II e III~~ este artigo podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros, desde que, em qualquer dos casos, devidamente habilitados.”



Art. 31-A O serviço de formador de mercado pode ser prestado por pessoas jurídicas devidamente cadastradas junto às entidades administradoras dos mercados organizados, observada a regulamentação em vigor.

~~§ 1º É vedado ao gestor, ao administrador e a partes a eles relacionadas o exercício da função de formador de mercado para as cotas do fundo.~~

~~§ 2º-§ 1º A contratação de formador de mercado ou o término da prestação do serviço deve ser divulgada como fato relevante nos termos do art. 41.”~~

§ 2º A contratação do administrador do fundo para atuar como formador de mercado é considerada potencial conflito de interesses e deverá ser aprovada em assembleia geral dos cotistas, cujos votos representem a metade, no mínimo, das cotas emitidas, conforme art. 20 parágrafo único desta Instrução.

§ 3º Para fins do parágrafo anterior, na constituição do FII, a contratação, bem como a possibilidade de posterior contratação, do administrador para atuar como formador de mercado poderá ser autorizada mediante a aprovação dos subscritores das cotas do fundo, via assinatura do boletim de subscrição das cotas e devidamente mencionado nos documentos da oferta pública.

§ 4º O art. 34 desta instrução não se aplica à contratação do formador de mercado pelo gestor ou por partes relacionadas ao gestor e ao administrador do fundo.

A CVM decidiu abordar a questão da vedação à atuação como formador de mercado em duas etapas. Na primeira etapa, será comentada a possibilidade de atuação pelo administrador e pelo gestor do fundo.

Diferentemente de outros tipos de fundos de investimento, em que o administrador é a



figura central, mas há atuações bastante significativas de outros **gatekeepers**, como o gestor e o custodiante, nos fundos imobiliários, o administrador conduz as principais funções do fundo, visto que a maioria dos FII não possui sequer a figura do gestor, sendo a atividade de gestão realizada pelo próprio administrador.

Também é comum que FII não tenham custodiante, tendo em vista a natureza dos ativos aptos a fazer parte da carteira desse produto.

Ademais, os tipos de serviços descritos nos incisos II e III do art. 31 (consultoria sobre empreendimentos imobiliários e administração de locação de imóveis) são bastante operacionais e distintos das atividades de administração e gestão do fundo propriamente ditas, não havendo, a priori, claros conflitos de interesses, o que justifica a possibilidade de o administrador executá-las.

No caso da atividade de formador de mercado, no entanto, há atuação direta na negociação das cotas do fundo gerido, caracterizando um conflito de interesses que parece insanável.

Dessa forma, a CVM mantém o entendimento de que a possibilidade de contratação de formador de mercado para cotas de FII deve ser tratada de modo mais restritivo, vedando o exercício da função pelo gestor e pelo administrador.

Na segunda etapa da análise, pretende-se abordar a vedação às partes relacionadas. Os argumentos trazidos pelos participantes parecem pertinentes, em especial, aqueles que tratam da segregação física, imposta pela regulamentação, entre o administrador ou gestor do fundo e as partes a eles relacionadas, quando do exercício da atividade de formador de mercado.

Nesse sentido, a CVM concorda que a atuação como formador de mercado pode ser executada de maneira adequada por pessoa jurídica distinta, tendo em vista as regras de segregação adotadas pelas instituições financeiras e administradores de carteiras de valores mobiliários.

Adicionalmente, em decorrência do art. 34, § 1º, inciso I, a contratação de partes relacionadas ao administrador para executar os serviços do art. 31 é listada como um exemplo de conflito de interesses que enseja a aprovação prévia pela assembleia geral de cotistas, específica e informada para este fim. Logo, é conflito sanável por decisão da assembleia.



Em função desse arcabouço regulatório, a CVM acredita que a vedação às partes relacionadas deve ser retirada, cabendo aos cotistas do fundo, analisando o caso concreto, aprovar ou não a contratação de partes relacionadas ao administrador.

Contudo, como a previsão do § 1º, I, do art. 34 se refere apenas as partes relacionadas ao administrador, a CVM entendeu que seria prudente estender a necessidade de aprovação pela assembleia geral também para a contratação de partes relacionadas ao gestor para a execução do serviço de formador de mercado, mantendo a uniformidade de tratamento com relação ao administrador do fundo. Para isso, foi inserido um novo parágrafo ao art. 31-A.

Por fim, à luz dos esclarecimentos acima, fica também prejudicado o pedido de inclusão de novo parágrafo no art. 31-A, determinando que o art. 34 não seja aplicado à contratação do gestor ou partes relacionadas ao gestor e ao administrador como formador de mercado, pois a aprovação pela assembleia parece essencial.

5. Proposta definitiva de instrução

A proposta definitiva de instrução, que incorpora as sugestões acatadas acima mencionadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 23 de outubro de 2012.

Original assinado por

FLAVIA MOUTA FERNANDES

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado