



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

VOTO

PROCESSO CVM SEI 19957.006753/2017-12

Reg. Col. 0885/2017

Interessado: Ouro Preto Gestão de Recursos S.A.

Assunto: Recurso contra decisão da SRE: Cancelamento de Registro de Oferta Pública de Distribuição de Fundo de Investimento Imobiliário

Manifestação de Voto

I. Breve Resumo dos Fatos

1. Trata-se de recurso interposto por Ouro Preto Gestão de Recursos S.A. (“Gestora”) e pela BRB DTVM S.A. (“Administradora” e, em conjunto a Gestora, os “Recorrentes”) contra a decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE que cancelou o registro da oferta pública de distribuição de cotas da 2ª emissão do Ouro Preto Desenvolvimento Imobiliário - FII (“Fundo” e “Oferta”). Referido cancelamento foi objeto do Ofício nº 778/2017/CVM/SRE/GER-2.
2. Embora concorde com a SRE quanto ao indeferimento do recurso, discordo dos fundamentos utilizados pela área técnica em sua decisão. Por tal motivo, na reunião do último dia 09.01.2018 solicitei vista do processo, a fim de analisar em maiores detalhes o assunto e preparar este pequeno arrazoado sintetizando as razões pelas quais a Oferta não pode, a meu ver, prosseguir com base no registro anteriormente concedido.
3. De plano, cumpre assinalar que a Oferta tem como particularidade ser distribuída pela própria Gestora, que não integra o sistema de distribuição e se valeu do regime excepcional previsto no artigo 30 da Instrução CVM nº 558/2015. Esse fato é importante para o exame do caso, pois embasou a decisão da área técnica de cancelar o registro da Oferta.
4. Em 06.12.2017 – após, portanto, a concessão do registro e já no curso da Oferta – foi divulgado fato relevante (“Fato Relevante”) noticiando a decisão da Gestora de renunciar ao cargo^[1]. O Fato Relevante informava, ainda, que a Gestora continuaria prestando os serviços de gestão e distribuição até o encerramento da Oferta, que ficaria suspensa até a eleição do novo gestor.
5. Em resposta à CVM, enviada no início de 2018 (Doc. SEI 0415876), a Gestora informou que, até a data do cancelamento da Oferta, nenhum investidor havia demonstrado interesse em investir na Oferta. Por fim, em 05.01.2018, foi realizada assembleia geral extraordinária de cotistas do Fundo, onde se aprovou genericamente a “substituição do Gestor por instituição a ser oportunamente informada e aprovada em assembleia futura” (Doc. SEI 0417176). Ou seja, não há até o momento, definição sobre quem será

o novo gestor do Fundo ou, ao menos, uma definição de prazo para que a situação seja equacionada.

II. Os fundamentos da decisão da SRE

6. Dado que a Gestora estava atuando na distribuição de cotas do Fundo em razão de uma regra excepcional, aplicável apenas em casos em que os produtos objeto de distribuição estejam igualmente sob sua gestão ou administração, a SRE entendeu que a partir da renúncia, a Gestora deixou de cumprir os requisitos do artigo 30 da Instrução CVM nº 558/2015, “ainda que a nova gestora a ser eleita somente venha a assumir tal posição ao término da Oferta”^[2].
7. Ademais, a área técnica entendeu que “a renúncia da Gestora, independente do fato da nova gestora só tomar posse após o encerramento da Oferta, caracteriza o rompimento do contrato de distribuição, por impossibilidade normativa de a Gestora figurar como intermediária da Oferta após a renúncia, ainda que não tenha ocorrido a efetiva rescisão do contrato de distribuição.” Para a SRE, não se pode, no caso, invocar a regra do artigo 35, inciso V, da Instrução CVM nº 400/2003, que autoriza a substituição ou exclusão de instituições intermediárias^[3]. Ressalte-se ainda que, no presente caso, a oferta realizada com base no artigo 30 da Instrução CVM nº 558/2015 é distribuída por pessoa que não integra o sistema de distribuição^[4].
8. Assim, a SRE entende que a realização da oferta exigiria o término do contrato de distribuição original e a assinatura de um novo contrato com uma instituição intermediária, fato que teria como consequência o cancelamento do registro, em razão do disposto no artigo 19, §4º, da Instrução CVM nº 400/2003^[5].

III. Análise do caso

9. Entendo que a SRE acertou ao cancelar a Oferta, mas que o fundamento para tal decisão não está nas particularidades da distribuição realizada com base no artigo 30 da Instrução CVM nº 558/2015, mas no regime geral da Instrução CVM nº 400/2003.
10. A regulação das ofertas públicas de valores mobiliários foi construída a partir de certos princípios e pressupostos que são pouco debatidos, embora sejam extremamente importantes. Um dos princípios estruturantes aplicáveis às ofertas públicas é o **princípio da estabilidade da oferta**, que, de acordo com Paulo Câmara, pode ser decomposto em três concretizações: (i) estabilidade do conteúdo da oferta; (ii) estabilidade do processo; e, por fim, (ii) irrevogabilidade da oferta^[6], sendo o primeiro de especial serventia para este caso.
11. O princípio da estabilidade do conteúdo da oferta prescreve que **o conteúdo da oferta deve se manter substancialmente inalterado no curso do processo de distribuição**^[7]. No Brasil, referido princípio encontra-se implicitamente consagrado nos artigos 19, inciso I, 25, 26 e 27, todos da Instrução CVM nº 400/2003.
12. Em síntese, tais artigos determinam que alterações substanciais nas condições da oferta deverão ser objeto de pedido à CVM e dependerão de autorização da Autarquia. Nos termos do artigo 25 da Instrução CVM nº 400/2003, o pedido poderá ser acolhido quando a CVM considerar ter havido “alteração substancial, posterior e imprevisível nas circunstâncias de fato existentes quando da apresentação do pedido de registro de distribuição, ou que o fundamentem, acarretando aumento relevante dos riscos assumidos pelo ofertante e inerentes à própria oferta”. Ademais, a CVM pode cancelar a qualquer tempo a oferta de distribuição que estiver se processando em condições diversas das constantes do registro (artigo 19, inciso I^[8]).

13. **A estabilidade do conteúdo da oferta visa, primordialmente, proteger o público investidor, mas resguarda também o próprio processo de registro conduzido pela CVM.**
14. A meu ver, o caso em tela envolve uma alteração substancial nas características da Oferta registrada sem a observância do disposto na Instrução CVM nº 400/2003. Nesse sentido, ressalto que a Gestora não apresentou à CVM um pedido de modificação da oferta. A SRE tomou ciência dos fatos aqui narrados por meio do Fato Relevante e, se tivesse se mantido silente, a Oferta estaria formalmente em curso. De fato, a Gestora apenas se comprometeu, no Fato Relevante, “a não envidar esforços de distribuição e a não celebrar boletins de subscrição na Oferta até a eleição, pelos cotistas, de nova instituição gestora” e a refletir a eleição da nova instituição gestora nos documentos da Oferta. No recurso (Doc. SEI 0404839), a Gestora e a administradora do Fundo informaram que, após a eleição do novo gestor, seria apresentado um pedido de modificação da oferta na forma da Instrução CVM nº 400/2003.
15. Ou seja, não fosse a atuação da SRE, a Oferta estaria sendo realizada nesse momento de forma totalmente inadequada – formalmente em vigor, mas suspensa de forma precária, sem respaldo na norma e com base em um compromisso assumido pelo Gestor no Fato Relevante. Essa “suspensão” vigoraria por prazo indeterminado (cujo limite, naturalmente, seria o prazo de distribuição fixado na Instrução CVM nº 400/2003) e sem respaldo normativo, até a eleição um novo gestor para o Fundo, quando finalmente seria formulado um pedido de modificação na oferta.
16. Ademais, penso que as características do caso recomendam a manutenção do cancelamento da Oferta, sem prejuízo da análise de um novo pedido de registro de distribuição pública após a efetiva substituição da Gestora.
17. Com efeito, a substituição do gestor de um fundo de investimento é uma mudança nada trivial, dado o papel relevantíssimo que esse personagem desempenha na vida dos fundos de investimento. O fato de o Fundo possuir uma estrutura de governança onde o Gestor divide as responsabilidades de investimento com outros agentes – nomeadamente, com uma de Investimentos Imobiliários e por um Comitê de Investimentos (artigos 8º e 9º do regulamento do Fundo) – sendo primordialmente responsável pelos investimentos em renda fixa, não afasta sua importância. Nesse sentido, noto que os termos da distribuição são definidos de forma vaga nos documentos da Oferta^[9], cabendo justamente à Gestora definir a forma como essa será, ao final, efetivada. Veja-se, por exemplo, que:
 - i. o valor da oferta foi fixado como um intervalo extremamente amplo, que se inicia num piso de R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais), referente à emissão de 50.000 (cinquenta mil) novas cotas, e chega até a R\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de reais), à emissão de 600.000 (seiscentas mil) novas cotas^[10];
 - ii. a Gestora possui o poder de definir o valor efetivo da Oferta, podendo encerrar antecipadamente a distribuição após a subscrição da quantidade mínima de cotas^[11];
 - iii. os recursos da Oferta não têm, ainda, destinação específica, havendo apenas referência de que esses serão alocados pelo Fundo de acordo com a sua política de investimento^[12]; e
 - iv. compete ao Gestor a gestão do portfólio de renda fixa, composto pelos recursos do Fundo que ainda não tiverem sido aportados em investimentos imobiliários^[13].
18. Diante desses fatos, parece-me claro que a Oferta deve ser cancelada nos termos do

artigo 19, inciso I, da Instrução CVM nº 400/2003. Ademais, considerando as características do Fundo e da Oferta, entendo que não há razão para deferir um eventual pedido de modificação, permitindo que a Oferta anteriormente registrada prossiga.

IV. Conclusão

19. Diante de todo o exposto, voto pelo **indeferimento** do recurso.

Rio de Janeiro, 30 de janeiro de 2018.

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor

[1] O registro da Oferta foi concedido em 08.11.2017 por meio do Ofício nº 699/2017/CVM/SRE/GER-2. A Oferta teve início no dia seguinte, cf. anúncio de início divulgado naquela data (“Anúncio de Início” – Doc. SEI 0389551). O prazo de distribuição era de 180 (cento e oitenta) dias, contados daquela data, com possibilidade de encerramento antecipado, a critério da distribuidora, após a subscrição da quantidade mínima de cotas.

[2] Memorando nº 50/2017-CVM/SRE/GER-2, item 19.

[3] Instrução CVM nº 400/03, Art. 35. Após o início da distribuição, o contrato de distribuição firmado entre o ofertante e a instituição líder poderá ser alterado mediante prévia autorização da CVM e somente no que se refere a: (...) V - substituição ou exclusão de Instituições Intermediárias.

[4] V. definição de instituição intermediária constante do artigo 3º, §2º, da Instrução CVM nº 400/03.

[5] Instrução CVM nº 400/03, Art. 19. *Omissis*. §4º A rescisão do contrato de distribuição importará no cancelamento do registro.

[6] CÂMARA, Paulo. *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*. 3ª Edição. Lisboa: Almedina, 2016, pp. 577-578.

[7] *Idem*.

[8] Instrução CVM nº 400/03, Art. 19. A CVM poderá suspender ou cancelar, a qualquer tempo, a oferta de distribuição que: I - esteja se processando em condições diversas das constantes da presente Instrução ou do registro; (...).

[9] Dado que o Fundo é destinado exclusivamente a investidores qualificados, a Oferta foi registrada com dispensa de elaboração de prospecto, e da publicação dos anúncios de início e de encerramento, conforme previsto no artigo 3º, itens (ii) e (iii), do regulamento do Fundo e artigo 55, incisos II e III, da Instrução CVM nº 472/2008.

[10] Itens 2.5 a 2.8 do Anúncio de Início.

[11] Item 2.3 do Anúncio de Início.

[12] Item 2.26 do Anúncio de Início.

[13] Artigos 5º e 6º do Regulamento do Fundo.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Machado Gonzalez, Diretor**, em



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0433000** e o código CRC **CE55E02F**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0433000** and the "Código CRC" **CE55E02F**.*
