



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 149/2020-CVM/SRE/GER-2

Rio de Janeiro, 31 de dezembro de 2020.

Para: SGE/EXE
De: SRE

Assunto: Consulta enquadramento como Companhia Aberta ou Assemelhada à luz da Instrução CVM nº 332/00. Processo SEI Nº 19957.007302/2020-90

Senhor Superintendente

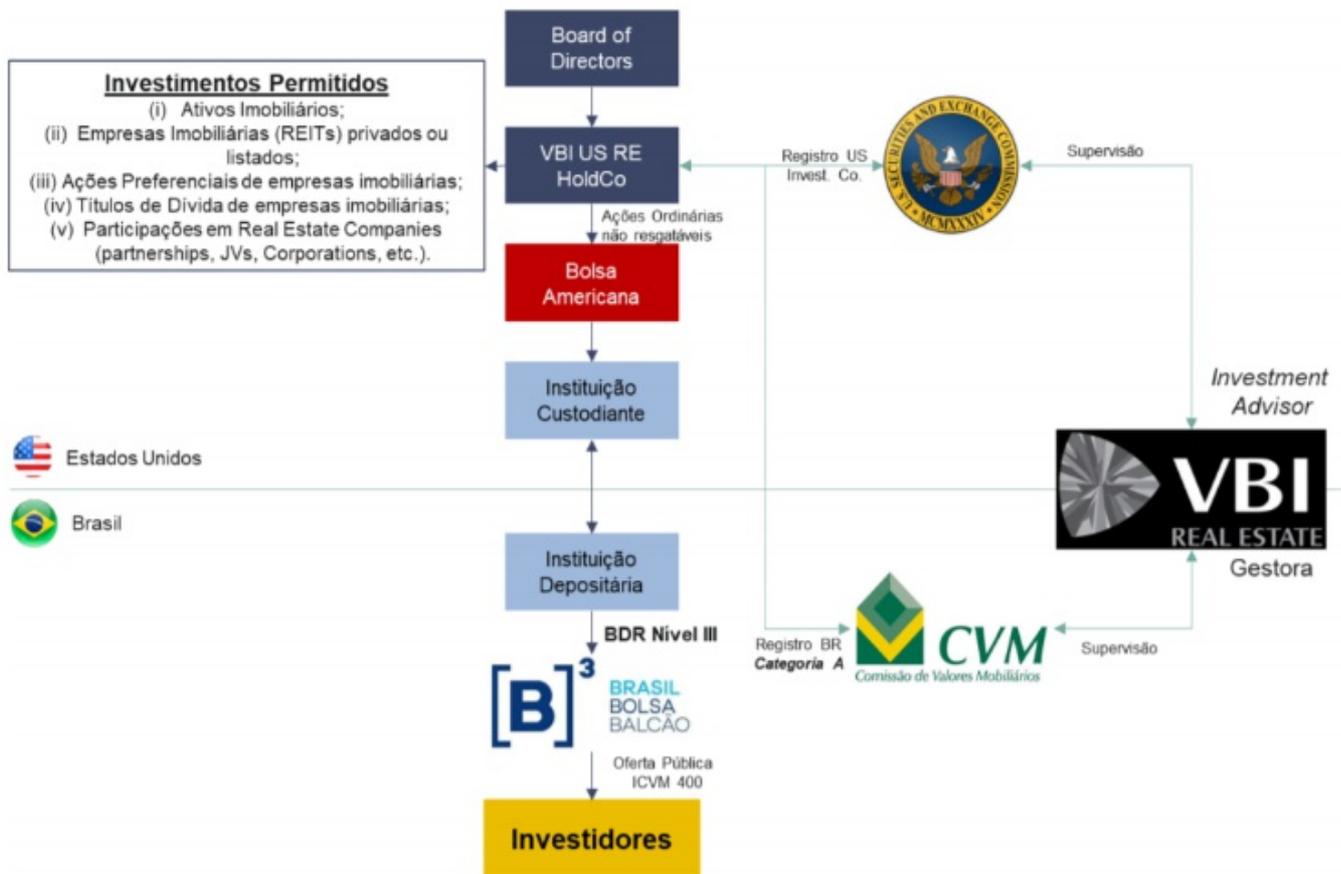
1. Trata-se de análise de consulta apresentada em 15/10/2020 (1120175) realizada pela **XP INVESTIMENTOS CORRETORA DE CÂMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.** ("XP Investimentos") e pela **VBI REAL ESTATE GESTÃO DE CARTEIRAS LTDA**. ("VBI" que, em conjunto com XP Investimentos, são aqui denominadas "Consulentes") para esclarecer o conceito de "companhia aberta ou assemelhada", previsto na Instrução CVM nº 332/00 ("Instrução CVM 332"), para fins de programa de certificado de depósito de valores mobiliários - Brazilian Depositary Receipts Nível III que a VBI e a XP Investimentos pretendem estruturar ("Consulta").

2. Notadamente, cumpre destacar que a Consulta em análise foi apresentada tendo em vista o objeto de atuação da emissora dos BDRs, a VBI US RE Holdco, bem como em face de decisão prévia do Colegiado da CVM sobre a temática - decisão de 15 de agosto de 2006 no âmbito do Processo CVM RJ-2006-1378 ("Processo de 2006", cujos autos digitalizados foram instruídos ao presente processo).

II. DA CONSULTA:

3. A Consulta foi estruturada em cinco tópicos: (i) resumo acerca da estrutura do programa de BDR a ser estruturado pelos ofertantes; (ii) aspectos relevantes da Instrução CVM 332, bem como do Processo de 2006; (iii) entendimento da XP Investimentos e da VBI sobre o caso; (iv) as supostas contradições no Processo analisado pela CVM em 2006; e, finalmente, (v) os questionamentos dos ofertantes que são objeto da Consulta. Abaixo serão relatados, de forma mais específica, tais tópicos.

4. Inicialmente, os Consulentes apresentam representação esquemática da operação, abaixo transcrita:



5. Afirmam os Consultantes, acerca da estrutura do programa de BDR a ser estruturado, que a VBI irá construir uma "investment company" nos Estados Unidos, denominada "VBI US RE Holdco" ou "Emissora", a qual irá patrocinar programa de BDR nível III, nos termos do artigo 3º, inciso III, da Instrução CVM 332, com conseqüente (i) registro da oferta pública dos BDR no Brasil, nos termos da Instrução CVM nº 400/00 ("Instrução CVM 400"), e (ii) registro da VBI US RE Holdco como emissora de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários no Brasil, nos termos da Instrução CVM nº 480/09 ("Instrução CVM 480").

6. Destacou-se que a VBI US RE Holdco será constituída com objetivo de investir em: (i) ativos imobiliários, (ii) em empresas imobiliárias (REITs) privadas ou listadas, (iii) ações preferenciais de empresas imobiliárias, (iv) títulos de dívida de empresas imobiliárias e (v) em participações em *real estate companies*.

7. Segundo os Consultantes, a figura da *investment company* nos EUA é regulada e, no que se refere à governança, é extremamente semelhante às companhias abertas brasileiras. Destacou-se que a Emissora terá seu capital social dividido em ações ordinárias não resgatáveis e que será garantido a seus titulares direito a voto e a rendimentos oriundos da sua atividade. Prosseguindo, afirmou-se que "a Emissora será registrada no estado de Delaware e sua constituição e oferta pública de suas ações serão também registradas junto à Securities Exchange Commission - SEC ("SEC"), contando, adicionalmente, com a revisão prévia da Financial Industry Regulatory Authority - FINRA ("FINRA").".

8. Além disso, foi destacado que as ações da Emissora serão negociadas em mercado de bolsa de valores e custodiados em países cujos órgãos reguladores tenham celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações ou sejam signatários do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores - OICV. Por força da negociação de suas ações em tal mercado, a VBI US RE Holdco terá, como obrigações regulamentares, a existência de um comitê de auditoria e a divulgação de

informações eventuais em relação à distribuição de dividendos, assembleias etc.

9. Ademais, foi ressaltado que, do ponto de vista da governança corporativa da Emissora, esta contará com três níveis de governança, são eles: (i) assembleia geral, a qual irá guiar a companhia, sua administração e sua política de investimento; (ii) conselho de administração, o qual seria o responsável pela supervisão e avaliação das atividades da diretoria e (iii) diretoria, a qual irá efetuar a administração da emissora.

10. Em relação à Instrução CVM 332 e ao Processo de 2006, foi evidenciado que a Instrução destaca, em inúmeros artigos, o conceito de "companhias abertas ou assemelhadas", mas não define o que seriam tais companhias assemelhadas e que decisão proferida no âmbito do Processo de 2006 teria explorado a questão.

11. Nesse sentido, apontam que o Processo de 2006 tratava de consulta formulada pelo Superfund Financial Representações (Brasil) Ltda., escritório de representação no Brasil do Grupo Superfund, que tinha a intenção de utilizar a estrutura do programa de BDR para ofertar cotas de fundos de investimento constituídos no exterior a investidores nacionais. Destaca-se que o Grupo Superfund tinha como principal atuação o investimento em mercados futuros (financeiros e commodities) por meio de um fundo de investimento organizado sob a forma de sociedade de investimento sob as leis do Grão Ducado de Luxemburgo, o Quadriga Superfund Société d'Investissement   Capital Variable ("Quadriga"), estruturado como uma "umbrella company", permitindo ao investidor a escolha de uma ou mais op es de investimento (subfundos) por meio de um mesmo veículo.

12. Além disso, foi evidenciado que as cotas dos subfundos do Quadriga seriam registradas para negocia o na Bolsa de Valores de Luxemburgo e distribuídas ao público através de ofertas públicas ou privadas, de acordo com a Lei de 20/12/02 do Grão Ducado de Luxemburgo, relativa a investimentos coletivos.

13. Foi destacado que naquela oportunidade a Procuradoria Federal Especializada ("PFE") manifestou-se indicando que a empresa patrocinadora do programa de BDRs não poderia ser uma "investment company", tendo o Procurador Chefe   época salientado que *"a amplia o do conceito de companhia aberta ou entidade assemelhada de forma a abranger também entidades como as 'investment companies' norte-americanas representaria um incremento de internacionaliza o no mercado de capitais brasileiro, com repercussões, inclusive, de natureza macroecon mica"*.

14. Além de tal posicionamento, também foi destacada a percep o da Superintendência de Registros (SRE) no sentido de que poderia haver uma potencial arbitragem regulatória na emissão de BDRs representativos de cotas de fundos de investimentos, uma vez que o gestor do fundo não necessariamente observaria os critérios de reconhecimento e certifica o exigidos no Brasil. Finalmente, sobre a condu o do caso pretérito, os Consulentes destacaram a decisão do Colegiado acerca da temática, a qual acompanhou o voto do então Diretor Relator, Marcelo Trindade, sumarizando os seguintes principais pontos:

*1. que **os fundos de investimento organizados como companhias de investimento, poderiam, em tese, ser equiparados   companhias abertas, para fins de emissão de BDR tendo por base suas a es ou cotas.** Quanto a essa possibilidade genérica não parece haver grande controvérsia nas áreas técnicas da CVM." (grifamos);*

2. que se fazia necessária uma análise cuidadosa da estrutura visando evitar arbitragem regulatória entre fundos emitidos fora do Brasil e aqueles registrados junto   CVM, em especial com rela o às exigências locais aos administradores e gestores de recursos de terceiros;

3. adicionalmente, entendeu o relator que era preciso cuidado especial na análise dos direitos do investidor, especialmente (no caso do Quadriga) com rela o ao resgate de cotas e ao trânsito de recursos do Brasil ao exterior e vice-versa; e

4. Por fim, asseverou o Sr. Marcelo Trindade que, a men o às "entidades

*assemelhadas" na regulamentação da CVM e do Conselho Monetário Nacional **"poderá significar os correspondentes econômicos da companhia aberta brasileira em outros países, de maneira a abarcar os tipos de organização que fizessem apelo à poupança popular, independentemente de sua natureza jurídica."***

15. Feitas essas considerações, os Consulentes expuseram suas considerações acerca da matéria, tendo inicialmente destacado que a motivação para apresentação da Consulta decorreria, essencialmente, das recentes modificações regulatórias que flexibilizaram o investimento em BDR, bem como as alterações normativas promovidas desde o Processo de 2006, inclusive com a edição da Instrução CVM nº 555/14.

16. Na opinião dos Consulentes, a estrutura apresentada enquadrar-se-ia na Instrução CVM 332, uma vez que a VBI US RE Holdco é um veículo que, observadas as preocupações já externadas pela CVM, seria equivalente às companhias abertas brasileiras do "*ponto de vista regulatório, de governança e registral*". Destacam que "*para todos os fins práticos a VBI US RE Holdco seria equivalente a uma companhia aberta brasileira, com o objeto social de holding company, voltada para o investimento em ativos do mercado imobiliário norte americano e com governança semelhante àquela observada nas companhias abertas pátrias*".

17. Adicionalmente, os Consulentes destacaram seu entendimento no sentido de que a decisão proferida no Processo de 2006 não seria aplicável à estrutura, pois:

(i) a decisão do Colegiado da CVM, está desatualizada em relação ao atual ambiente institucional, macro e microeconômico brasileiro;

(ii) apresentou certas contradições entre os seus fundamentos e a decisão final;

(iii) apresentou também uma visão limitada em relação ao segmento investment company, pois não contempla operações como a presente Estrutura.

18. No que se refere ao item (i) acima, foi destacado o aumento na variedade de produtos disponíveis no mercado de capitais e uma maior acessibilidade ao investidor, tendo em vista a existência de plataformas de investimentos como a XP Investimentos, apontando, ainda, em relação aos produtos que permitem o investimento em ativos localizados no exterior, comparação aos ETFs de índices estrangeiros, como o S&P, por exemplo (SPXI11), que nada mais é do que o investimento indireto em uma cesta de ativos das ações que compõem o índice, bem como as emissões de BDR da Berkshire (BERK34) e da BlackRock (BLAK34).

19. Com relação ao item (ii) foi destacado o voto proferido no Processo de 2006 teria sido contraditório, por inicialmente o Diretor Relator destacou que "*os fundos de investimento organizados como companhias de investimento, poderiam, em tese, ser equiparados às companhias abertas*" e ainda que a "*referência a "assemelhadas", nesse contexto, poderá significar os correspondentes econômicos da companhia aberta brasileira em outros países, de maneira a abarcar os tipos de organização que fizessem apelo à poupança popular, independentemente de sua natureza jurídica*", mas ao final concluiu que "*meu voto é no sentido de responder à consulta no sentido de manifestar o entendimento de que os fundos de investimento organizados como "investment companies" não podem, por enquanto, estabelecer programas de BDR (...)*".

20. Já quanto ao item (iii), a visão limitada inerente à análise do Processo de 2006 residiria no fato de que naquela decisão não se qualificou quais tipos de *investment company* estariam proibidas e quais estruturas seriam autorizadas, simplificando a questão e não reconhecendo que de fato essas entidades podem ser constituídas com características de verdadeiras companhias abertas. Nesse sentido, afirmou:

"Por exemplo, Quadriga objeto do Processo CVM era um fundo aberto, com possibilidade de resgate em 30 (trinta dias), desenhado como um umbrella company, abrigando diversos subfundos, permitindo ao investidor investir em uma ou mais opções de investimento por meio do mesmo veículo. No caso da Estrutura objeto da presente CONSULTA a VBI US RE Holdco somente será tratada como uma investment company em virtude da natureza do seu objeto social, sendo, na prática, uma sociedade emissora de ações ordinárias sem a possibilidade de resgate."

21. Ainda sobre o argumento contido no item (iii), entendemos relevante destacar os seguintes trechos da Consulta:

Além disso, o Processo CVM [definição usada pelos Consulentes para o Processo de 2006] cita o risco de uma aparente arbitragem regulatória, conforme trecho exposto a seguir: "avaliar-se cuidadosamente os reflexos de uma tal permissão (...) visando a evitar que se crie algum tipo de arbitragem regulatória ou desvantagem competitiva ou ônus desproporcional para os administradores de recursos sediados no Brasil".

Nesse ponto, novamente o Processo CVM não considerou todo o potencial de estruturas das investment companies. Ora, a arbitragem regulatória existe quando, para um mesmo fim, o participante do mercado busca um mercado com menos regulação ou regulação mais vantajosa. No caso da Estrutura a VBI US RE Holdco: (a) contratará a VBI, gestora regulada pela CVM e que, inclusive, será regulada pela SEC; (b) realizará uma oferta pública registrada na SEC e uma oferta pública registrada na CVM; e (c) estará sujeita a regulação/fiscalização da SEC e da própria CVM. Ou seja, a Estrutura abarcará um ambiente ainda mais regulado que outras estruturas de investimento no exterior previstas na legislação brasileira, inclusive se comparada com estruturas previstas na Instrução CVM 555. Ressalta-se, inclusive, que a própria SRE recomendou ao Colegiado da CVM de que a admissão de BDR que representem cotas de fundo de investimento estrangeiro seja condicionada "a uma espécie de prévio reconhecimento da certificação do administrador do fundo, de modo a que haja um tratamento uniforme com os fundos em funcionamento no país". Ou seja, a certificação do gestor da VBI US RE Holdco, que será o caso da VBI, gestora regulada pela CVM e que será regulada pela SEC nos termos do "The Advisers Act of 1940", está, inclusive, aderente à recomendação inicial da SRE.

22. Por fim, os Consulentes perguntam à CVM: (i) a VBI US RE Holdco, considerando a estrutura apresentada, poderia ser considerada como companhia aberta ou assemelhada para fins da Instrução CVM 332, não se aplicando, dessa forma, os efeitos da decisão do Colegiado da CVM no Processo de 2006; e (ii) caso a VBI US RE Holdco não possa ser considerada como companhia aberta ou assemelhada para fins da Instrução CVM 332, se haveria a possibilidade de dispensa da regra constante na Instrução CVM 332, considerando a estrutura apresentada.

III. DO CASO PRECEDENTE:

23. O Processo 2006 tratou de consulta apresentada pelo Superfund Financial Representações (Brasil) Ltda., representante do Grupo Superfund, administrador do Quadriga Superfund SICAV, sediado em Luxemburgo, que expôs sua intenção de utilizar a estrutura de programa de *Brazilian Depositary Receipts* (BDR) para ofertar cotas de fundos de investimento constituídos no exterior a investidores nacionais, tendo solicitado à CVM que manifestasse seu entendimento a respeito da possibilidade de formalizar essa estrutura.

24. Com efeito, cumpre destacar, preliminarmente, que o precedente citado possuía estrutura distinta da que foi apresentada na presente na Consulta. Naquele caso, em que pese o ofertante Quadriga Superfund SICAV também se tratar de sociedade por ações tendo por objeto social o investimento de "recursos visando a diversificação de riscos e assegurando a seus investidores os benefícios resultantes da administração de seus ativos", o lastro dos BDRs não seriam as ações daquele ofertante, mas sim quotas de subfundos por ele administrados,

"registradas para negociação na Bolsa de Valores de Luxemburgo e distribuídas ao público através de ofertas públicas ou privadas". Afirmava-se ainda que o Quadriga Superfund SICAV seria uma "umbrella company através da qual os investidores poderiam escolher entre uma ou mais opções de investimento, através de diversos subfundos dentro do mesmo veículo."

25. Vê-se, portanto, que há uma diferença importante na comparação entre o Processo de 2006 e a Consulta: embora em ambos os casos o ofertante seja *investment company* constituída como companhia aberta emissora de ações, o valor mobiliário lastro dos BDRs no âmbito do caso precedente não envolvia ativos de emissão da companhia, mas sim quotas de subfundos por ela administrados.

26. Não obstante essa distinção, a análise do Processo de 2006 levantou aspectos que permanecem relevantes para a análise da presente Consulta, notadamente a necessidade de se avaliar a eventual existência de arbitragem regulatória que possa ser alcançada com oferta pretendida, bem como o aspecto apontado pelo então Superintendente de Registro de Valores Mobiliários no sentido de ser importante sopesar a fundamentação pela qual a legislação norte-americana não permite programas de ADR para *investment companies*.

27. Apontamos, finalmente, que na ocasião, ficou registrado o entendimento do Colegiado acerca daquele caso, com base no voto do Diretor Relator, no sentido de que:

Têm razão, contudo, as áreas técnicas, quanto à necessidade de avaliar-se cuidadosamente os reflexos de uma tal permissão na atual estrutura de nosso mercado de capitais, visando a evitar que se crie algum tipo de arbitragem regulatória e de desvantagem competitiva ou ônus desproporcional para os administradores de recursos sediados no Brasil.

Assim, por exemplo, o registro como administrador de recursos no Brasil, que se exige do administrador de fundos aqui domiciliado (e também do administrador de companhias de investimento(5)) e que não se menciona na regulamentação do BDR $\frac{3}{4}$ possivelmente porque ali se buscou, sem dúvida, a equiparação com as companhias abertas, nas quais, no Brasil, não há registro para o administrador.

[...]

Por todo o exposto, meu voto é no sentido de responder à consulta no sentido de manifestar o entendimento de que os fundos de investimento organizados como "investment companies" não podem, por enquanto, estabelecer programas de BDR, sem prejuízo da regulação futura sobre o tema.

IV. NOSSAS CONSIDERAÇÕES:

28. A Consulta analisada versa, precipuamente, sobre o enquadramento da Emissora, no âmbito de oferta pública de BDRs, no conceito de "companhia aberta ou assemelhada" trazido no art. 2º Instrução CVM 332, a saber^[11]:

Art. 2º Somente serão aceitos valores mobiliários de emissão de companhias abertas, ou assemelhadas, que sejam admitidos à negociação e custodiados em países cujos órgãos reguladores tenham celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações, ou sejam signatários do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores - OICV.

29. No caso concreto, a VBI US RE Holdco, que emitirá os BDRs, é uma *investment company*, constituída sob a regulação de Delaware, EUA, ao amparo do *Investment Company Act of 1940*, com o capital social dividido em ações ordinárias. A estrutura montada prevê o registro tanto da Emissora como a oferta pública de suas ações junto à SEC, com as ações a serem admitidas à negociação em mercado não informado, mas sediado em país com o qual a CVM tem acordo de cooperação ou seja signatário de memorando multilateral de entendimentos da IOSCO.

30. A respeito da natureza jurídica da Emissora à luz da regulação americana, prevê o *Investment Company Act of 1940* diferentes tipos de categorias para tais tipos de sociedades, conforme abaixo transcrito:

Sec. 4 [...] investment companies are divided into three principal classes, defined as follows:

(1) "Face-amount certificate company" [...] engage in the business of issuing face-amount certificates [...]

(2) "Unit investment trust" [...] issues only redeemable securities [...]

(3) "Management company" means any investment company other than a face-amount certificate company or a unit investment trust.

Sec. 5 [...] management companies are divided into open-end and closed-end companies, defined as follows:

(1) "Open-end company" means a management company which is offering for sale or has outstanding any redeemable security of which it is the issuer.

(2) "Closed-end company" means any management company other than an open-end company [...]

31. Nesse ponto, cabe remeter à manifestação do Diretor Relator no Processo de 2006, a qual é válida também para o presente caso, diante das constatações acima apontadas:

Entendo que os fundos de investimento organizados como companhias de investimento, [...] poderiam, em tese, ser equiparados às companhias abertas [...], para fins de emissão de BDR tendo por base suas ações ou cotas. Quanto a essa possibilidade genérica não parece haver grande controvérsia nas áreas técnicas da CVM.

32. Portanto, ao analisar a presente Consulta, partimos da premissa que não caberiam questionamentos acerca da equiparação de uma entidade estrangeira emissora de ações à companhia aberta à luz da regulação brasileira^[2], para fins de emissão de BDRs lastreados em tais ações, atendendo portanto formalmente ao requisito do art. 2º da Instrução CVM 332.

33. Ainda, quanto aos demais requisitos do supracitado artigo, as características da estrutura da oferta pretendida, conforme declaradas na Consulta, de fato se prestam a atender àquelas disposições.

34. Entretanto e não obstante a diferença fundamental destacada no parágrafo 25 acima, entendemos que de forma similar à análise conduzida no Processo de 2006, neste caso a avaliação da essência da oferta pretendida também se mostra relevante. Nesse sentido, na presente análise destacaremos aspectos que deveriam, a nosso ver, ser considerados na manifestação da CVM sobre o tema, à luz da potencial repercussão em relação à indústria de fundos de investimento, tendo em vista a similaridade do objeto de atuação de companhias constituídas como *investment companies* com a forma de atuação dos fundos de investimento locais.

35. Nesse ponto, cabe ressaltar que não se pretende, com as considerações que serão aqui trazidas, conduzir uma análise comparativa aprofundada das diferenças existentes nos arcabouços regulatórios atinentes à indústria de fundos brasileira e às *investment companies* americanas, pois, além do tema escapar à competência desta SRE, tal escopo de análise excederia a esfera da atuação regular desta área técnica, demandando esforço desproporcional ao objetivo que ora se pretende alcançar, qual seja, lançar luz a respeito do tema para que a CVM possa se manifestar institucionalmente a respeito.

36. Ainda, ressaltamos que, ao contrário da condução do Processo de 2006, esta área técnica julgou não haver necessidade de instar a Procuradoria Federal Especializada a se manifestar, pois, no presente caso, o lastro dos BDRs são ações, ao passo que os ativos subjacentes naquela oportunidade eram cotas de fundos de investimento, o que demandou uma análise jurídica mais detalhada.

37. Em relação à eventual **existência de arbitragem regulatória** no estabelecimento de programas de BDR lastreados em ações da VBI US RE Holdco, cabe reprimir que (i) a Emissora terá como objetivo investir em ativos imobiliários, empresas imobiliárias (*REITs*) privadas ou listadas, ações preferenciais de empresas imobiliárias, títulos de dívida de empresas imobiliárias e em participações em *real estate companies (partnerships, JVs, Corporations, etc)* e que (ii) estará sob o arcabouço regulatório do *Investment Company Act* bem como do *Investment Advisers Act*, intitutos da jurisdição americana.

38. No Brasil, em decorrência de razões tributárias, prevalece no mercado local a constituição de veículos de investimento que atuam à semelhança das *investment companies*, não na forma societária, mas sim através de fundos de investimento. Nesse sentido, assim como feito no âmbito do Processo de 2006, cabe traçar comparação das exigências regulatórias existentes no Brasil para a atuação dos fundos de investimento *vis à vis* o ambiente regulatório das *investment companies* nos Estados Unidos, jurisdição competente para supervisionar a emissora do lastros dos BDRs que se pretende distribuir através de oferta pública. Particularmente, ao se analisar a estrutura apresentada na Consulta, frente ao que se poderia considerar comparável no mercado local, inicialmente podemos apontar o segmento dos fundos de investimento imobiliários ("FII") em razão da exposição ao risco do setor imobiliário, sendo ainda relevante apontar que em ambas as modalidades de investimento não há delimitação de qualificação em relação a público alvo.

39. Prosseguindo, aponta-se que ambas as jurisdições preveem não somente a regulação do veículo de investimento como também submetem a entidade responsável pela gestão/administração de tais veículos à regulação específica. O arcabouço regulatório brasileiro dos fundos de investimento prevê, como se sabe, a gestão profissional das carteiras de valores mobiliários, em observância à Instrução CVM Nº 558/15 e demais normativos aplicáveis, ao passo em que a regulação americana trata da matéria através do *Investment Advisers Act*. Cabe pontuar que, em particular, no caso dos fundos de investimento imobiliários ("FII"), a obrigação de que o administrador seja entidade previamente autorizada pela CVM à prestação do serviço de administração de carteiras de valores mobiliários, ou terceiro, também autorizado, contratado, existe quando o regulamento do FII prevê o investimento em parcela superior a 5% de seu patrimônio em valores mobiliários, conforme dispõe o art. 28, § 1º, da Instrução CVM nº 472/08 ("Instrução CVM 472").

40. Nesse sentido, afastaria-se uma preocupação levantada no âmbito do Processo de 2006, na medida em que, neste caso concreto, a atividade do emissor do lastro dos BDRs é conduzida por administrador regulado naquele mercado, de forma similar ao que ocorre na regulação local em relação ao valor mobiliário com o qual se traça a presente análise comparativa, os fundos de investimento. Vale ressaltar inclusive que a VBI Real Estate Gestão de Carteiras Ltda. é registrado como administrador de carteira, ao amparo da Instrução CVM Nº 558/15, na categoria "Gestor de Recursos" desde 18/06/2010 e ainda, conforme apresenta a consulta, será registrado junto à SEC nos termos do *Investment Advisers Act*.

41. Contudo, entendemos que elementos adicionais devam ser ponderados no âmbito da presente análise. Nesse sentido, deve ser considerada a existência de algumas diferenças em termos de infraestrutura do mercado de capitais, contida na tríade depósito centralizado/custódia/escrituração e, ainda, na própria regulação que rege as operações realizadas em mercados regulamentados, quando comparadas ao arcabouço regulatório americano, aspectos que trazem potencial repercussão à atividade de investimento em valores mobiliários. Citamos, por exemplo, as regras estabelecidas pela CVM no que diz respeito à especificação de comitentes e reespecificação de negócios, assuntos que recebem tratamento diverso sob a regulação da SEC.

42. Ainda, ao se analisar sob a ótica do objeto de atuação da Emissora propriamente dito, vê-se que a VBI US RE Holdco será focada no investimento em ativos do setor imobiliário, portanto em clara similaridade com a atuação dos FIIs,

regulados especificamente pela Instrução CVM 472. A referida instrução estabelece, nos arts. 2º c/c art. 45, que o FII é uma comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários por meio quer seja de direitos reais sobre bens imóveis ou ainda outros ativos financeiros que tenham principal fator de risco o setor imobiliário (tais como cotas de outros FIIs, letras hipotecárias, CRIs, e demais ativos elencados nos incisos do art. 45), não sendo possível, entretanto, o investimento no exterior para tais tipos de fundos, conforme veda expressamente o inciso V do art. 35 da Instrução CVM 472.

43. Cabe pontuar, entretanto, que, ao analisarmos detidamente os dois produtos ora em comparação, quais sejam cotas de FIIs e BDRs lastreados em ações de companhia estrangeira constituída nos moldes da VBI US RE Holdco, existem diferenças significativas em relação aos instrumentos objeto de investimento no setor imobiliário no mercado americano e que serão negociados pela Emissora, quando comparados aos ativos disponíveis sob o arcabouço brasileiro. Em que pese o escopo da presente manifestação, pelas razões anteriormente apontadas, não contemplar análise aprofundada de todos os ativos imobiliários que podem ser objeto de investimento por parte da Emissora comparativamente aos instrumentos que seriam equivalentes no Brasil, cabe exemplificar o caso dos REITs. Tais ativos seriam equivalentes ao FII, cujas cotas podem ser objeto de investimento pelos fundos de investimento imobiliários, entretanto aos REITs é permitido contrair dívidas para o uso de estruturas alavancadas, agregando assim fator de risco estranho aos FIIs locais e por consequência aos investidores que busquem, através do investimento nos BDRs lastreados em ações de emissão da VBI US RE Holdco, exposição ao setor imobiliário.

44. Alternativamente, para que os investidores locais tivessem acesso a exatamente os mesmos tipos de ativos que serão o foco de atuação da VBI US RE Holdco, a partir de um instrumento constituído no Brasil, trataria-se de um Fundo de Investimento no Exterior, regido pela Instrução CVM nº 555/14^[3], sendo que, nesse caso, para que o patrimônio do fundo pudesse ser integralmente investido em ativos de natureza imobiliária no exterior deveria, tal estrutura, ser destinada exclusivamente a investidores profissionais, nos termos do art. 101, inciso I, alínea b ou para investidores qualificados, desde que observadas determinadas restrições, conforme art. 101, inciso I, alínea c^[4].

45. A luz de tais ponderações, não conseguimos alcançar a mesma conclusão apresentada pelos Consulentes no sentido de afastar a caracterização de arbitragem regulatória na operação pretendida. Com efeito, entendemos que, para que um produto com a mesma natureza econômica fosse disponibilizado a investidores no Brasil, tal produto seria destinado a investidores qualificados ou profissionais, cabendo ainda as ponderações acima feitas, a respeito das diferenças na regulação das atividades relacionadas à infraestrutura do mercado de capitais bem como das atividades em mercados regulamentados e os reflexos de tais diferenças na atividade de investimento, quer seja sob a ótica de risco ou mesmo estrutura de custos, quando comparamos a atividade do fundo de investimento no Brasil à *investment company* no exterior.

46. Outro aspecto relevante que gostaríamos de abordar é a questão relativa à **impossibilidade**, no âmbito da legislação norte-americana, **de constituição de programas de ADR com base em valores mobiliários de emissão de *investment companies***, transcrevendo abaixo trecho de material elaborado pela SEC^[5] a respeito da regulação de *investment companies*:

An investment company that is organized or otherwise created under the laws of a foreign country may not register as an investment company, or publicly offer its securities through interstate commerce in the United States, unless the company applies to the Commission for an order permitting the company to register under the Investment Company Act, and to make a public offering in the United States. The Commission may issue an order granting the application if the Commission finds that, by

reason of special circumstances or arrangements, it is both legally and practically feasible effectively to enforce the provisions of the Investment Company Act against the company, and further finds that granting the application is otherwise consistent with the public interest and the protection of investors. See [Section 7\(d\) of the Investment Company Act](#). Foreign investment companies, however, generally find it difficult or undesirable to meet this standard because foreign regulatory schemes differ significantly from the Investment Company Act.

47. Ao estabelecer que *investment companies* estrangeiras apenas podem acessar o mercado americano mediante registro naquela jurisdição, na nossa visão a intenção daquele regulador é evitar que estruturas constituídas no exterior sob tal forma, mas que eventualmente não se sujeitem a parâmetros de regulação equivalentes, possam atuar com vantagem regulatória, desfavorecendo as *investment companies* constituídas nos EUA.

48. Isso denota, a nosso ver, uma preocupação daquele regulador de que produtos com a mesma essência, veículos de investimento, fossem regulados ao amparo de normas diferentes. Em outras palavras, busca-se coibir que uma entidade de investimentos estrangeira, ainda que formalmente constituída como companhia, tenha uma vantagem competitiva em relação à mesma categoria constituída nos Estados Unidos, o que seria o caso em sendo permitido à entidade estrangeira registrar-se como companhia estrangeira para fins de emissão de ADR, sem submeter-se, fosse este o caso, ao arcabouço estabelecido naquela jurisdição a companhias que apresentam tal natureza, consubstanciado no *Investment Company Act* e *Investment Advisers Act*.

IV. MANIFESTAÇÃO DA SIN:

49. Tendo em vista a competência da Superintendência de Relações com Investidores - SIN em relação à coordenação, supervisão e fiscalização dos registros para a constituição de fundo de investimentos, entendeu-se necessária a manifestação da referida área acerca da possível ocorrência de arbitragem regulatória na eventual condução da oferta conforme prevista na Consulta, tendo sido encaminhado, em 20/12/2020, o Memorando nº 145/2020-CVM/SRE/GER-2 (1163490) àquela área técnica.

50. Por meio de despacho datado de 30/12/2020 (1165529) o Superintendente de Relações com Investidores manifestou-se nos seguintes principais termos:

Estou em linhas gerais de acordo com as considerações da SRE, e entendo que eventual flexibilização como a proposta no pedido seria melhor avaliada no âmbito normativo, com ampla discussão em conjunto com o mercado que evite as citadas assimetrias e arbitragens, ou ao menos as administre de forma mais adequada.

Para além do já observado pela SRE, relembro também que a Resolução 3 teve uma discussão clara de escopo em relação às possibilidades de fundos como lastro de BDRs, momento no qual a CVM optou por limitar a possibilidade aos ETFs (ou seja, sem incluir REITs ou nada similar aos nossos FII). E, de fato, se fossemos admitir esse tipo de ativo, caberia discutir ao menos a conveniência de prever na IN 472 ao menos a permissão para investimento no exterior para evitar assimetrias entre esse veículo no exterior e as possibilidades garantidas aos veículos locais.

A proposta também me parece assimétrica com o hoje permitido pelo Anexo 101 da Instrução CVM 555, que [...] vem sendo usado [...] para a constituição de fundos espelhos, no Brasil, para oferta de fundos estrangeiros em geral. Como se vê naquele dispositivo, mesmo para investidores qualificados há uma série de requisitos relativos a temas sensíveis da regulação local (alavancagem, liquidez, transparência, etc.) [...]. Mais que isso: mesmo na proposta da atual audiência pública SDM 8/20, ao tratar dos fundos de varejo para esse Anexo 101, esses requisitos são ainda mais rigorosos [...] o que gera relevante assimetria de tratamento que, a bem do prestígio da regulação geral de fundos, deve ser evitada.

V. CONCLUSÃO:

51. Conforme exposto ao longo da presente análise, entendemos ser possível a caracterização da VBI US RE Holdco enquanto assemelhada à companhia aberta para fins do art. 2º da Instrução CVM 332.

52. Não obstante há de se considerar as relevantes similitudes entre a forma de atuação da Emissora quando comparada à indústria local de fundos de investimento, em face do que se identificam algumas assimetrias regulatórias entre os 2 produtos: fundos de investimento no Brasil e BDRs lastreados em ações de investment companies estrangeiras.

53. Deste modo, julgamos ser oportuna e necessária a avaliação sistêmica a respeito da possibilidade de se admitir no mercado brasileiro uma oferta pública de distribuição de valor mobiliário nos moldes descritos na Consulta, o que nos leva ao entendimento de que a manifestação a ser proferida em atenção à Consulta não deve se furtar da abalizada apreciação do Colegiado, a quem compete a avaliação do posicionamento regulatório da CVM, inclusive com vistas a eventual delimitação de condições que possam ser aplicáveis à oferta e/ou ao investimento em tais valores mobiliários, com vistas a mitigar as arbitragens regulatórias abordadas.

54. Nesse sentido, submetemos a presente análise à apreciação do Colegiado com relatoria desta própria Superintendência de Registro de Valores Mobiliários.

Atenciosamente,

ELAINE MOREIRA M. DE LA ROCQUE
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários
em exercício

Ciente.

À EXE, para as providências exigíveis.

ANDREA ARAÚJO ALVES DE SOUZA
Superintendente Geral
em exercício

[1] A presente análise não abrange a posterior e necessária verificação do enquadramento do emissor estrangeiro à luz das disposições do Anexo 32-I da Instrução CVM nº 480/09, nos termos do art. 1º inciso I, matéria de competência da Superintendência de Relações com Empresas.

[2] Cabe observar que os Consulentes abordam aspectos societários e de governança aplicáveis à VBI US RE Holdco, como por exemplo a existência de Comitê de Auditoria e o fato de que o Conselho de Administração, o qual aparentemente, conforme relato dos Consulentes, é estabelecido com deveres equiparáveis àqueles previstos pela Lei nº 6404/76, ter em sua composição pelo menos 40% de conselheiros que seriam caracterizados de forma semelhante ao Conselheiro Independente previsto no regulamento do Novo Mercado. Entretanto, a presente análise se atém exclusivamente à verificação da equivalência da forma de constituição da Emissora à companhia aberta brasileira, avaliação esta que

entendemos prescindir a ponderação de tais características. Não obstante, entendemos que a apreciação de tais aspectos serão objeto de avaliação no âmbito da análise a ser conduzida pela Superintendência de Relações com Empresas, em relação a um futuro pedido de registro de emissor estrangeiro para a Emissora, inclusive com vistas a exercer "juízo de compatibilidade entre o direito societário aplicável ao emissor e aquele existente no Brasil para verificação da existência de garantias essenciais" conforme dever que compete àquela área técnica, à luz, inclusive, da manifestação do Colegiado de 10/11/2020 no âmbito do Processo 19957.005729/2020-53.

[3] Reportagem veiculada em novembro (<https://investidor.estadao.com.br/investimentos/investir-em-reit-no-brasil>) trata da criação de 2 fundos de investimento, regidos pela Instrução CVM nº 555/14, que pretendem viabilizar ao investidor local o investimento em REITs no mercado americano.

[4] Art. 101 Os fundos registrados nos termos da presente Instrução devem observar os seguintes limites de concentração ao aplicar em ativos financeiros no exterior:

I - ilimitado, para:

- a) fundos classificados como "Renda Fixa - Dívida Externa";
- b) fundos exclusivamente destinados a investidores profissionais que incluam em sua denominação o sufixo "Investimento no Exterior"; e
- c) fundos exclusivamente destinados a investidores qualificados que observem o disposto no § 1º;

II - até 40% (quarenta por cento) de seu patrimônio líquido para os fundos exclusivamente destinados a investidores qualificados que não se enquadrem no disposto no § 1º; e

III - até 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido para os fundos destinados ao público em geral.

§ 1º Os fundos de investimento exclusivamente destinados a investidores qualificados podem aplicar a totalidade dos seus recursos no exterior, desde que:

I - sua política de investimento determine que, no mínimo, 67% (sessenta e sete por cento) de seu patrimônio líquido seja composto por ativos financeiros no exterior;

II - seja observada a classificação de que trata o art. 108;

III - ao aplicar seus recursos em fundos ou veículos de investimento no exterior, o gestor e o administrador, nas suas respectivas esferas de atuação, assegurem-se de que as condições constantes do Anexo 101 foram atendidas;

IV - disponha pormenorizadamente, em seu regulamento, sobre os diferentes ativos que pretende adquirir no exterior, indicando:

- a) a região geográfica em que foram emitidos;
- b) se a sua gestão é ativa ou passiva;
- c) se é permitida compra de cotas de fundos e veículos de investimento no exterior;
- d) o risco a que estão sujeitos;
- e) qualquer outra informação que julgue relevante; e

V - incluam o sufixo "Investimento no Exterior" em sua denominação.

[5] https://www.sec.gov/investment/fast-answers/divisionsinvestmentinvcoreg121504htm.html#P52_4641.



Documento assinado eletronicamente por **Elaine Moreira Martins de La Rocque, Superintendente de Registro Substituto**, em 31/12/2020, às 09:50, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Andrea Araujo Alves de Souza, Superintendente Geral Substituto**, em 31/12/2020, às 10:17, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **1168849** e o código CRC **E955AC2B**.



This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1168849** and the "Código CRC" **E955AC2B**.

Referência: Processo nº 19957.007302/2020-90

Documento SEI nº 1168849