



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.000837/2021-11

Reg. Col. nº 2189/2021

- Interessados:** Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações
Rio Bravo Investimentos - Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda.
Fundo de Investimento Imobiliário Grand Plaza Shopping
- Assunto:** Recurso contra manifestação da Área Técnica relacionada a conflito de interesses em fundo de investimento imobiliário
- Relatoria:** Superintendência de Supervisão de Securitização – SSE
- Voto:** Diretor Alexandre Costa Rangel

Manifestação de Voto

I. Origem

1. Este Processo Administrativo CVM nº 19957.000837/2021-11 (“Processo”) teve início com 2 (duas) consultas (“Consultas”) relacionadas à Instrução CVM nº 472/2008 e supostas situações de conflito de interesses verificadas no âmbito do Fundo de Investimento Imobiliário Grand Plaza Shopping (“Fundo” ou “FII”). Uma das Consultas foi formulada por cotista¹ e a outra, pela administradora fiduciária do Fundo, a Rio Bravo Investimentos - Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. (“Administradora” ou “Rio Bravo”)².

¹ Doc. SEI 1186262.

² Doc. SEI 1198810.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

II. Resumo dos Fatos

2. Conforme relatado pela Superintendência de Supervisão de Securitização (“Área Técnica” ou “SSE”), as principais questões abordadas no Processo podem ser resumidas da seguinte forma.
3. Em 28.08.2020, o Fundo recebeu um auto de infração lavrado pela Receita Federal do Brasil (“Auto de Infração” e “RFB”), informando que o FII deve ser tributado como pessoa jurídica, em virtude do disposto no art. 2º da Lei nº 9.779/1999³. O Auto de Infração, que totaliza montante da ordem de R\$ 158 milhões, equivale a 15,3% do patrimônio líquido do Fundo e apresenta como devedoras solidárias a Administradora e Cyrela Commercial Properties S.A. Empreendimentos e Participações (“CCP” ou “Recorrente”), cotista titular de 61% das cotas de emissão do Fundo.
4. Em 21.12.2020, foi realizada assembleia geral de cotistas do Fundo, por meio do procedimento de consulta formal (“Primeira AGC”), na qual cotistas representantes de 79,28% das cotas emitidas pelo Fundo aprovaram proposta formulada pela Administradora de cisão parcial do FII⁴. Nesse conclave, a Rio Bravo não contabilizou os votos proferidos pela CCP, sob o argumento de que o cotista em questão estaria conflitado, nos termos do art. 24, §1º, da Instrução CVM nº 472/2008⁵.
5. Em 29.01.2021, um cotista do Fundo formulou consulta à CVM, solicitando a opinião da Área Técnica sobre entendimento defendido pelo consultante de que a Recorrente estaria conflitada e não poderia votar em assembleias gerais, em virtude do disposto no art. 24, §1º, inciso IV, da

³ “Art. 2º - Sujeita-se à tributação aplicável às pessoas jurídicas, o fundo de investimento imobiliário de que trata a Lei nº 8.668, de 1993, que aplicar recursos em empreendimento imobiliário que tenha como incorporador, construtor ou sócio, quotista que possua, isoladamente ou em conjunto com pessoa a ele ligada, mais de vinte e cinco por cento das quotas do fundo. Parágrafo único. Para efeito do disposto neste artigo, considera-se pessoa ligada ao quotista: I - pessoa física: a) os seus parentes até o segundo grau; b) a empresa sob seu controle ou de qualquer de seus parentes até o segundo grau; II - pessoa jurídica, a pessoa que seja sua controladora, controlada ou coligada, conforme definido nos §§ 1º e 2º do art. 243 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.”

⁴ A proposta da Administradora previa a versão de parte da parcela cindida para um novo fundo de investimento imobiliário, sendo que as cotas de emissão do novo fundo seriam detidas exclusivamente pelos cotistas pulverizados, assim entendidos todos aqueles que detêm participação inferior a 25% das cotas emitidas pelo Fundo, ficando excluída, portanto, a CCP.

⁵ “Art. 24. O cotista deve exercer o direito a voto no interesse do fundo. § 1º Não podem votar nas assembleias gerais do fundo: (...) VI – o cotista cujo interesse seja conflitante com o do fundo.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

Instrução CVM nº 472/2008⁶. Isso porque a CCP, além de cotista, também presta serviços de administração para a sociedade que desenvolve as atividades do shopping objeto de investimento pelo Fundo.

6. Em 10.02.2021, a Administradora divulgou fato relevante, informando que, no âmbito de ação judicial movida pela Recorrente, foi proferida decisão suspendendo os efeitos da cisão parcial e demais deliberações tomadas na Primeira AGC.

7. Em seguida, no âmbito de nova assembleia geral de cotistas, realizada no dia 18.02.2021 também por meio de consulta formal (“Segunda AGC” e, quando em conjunto com a Primeira AGC, “Assembleias”), uma contraproposta formulada pela CCP de reorganização patrimonial do Fundo⁷ foi rejeitada por 71,12% do total das cotas emitidas, excluída a participação da CCP.

8. Em 01.02.2021, a SSE respondeu **(i)** contrariamente à consulta do cotista⁸, entendendo que “*não há impedimento de voto para a referida cotista [ora Recorrente], pois não pode ser caracterizada como prestadora de serviço do Fundo*”; e **(ii)** positivamente à consulta da Administradora⁹, manifestando-se no sentido de que “*a CCP, bem como suas partes relacionadas, enquanto cotistas estão conflitados. Contudo, uma vez autorizada a realização da assembleia por parte do Poder Judiciário, à luz das normas aplicáveis, é possível que seja convocada assembleia para que os demais cotistas do Fundo deliberem sobre a possibilidade de exercício do direito de voto do cotista potencialmente conflitado*”.

9. Divergindo da conclusão da Área Técnica resumida no subitem (ii) acima, a CCP apresentou recurso ao Colegiado datado de 07.04.2021¹⁰, nos termos da Deliberação CVM nº 463/2003 (“Recurso”).

⁶ Art. 24. O cotista deve exercer o direito a voto no interesse do fundo. § 1º Não podem votar nas assembleias gerais do fundo: (...) IV – os prestadores de serviços do fundo, seus sócios, diretores e funcionários;”

⁷ A contraproposta da CCP, em suma, estabelecia que aproximadamente 51% do patrimônio do Fundo seria vertido para um novo fundo de investimento imobiliário, a ser detido exclusivamente pela CCP, permanecendo **(i)** a CCP com 21,24% das cotas do FII (abaixo, portanto, do limite de 25% mencionado no Auto de Infração); e **(ii)** os demais cotistas, com o restante.

⁸ Ofício nº 20/2021/CVM/SSE/GSEC-1 (Doc. SEI 1229740).

⁹ Ofício nº 19/2021/CVM/SSE/GSEC-1 (Doc. SEI 1229732).

¹⁰ Em suma, a CCP afirmou que “*(i) não cabe à administradora ou à assembleia de cotistas impedir voto de cotistas com base em conflito de interesses, uma vez que o próprio cotista deve se autodeclarar conflitado; (ii) a CCP não está conflitada para votar nas Consultas Formais nº 01/2020 ou 01/2021, e o seu voto consiste em exercício regular de direito, em linha com o princípio majoritário consagrado na ICVM 472; (iii) o conflito de interesses, se existe, é*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

10. Sobre o Recurso, a SSE manteve seu entendimento original (“Ofício Interno”)¹¹, propondo ao Colegiado a confirmação da posição de que **(i)** “a CCP [está] *conflitada para votar nas matérias tratadas nas duas assembleias, uma vez que a CCP é presumidamente conflitada para exercer o seu direito a voto nessas situações, nos termos do art. 24, § 1º, inciso VI, e art. 35, IX, da ICVM 472*”; **(ii)** “qualquer outro cotista que detenha mais de 10% das cotas do Fundo seja considerado potencialmente conflitado para exercer o seu direito a voto nas matérias tratadas nas mesmas assembleias”; e **(iii)** “o exercício do direito ao voto pode ocorrer mediante a utilização do instituto previsto no art. 24, § 2º, II, da ICVM 472, ou seja, o fórum adequado para tratamento de conflitos se dá por meio da própria assembleia geral”.

III. Mérito

11. Respeitosamente, discordo dos fundamentos e das conclusões do Ofício Interno.

12. O Recurso merece provimento integral, pois entendo que **(i)** a Recorrente não está impedida de votar nas matérias objeto das 2 (duas) assembleias em questão; **(ii)** cotistas titulares de mais de 10% das cotas de emissão do Fundo também não estão impedidos de votar em tais assuntos; e **(iii)** o exercício do direito de voto da CCP não depende do procedimento descrito no art. 24, §2º, inciso II, da Instrução CVM nº 472/2008¹².

13. É o que passo a explicar em maiores detalhes a seguir.

Breves notas sobre a relevância do princípio majoritário no âmbito do regime jurídico e regulatório dos fundos de investimento

14. Começo chamando atenção para a importância do princípio majoritário, que assegura ao titular da maioria das cotas o poder de controle sobre os fundos de investimento. Respeitadas as normas aplicáveis e eventuais arranjos contratuais firmados validamente entre os particulares

dos cotistas minoritários em relação ao interesse do FII Grand Plaza; (iv) caso se entenda que a posição ocupada pela CCP a tornaria conflitada, é forçoso reconhecer que o conflito de interesses é extensível a todos os cotistas, incluindo os minoritários, o que afastaria o impedimento de voto, nos termos do art. 24, §2º, I da ICVM 472; e (v) o voto da CCP não consiste em abuso de direito e, mesmo que assim fosse, a sanção ao abuso seria tão somente a responsabilidade civil, mas nunca o impedimento de voto” (Doc. SEI 1234606).

¹¹ Ofício Interno nº 6/2021/CVM/SSE/GSEC-1 (Doc. SEI 1243413).

¹² “§ 2º Não se aplica a vedação prevista neste artigo quando: (...) II – houver aquiescência expressa da maioria dos demais cotistas, manifestada na própria assembleia, ou em instrumento de procuração que se refira especificamente à assembleia em que se dará a permissão de voto;”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

envolvidos, tem-se como regra geral que a maioria das cotas de emissão do fundo será, por definição, titular dos mais relevantes direitos políticos e econômicos.

15. Caberá à maioria ditar os principais rumos do fundo, podendo fazer prevalecer em assembleia geral de cotistas suas opiniões, manifestações e decisões sobre os mais variados assuntos. Devem, obviamente, de qualquer modo, ser observados os direitos dos demais cotistas, conforme os parâmetros legais e normativos existentes.

16. Conferindo contornos mais concretos ao conceito, a maioria poderá, por exemplo, aprovar a redação do regulamento, deliberar pela realização de novas ofertas de cotas, eleger membros de comitês específicos, escolher o administrador fiduciário, o gestor, o custodiante, o escriturador e todos os demais prestadores de serviços do veículo, bem como destituí-los a qualquer tempo, independentemente de motivação.

17. É importante lembrar que os poderes de comando não surgem por acaso. Existe uma contrapartida antecedente - de suma importância, mas frequentemente relativizada - que justifica a própria existência de direitos tão amplos. A capacidade de controlar as atividades de um fundo de investimento, a rigor, decorre e depende do efetivo cumprimento das respectivas obrigações e deveres de integralização e aporte da maioria do capital no fundo. No mercado primário, é preciso que as integralizações das cotas necessárias à formação da maior parte do patrimônio inicial do fundo tenham sido devidamente realizadas. No secundário, hipótese basicamente restrita aos fundos fechados, o antigo cotista, que em algum momento no passado efetuou essas contribuições em favor do patrimônio do fundo, deve ter recebido um determinado pagamento em virtude da transferência das cotas ao novo titular das cotas.

18. As principais perdas que porventura venham a ser experimentadas pelo fundo serão sentidas e suportadas, primordialmente, pelo cotista controlador. Da mesma forma, os resultados positivos que eventualmente venham a ser alcançados pelo fundo serão usufruídos, notadamente, pelo mesmo cotista controlador. Ninguém se encontra em melhor posição e mais comprometido com o fundo do que o próprio detentor da maioria das cotas para avaliar e deliberar sobre assuntos de interesse da comunhão de recursos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

19. Nada mais natural e justo, portanto, que caiba justamente a esse investidor os principais e mais relevantes direitos e poderes de controle sobre o fundo. Trata-se de conclusão coerente com as respectivas responsabilidades, riscos e exposições a possíveis perdas¹³. Aliás, é de se ressaltar que, em situações específicas, os ônus associados ao poder de controle são de tamanha magnitude que podem gerar discussões, até mesmo, acerca de sua potencial responsabilização por omissão no exercício do controle¹⁴.

20. No caso específico de fundos de investimento imobiliário pulverizados, não é necessário sequer que haja a titularidade da maioria das cotas emitidas pelo fundo para que se possa aprovar os mais relevantes temas. A regulamentação aplicável traz claras sinalizações nesse sentido. Por exemplo, em fundos que tenham na base de seu passivo mais de 100 (cem) cotistas - como é o caso do FII objeto deste Processo -, ao investidor interessado em prevalecer na assembleia basta deter apenas 25% das cotas de emissão de um fundo para aprovar temas dos mais importantes, como alterações no regulamento; fusões, incorporações, cisões ou transformações; dissoluções ou

¹³ As lições da doutrina societária são de extrema utilidade para o presente caso. Confira-se: “Com efeito, subjacente às noções de poder majoritário e proteção à minoria e da ideia de abuso de maioria, encontra-se o princípio da unidade ou coordenação (*Korrelationsthese*) a sinalizar a necessária conexão, ético-jurídica, entre poder e responsabilidade. Mediante o mencionado princípio, expressa-se uma ideia geral de justiça com duas vertentes: ‘nenhuma responsabilidade sem poder’ (*Keine Haftung ohne Herrschaft*) e ‘nenhum poder sem responsabilidade’ (*Keine Herrschaft ohne Haftung*). (...) Como adiante será visto, é esta mesma ideia que fundamenta o dever societário de lealdade que grava a posição dos sócios minoritários, porquanto estes, no exercício de suas prerrogativas, também pode influir diretamente na esfera jurídica alheia.” (ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. Malheiros: São Paulo. 2013. p. 58-59).

¹⁴ “Esse dever de lealmente respeitar e atender direitos e interesses alheios, atribuído ao controlador pela lei brasileira de maneira explícita, se traduz pelo dever do controlador de, no exercício dos poderes de que é titular, levar em conta os interesses legítimos dos não controladores e de terceiros, e não apenas os seus. Não é dizer que os interesses próprios não podem de alguma forma orientar a atuação do acionista controlador. Mas, sim, que este, no exercício do voto e do controle, tem deveres e interesses a tutelar, não podendo sacrificá-los em benefício próprio, sob pena de estar exercendo abusivamente a posição de comando e ter que reparar os danos causados. (...) A despeito disso, se se puder exigir do controlador esse comportamento leal relativamente a direitos e interesses de terceiros, e a Lei n. 6.404/76 não parece deixar dúvida quanto a isso, confirmar-se-ia o dever ativo do controlador e, mais do que isso, a possibilidade de responsabilizá-lo por omissão no exercício do controle. Pelas razões trazidas, a voluntariedade e a abusividade decorreriam da própria omissão no exercício do controle, sendo em alguma medida relativizadas em virtude das particularidades desse poder, e dos deveres atribuídos ao controlador.” (PATELLA, Laura Amaral. *Responsabilidade do Acionista Controlador por Omissão*. In: *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas – Homenagem a Nelson Eizirik*. Volume I. Coords. Rodrigo Rocha Monteiro de Castro, Luis Andre Azevedo e Marcus de Freitas Henriques. Quartier Latin: São Paulo. 2021. pp. 774-775).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

liquidações; e outras matérias cruciais para as atividades de um fundo de investimento imobiliário¹⁵.

21. Fica assentada, dessa forma, a importância do princípio majoritário e a necessária correlação que deve ser assegurada entre, de um lado, obrigações econômicas e financeiras dos cotistas; e, de outro, os correspondentes direitos políticos a serem detidos no âmbito dos fundos de investimento, em observância à legislação e regulamentação aplicáveis.

Eventuais impedimentos, restrições e limitações ao exercício do direito de voto possuem natureza excepcional, devendo ser interpretados restritivamente e com extrema parcimônia

22. O exercício do direito de voto por parte daquele que investiu recursos próprios em um fundo de investimento representa um direito legítimo e fundamental. Em atenção ao princípio da segurança jurídica, o exercício pleno dos direitos políticos atribuídos às cotas de emissão dos fundos, como valores mobiliários, merece lugar de destaque no arcabouço regulatório do mercado de capitais. Nessa linha, somente pode ser atingido, limitado ou restringido em situações raras, sobremaneira específicas, desde que expressamente previstas em lei, regulamentação própria ou por ato de liberalidade entre particulares.

23. Aliás, é oportuno lembrar que o regime jurídico dos fundos de investimento vigente no Brasil sequer permite a existência de cotas sem direito de voto. Trata-se de premissa sensivelmente diferente daquela prevista na Lei nº 6.404/1976, que estabelece que as ações preferenciais podem ter suprimido seu direito de voto, se a estrutura societária da companhia assim o prever e desde que determinadas preferências ou vantagens sejam atribuídas a tais ações¹⁶. No caso dos fundos,

¹⁵ Instrução CVM nº 472/2008: “Art. 20. As deliberações da assembleia geral serão tomadas por maioria de votos dos cotistas presentes, ressalvado o disposto no § 1º, cabendo a cada cota 1 (um) voto. § 1º As deliberações relativas exclusivamente às matérias previstas nos incisos II, III, V, VI, VIII, XII e XIII do art. 18 dependem da aprovação por maioria de votos dos cotistas presentes e que representem: I – 25% (vinte e cinco por cento), no mínimo, das cotas emitidas, quando o fundo tiver mais de 100 (cem) cotistas; ou II – metade, no mínimo, das cotas emitidas, quando o fundo tiver até 100 (cem) cotistas.”

¹⁶ “Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: I - em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; II - em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou III - na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II. (...) § 2º Deverão constar do estatuto, com precisão e minúcia, outras preferências ou vantagens que sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, além das previstas neste artigo. (...) Art. 19. O estatuto da companhia com ações preferenciais declarará as vantagens ou preferências atribuídas a cada classe dessas ações e as restrições a que ficarão sujeitas, e poderá prever o resgate ou a amortização, a conversão de ações de uma classe em ações de outra e em ações ordinárias, e destas em preferenciais, fixando as respectivas condições.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

em sentido diametralmente oposto, são vedadas as estruturas que limitem o direito de voto, o qual passa a ostentar aspectos equiparáveis a um direito essencial propriamente dito, não podendo ser afastado nem mesmo pelo próprio regulamento¹⁷.

24. Nessa medida, a Instrução CVM nº 472/2008 define que “*as deliberações da assembleia geral serão tomadas por maioria de votos dos cotistas presentes, ressalvado o disposto no § 1º, cabendo a cada cota 1 (um) voto*” (art. 20). Em complemento, a Instrução CVM nº 555/2014, aplicável aos fundos em geral, estabelece que as “*deliberações da assembleia geral são tomadas por maioria de votos, cabendo a cada cota 1 (um) voto*” (art. 71).

25. Alegações que porventura busquem a restrição ao direito de voto devem ser analisadas de forma excepcional e limitada, sempre com muito cuidado. Tais limitações subvertem os arranjos de controle do fundo decorrentes da configuração de governança originalmente estabelecida a partir das contribuições efetivadas em favor do patrimônio comum do condomínio. Impedir previamente o exercício de um direito fundamental consubstancia medida de gravidade extrema e intromissão exagerada na esfera privada, com externalidades negativas incontornáveis. Na eventual consideração da adoção de impedimentos de voto, como regra geral, deve prevalecer máximo grau de parcimônia¹⁸.

26. A redação da própria Instrução CVM nº 472/2008 reforça essa constatação. O *caput* do art. 24 dispõe que o “*cotista deve exercer o direito a voto no interesse do fundo*”. Como todo *caput*, em linha com a melhor hermenêutica, esse comando deve mandatoriamente orientar as diretrizes de análise e aplicação dos demais dispositivos inseridos no artigo. E a regra do *caput* deposita clara confiança e presunção de boa-fé sobre aqueles que detêm a titularidade do direito de voto no âmbito de um fundo de investimento imobiliário. A norma geral - acertadamente - não está

¹⁷ Instrução CVM nº 472/2008: “§ 2º Observado o disposto no art. 33, § 1º, IV, desta Instrução, o regulamento não pode conter disposições que: I – limitem o número de votos por cotista em percentuais inferiores a 10% (dez por cento) do total de cotas emitidas; e II – estabeleçam diferentes limites de exercício do direito de voto para diferentes cotistas.”

¹⁸ “*Como, no silêncio da lei, prevalece a liberdade, toda norma restritiva é excepcional, insuscetível de extensão, sob pena de se criar cenário de insegurança jurídica e ofensa a direitos.*” (CHEDIAK, Julian. A possibilidade de se votar em assembleia geral de sociedade anônima com a totalidade das ações vinculadas a acordo de acionistas, mesmo quando uma das partes do acordo tenha impedimento. In: Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas – Homenagem a Nelson Eizirik. Volume I. Coords. Rodrigo Rocha Monteiro de Castro, Luis Andre Azevedo e Marcus de Freitas Henriques. Quartier Latin: São Paulo. 2021. p. 730).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

direcionada para qualquer modalidade de impedimento *a priori* ou antecipado do direito de voto. O foco central da cabeça do artigo repousa, na verdade, em assegurar a obrigação precípua de que os direitos políticos sejam exercidos no interesse do fundo¹⁹.

27. As únicas exceções encontram-se exaustivamente listadas no §1º, as quais demandam um olhar restritivo e cuidadoso, em observância às regras de interpretação de textos legais, conforme explicado anteriormente. Sobre os tipos de limitação de voto, a redação atual da norma que rege os fundos de investimento imobiliários optou por dividi-los em 2 (dois) grupos, muito bem delineados.

28. O primeiro grupo - que contempla os incisos I a V do referido §1º - cuida de situações de natureza objetiva e de aplicação direta do impedimento. Nessa linha, não há dúvida de que, independentemente do conteúdo da deliberação, não podem votar em assembleias gerais de cotistas “*I - o administrador fiduciário e gestor; II - os sócios, diretores e funcionários do administrador ou do gestor; III - empresas ligadas ao administrador ou ao gestor, seus sócios, diretores e funcionários; IV - os prestadores de serviços do fundo, seus sócios, diretores e funcionários; e V - o cotista, na hipótese de deliberação relativa a laudos de avaliação de bens de sua propriedade que concorram para a formação do patrimônio do fundo*”.

29. Pela clareza e objetividade do comando no que tange aos destinatários da norma (participantes específicos, nominalmente mencionados no dispositivo), não vislumbro espaço para dúvida que turve a conclusão de que tais agentes não podem votar. Não em virtude da matéria que será objeto de deliberação em si, nem da análise de mérito do assunto a ser submetido ao conclave.

¹⁹ Irresistível nova analogia com o direito societário, notadamente acerca das ricas discussões em torno do art. 115, §1º, da Lei nº 6.404/1976. Nesse sentido, veja-se a lição do Professor Erasmo Valladão e Azevedo Novaes França: “*Em primeiro lugar, parece evidente que o legislador brasileiro, ao disciplinar a matéria, não teve em vista um conceito meramente formal de conflito de interesses, restrito à hipótese em que o acionista se acha em situação contraposta à companhia, como ocorre num contrato bilateral. O conceito adotado em nossa de sociedades por ações deve ser extraído, a nosso ver, do caput do art. 115, onde se define o voto abusivo. Com efeito, se o interesse da companhia consiste no interesse comum dos sócios à realização do escopo social, como se demonstrou, o acionista que vota com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou vota com o intuito de obter vantagem a que não faz jus, assumindo o risco de prejudicar a companhia ou outros acionistas, está, em qualquer desses casos, votando contrariamente àquele interesse comum. (...) Tem-se, assim, preliminarmente, que a noção de conflito de interesses constante da nossa lei de sociedades por ações vincula-se a um conceito muito mais amplo do que o de um simples conflito formal.*” (grifos meus) (FRANÇA, Erasmo Valladão e Azevedo Novaes. Conflito de Interesses nas Assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses). 2ª Edição. Malheiros: São Paulo. 2014. p. 98).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

Cuida-se de uma decorrência direta da própria condição pessoal dos sujeitos titulares das cotas. Caso o investidor ocupe também qualquer das posições descritas acima, surge a partir dessa constatação objetiva uma limitação prévia ao exercício do direito de voto desse participante de mercado como cotista do fundo de investimento imobiliário²⁰.

30. Com relação ao segundo grupo - composto exclusivamente pelo inciso VI do §1º do art. 24, objeto de discussão neste Processo -, entendo que se trata de regra estruturalmente distinta, mais genérica e conceitual. Neste ponto, é mandatário um exercício adicional e posterior sobre o mérito da deliberação em si, para que se possa avaliar se o voto foi proferido no interesse do fundo, como manda o *caput* do art. 24²¹. É o que abordarei no tópico seguinte.

O tratamento a ser conferido ao conflito de interesses previsto no art. 24, §1º, inciso VI, da Instrução CVM nº 472/2008 não autoriza impedimento prévio ao exercício do direito de voto

31. Aproximam-se daqui as ponderações da tese do conflito substancial no contexto do art. 115 (acionistas) e art. 156 (administradores) da Lei nº 6.404/1976. Em linha com parcela notável da doutrina especializada²², não pode haver uma vedação prévia e antecipada ao exercício do direito

²⁰ A meu ver, este primeiro grupo replica a mesma abordagem adotada pelo legislador no art. 115, §1º, parte inicial, da lei do anonimato, a respeito do impedimento de voto do acionista no conclave que delibera sobre o laudo de avaliação dos bens que venham a ser conferidos à companhia para fins de integralização de capital social ou sobre a aprovação de suas próprias contas como administrador.

²¹ “[o] conflito de interesse é inerente às relações empresariais. De forma muito semelhante ao que acontece nas sociedades, há também divergências acerca da delimitação do que efetivamente é conflito de interesses nos fundos de investimento, assim como quais são os efeitos dele decorrentes. Não parece adequado considerar conflito e duplicidade como sinônimos. Para ensejar impedimento do exercício do direito de voto, os interesses devem ser definitivamente inconciliáveis. Admitir que um potencial, abstrato e genérico conflito impeça o exercício do direito de voto contraria princípios basilares do ordenamento jurídico em vigor, especialmente porque não se presume má-fé. A análise das especificidades do caso concreto e do teor do voto proferido são imprescindíveis para apurar se houve ou não o cometimento de abusos. Ao regular os fundos de investimento, as instruções normativas da CVM preveem hipóteses de presunção absoluta de conflito, cujo efeito é o impedimento de voto, bem como adotam termos gerais, como “interesses conflitantes”. Ao lado disso, por esses atos normativos, os demais cotistas poderiam inclusive afastar esse impedimento e permitir que o cotista supostamente conflitado exerça o direito de voto. De todo modo, sendo afastado ou não o impedimento de votos pelos outros cotistas, o voto é direito legítimo do cotista, devendo ser exercido no melhor interesse do fundo de investimento. Em qualquer hipótese, se o cotista exercê-lo visando interesse particular em detrimento e com sacrifício do interesse do fundo, estará configurado abuso de direito, cujos possíveis efeitos são a anulação e a obrigatoriedade de o infrator indenizar todos os danos causados” (grifos meus) (CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Conflito de interesses nos fundos de investimento: aspectos práticos e jurídicos. Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais, Volume V, Edição Especial, Fundos de Investimento. Lumen Juris: Rio de Janeiro. 2021. Org. HANSZMANN, Felipe; e HERMETO, Lucas. pp. 410-411).

²² Sob a perspectiva histórica, temos (i) comentando o Decreto nº 434/1891, CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. Tratado de Direito Commercial Brasileiro, v. 4, livro 2. 2. ed. atualizada por Achilles Bevilacqua e Roberto



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

de voto²³.

Carvalho de Mendonça. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1934, p. 64; **(ii)** sob a égide do Decreto-Lei nº 2.627/1940, COSTA, Philomeno J. da. Comentário a acórdão do Supremo Tribunal Federal. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, ano 11, n. 6, p. 77-85, 1971, p. 81-84; **(iii)** PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de Direito Privado, t. 50. 2 ed. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1965, p. 401-404; **(iv)** VALVERDE, Trajano de Miranda. Sociedades por ações: comentários ao Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940, v. 2. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959, p. 326; **(v)** já tratando especificamente sobre a Lei nº 6.404/1976, temos BARRETO, Julio. O conflito de interesses entre a companhia e seus administradores. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 199 ss, 256-257; **(vi)** BATALHA, Wilson de Souza Campos. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, v. 2. Rio de Janeiro: Forense, 1977, p. 707-708; **(vii)** CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Seção V – Deveres e Responsabilidades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). Direito das Companhias, v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 1.084-1.262, p. 1.156 ss.; **(viii)** EIZIRIK, Nelson. Contratação em condições de favorecimento. Conflito de interesse. Impedimento de administradores. In: _____. Temas de Direito Societário. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 89-104, p. 96-97; **(ix)** EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A comentada, v. 3. 2 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 150 ss.; **(x)** EIZIRIK, Nelson. Eleição de Membro do Conselho de Administração para Atuar como Conselheiro de Companhia não Concorrente. Inexistência de Impedimento. In: _____. Direito Societário: Estudos e Pareceres. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 97-115, p. 101 ss.; **(xi)** EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de capitais: regime jurídico. 2. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 456-461; **(xii)** FALCÃO, Diego Billi. Interlocking board: aspectos societários da interligação administrativa. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 102-110; **(xiii)** FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesses de administrador na incorporação de controlada. In: _____. Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa. São Paulo: Malheiros, 2009. p. 334-360, p. 356-358; **(xiv)** LACERDA, José Cândido Sampaio de. Comentários à lei das Sociedades Anônimas, v. 3. São Paulo: Saraiva, 1978, p. 197; **(xv)** LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses. Deliberação tomada pelos administradores sobre fiança prestada pelos acionistas controladores, em benefício da companhia. In: _____. Estudos e pareceres sobre Sociedades Anônimas. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1989. p. 28-32, p. 31-32; **(xvi)** LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses no âmbito da administração da companhia. In: _____. Novos pareceres. São Paulo: Singular, 2018. p. 629-635, p. 633-634; **(xvii)** LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Os deveres funcionais dos administradores de S.A. In: _____. Novos pareceres. São Paulo: Singular, 2018. p. 627-653, p. 648, 653; **(xviii)** LOBO, Carlos Augusto da Silveira. LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Conflito de interesses entre a companhia e seu administrador. In: _____. Advocacia de Empresas. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. p. 19-36, p. 23; **(xix)** LOBO, Carlos Augusto da Silveira; NEY, Rafael de Moura Rangel. Conflito de interesses entre o administrador e a companhia — inexistência de impedimento de votar em deliberação do Conselho de Administração da controlada, do qual é membro, que aprova concessão de mútuo à controladora, da qual é chefe do departamento jurídico. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, ano 45, n. 144, p. 275-286, out./dez. 2006, p. 277-278; **(xx)** SPINELLI, Luis Felipe. Conflito de interesses na administração da sociedade anônima. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 245 ss.; **(xxi)** SPINELLI, Luis Felipe. Administração das Sociedades Anônimas: lealdade e conflito de interesses. São Paulo: Almedina, 2020, p. 116 ss.; **(xxii)** VON ADAMEK, Marcelo Vieira. Responsabilidade civil dos administradores de S/A e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 163-166; **(xxiii)** GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Conflitos de interesse entre sociedade controladora e controlada e entre coligadas no exercício do voto em assembleias gerais e reuniões sociais”. In: Revista de Direito Mercantil, industrial, econômico e financeiro nº 51. Vol. 22. São Paulo: Malheiros Editores, p. 29-32, julho-setembro, 1983; **(xxiv)** ARAGÃO, Paulo Cezar. “Apontamentos sobre Desvios no Exercício do Direito de Voto: Abuso de Direito, Benefício Particular e Conflito de Interesses”. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro de; WARDE JUNIOR, Walfrido Jorge; e GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (orgs). Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro. São Paulo: Quartier Latin, 2013; **(xxv)** CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. Estrutura de Interesses nas Sociedades Anônimas – Hierarquia e Conflitos. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

²³ Em linha com minhas manifestações de voto proferidas nos Processos CVM SEI nº **(i)** 19957.010833/2018-45, julgado em 23.03.2021; e **(ii)** 19957.005563/2020-75, julgado em 13.11.2020. O posicionamento também foi defendido em diversas outras ocasiões no Colegiado da CVM, conforme alguns exemplos a seguir: **(i)** voto vencido do então Diretor da CVM Luiz Antonio de Sampaio Campos no Inquérito Administrativo CVM nº RJ2001/4977,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

32. Como o dispositivo em questão da Instrução CVM nº 472/2008 enuncia que não pode votar “o cotista cujo interesse seja conflitante com o do fundo”, deve ser avaliado, no caso concreto, em que medida o cotista se encontra em posição de conflito com o próprio fundo. Precisam ser discutidos, também, quais os remédios jurídicos e regulatórios cabíveis caso se constate, *a posteriori*, que um determinado voto tenha sido proferido por cotista com interesse conflitante com os do fundo. Mais ainda, remanesce pendente o esclarecimento procedimental igualmente importante sobre quem detém a competência para decidir pelo impedimento ou não do exercício do direito de voto.

33. Não vejo ângulo possível que autorize, previamente, a limitação de direito de voto de cotista com base no art. 24, §1º, inciso VI, da Instrução CVM nº 472/2008²⁴. O regime regulatório aplicável aos fundos de investimento, de forma coerente com diversos preceitos constitucionais e legais, não lida bem com presunções tão graves que imponham restrição ao exercício de direitos fundamentais inerentes à titularidade de cotas de emissão de fundos de investimento. A presunção de boa-fé, os princípios da segurança jurídica, da razoabilidade e da proporcionalidade devem prevalecer em qualquer ambiente, notadamente no mercado de valores mobiliários.

julgado em 19.12.2011; **(ii)** votos vencedores dos então Diretores Wladimir Castelo Branco Castro e Luiz Antonio de Sampaio Campos e do então Presidente da CVM, Luiz Leonardo Cantidiano, no Inquérito Administrativo CVM nº RJ2002/1153, julgado em 06.11.2002; **(iii)** voto vencido do então Diretor da CVM Eli Loria no Processo Administrativo CVM nº RJ2009/13179, julgado em 09.09.2010; **(iv)** voto vencido do Diretor da CVM Gustavo Machado Gonzalez no Processo Administrativo CVM nº 19957.005749/2017-29, julgado em 26.09.2017.

²⁴ “(...) em nossa pesquisa, verificamos que os conflitos de interesses constituem um dos principais problemas (se não o maior problema em potencial) na estrutura dos fundos de investimentos, levando-se em consideração os diversos agentes econômicos envolvidos, mencionados no item 1.3 acima. Na doutrina societária, Pier Giusto Jaeger define conflito de interesses como: ‘[...] relação de incompatibilidade absoluta, não estando compreendidos nesta outros tipos de interferências que deem lugar apenas a relações de incompatibilidade relativa ou potencial (...) visto que, somente quando existe uma relação de incompatibilidade absoluta entre dois interesses, pode-se dizer que a realização de um exige o sacrifício do outro’. No mesmo sentido, Francesco Galgano: ‘ocorre conflito de interesses entre o sócio e a sociedade quando o sócio se encontra na condição de ser titular, diante de uma determinada deliberação, de um duplo interesse: do seu interesse de sócio e, por outro lado, de um interesse externo à sociedade; e esta duplicidade de interesses é tal que ele, o sócio, não pode realizar um sem sacrificar o outro interesse. Todavia, a simples duplicidade de interesses em um mesmo sujeito, por si só, não implica situação de conflito no sentido técnico. As duas posições de interesse podem ser de solidariedade entre eles: o sócio pode realizar o próprio interesse em prejudicar o interesse da sociedade.’” (DUFLOTH, Rodrigo. A Proteção do Investidor em Fundos de Investimento. Lumen Juris: Rio de Janeiro. 2017. p. 121).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

34. Como já se disse no passado²⁵, seria uma espécie de “*consagração da fraqueza humana*” presumir que o cotista, diante de uma situação em que possua algum outro tipo de interesse, exerceria os seus direitos políticos em prejuízo do fundo de investimento. Neste caso concreto, é importante assinalar, os interesses da Recorrente sequer aparentam conflito com os interesses do Fundo, como se verá no tópico seguinte deste voto.

35. De todo modo, ainda que houvesse algum outro interesse, até mesmo contrário, por parte do cotista, essa constatação, isoladamente considerada, não tem força suficiente para usurpar - *manu militari* - o direito fundamental de voto do titular das cotas de emissão dos fundos de investimento imobiliário. Essa afirmação ganha contornos ainda mais relevantes quando se está diante daquele cotista ou grupo de cotistas que mais contribuiu para a formação dos ativos de titularidade de toda a comunhão representada pelo fundo de investimento.

36. As ponderações acima são integralmente aplicáveis e pertinentes aos cotistas titulares de mais 10% das cotas de emissão do Fundo, os quais - ao contrário do sustentado pela Área Técnica - não são impedidos de votar em virtude do disposto no art. 35, inciso IX, e §3º da Instrução CVM nº 472/2008.

No caso concreto, não vislumbro conflito de interesses entre o cotista controlador e os cotistas titulares de mais de 10% das cotas, de um lado; e o Fundo, de outro

37. Para que se discuta com acerto e rigor técnico a eventual pertinência de aplicação do art. 24, §1º, inciso VI; e do art. 35, inciso IX, e §3º da Instrução CVM nº 472/2008, em primeiro lugar, é preciso que haja efetivamente um conflito.

²⁵ Voto proferido pelo Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos no Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2001/4977, julgado em 19.12.2001: “*A presunção a priori é algo, a meu ver, muito violento e assistemático dentro do regime do anonimato, pois afasta a presunção de boa-fé, que me parece ser a presunção geral e mais tolhe um direito fundamental do acionista ordinário que é o direito de voto, no pressuposto de que ele não teria como resistir à tentação. Dito de outra forma, estar-se-ia a expropriar o direito de voto do acionista no pressuposto de que ele poderia vir a prejudicar a companhia mediante o seu exercício, em virtude de um aparente conflito de interesse. Haveria a presunção de que o acionista perpetraria uma ilegalidade acaso fosse lícito que proferisse o seu voto, numa espécie de consagração da fraqueza humana. Prefiro, em situações genéricas, entender que as pessoas cumprem a lei, que não se deixam trair por seus sentimentos egoísticos, porque, como disse, a boa-fé é a regra igualmente o cumprimento da lei e a inocência. Ora, se isto não fosse verdade, talvez fosse melhor não haver sociedade, pois a confiança é algo fundamental nas relações societárias, até mesmo nas companhias abertas, pois ninguém, em sã consciência, gostaria de ser sócio de alguém em que não confia, principalmente se este alguém for o acionista controlador. Parece-me, assim, evidente a distorção, pois a presunção de hoje e sempre é que as pessoas cumprem a lei.*”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

38. No Processo, não verifico interesse conflitante da Recorrente com o Fundo. Em sentido oposto, vejo uma circunstância de claro e evidente alinhamento de interesses. Ninguém está mais preocupado e atento aos próximos passos atinentes ao Auto de Infração do que o cotista controlador. Foi ele apontado como devedor solidário diretamente no instrumento de persecução fiscal e, ainda, como principal cotista do Fundo, será ele o responsável pela maior parte de eventual condenação do Fundo. Em qualquer caso - seja como devedor solidário, seja como cotista majoritário do FII -, será esse investidor o mais afetado com o deslinde da controvérsia tributária, qualquer que seja resultado da celeuma.

39. A leitura mais adequada da questão trazida ao Processo, a meu ver, repousa em uma natural, legítima e até certo ponto saudável divergência de entendimentos entre cotistas e prestadores de serviços do FII. Nada além disso. No caso concreto, de um lado, temos a CCP, que discorda da opinião dos demais cotistas, os quais colaboraram com a menor parte do patrimônio comum, acerca dos rumos que deveriam ser seguidos pelo Fundo. Segundo a Recorrente, tais cotistas, em conjunto com a Administradora, estariam se aproveitando do momento turbulento derivado da discussão fiscal trazida pelo Auto de Infração para ir além uma mera reorganização patrimonial, buscando expropriar uma participação comum do Fundo em benefício próprio.

40. Do outro lado, temos os demais cotistas, também proprietários do Fundo, os quais - em conjunto com a Administradora - preocupam-se, com razão, com as questões oriundas do Auto Infração, eventuais passivos e contingências que atingirão a todos e, por isso, tentam implementar a solução que, de acordo com seu entendimento, seria a mais adequada.

41. Não se trata aqui de um conflito entre os interesses da Recorrente e os do Fundo, nem de um conflito de interesses entre os titulares de mais de 10% das cotas e o Fundo. Mas, sim, de um conflito de posições e entendimentos (todos aparentemente legítimos, a meu ver) entre cotistas do Fundo. Dessa constatação, natural no âmbito da dinâmica de votações em assembleias de qualquer veículo de investimento, jamais poderia ser invocado impedimento de voto de um cotista específico.

42. É essa a beleza de todo regime democrático. Os direitos de voto - de todos - devem ser preservados. A opinião da maioria deve prevalecer e, com a mesma importância, a minoria deve



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

ser respeitada e ter seus direitos e liberdades devidamente assegurados. Medidas extremas e polarizadas não ajudam e devem ser combatidas - em prol do desenvolvimento saudável de qualquer grupo de pessoas, sejam cidadãos em uma sociedade, sejam cotistas em um fundo de investimento.

43. É importante chamar atenção para o fato de que o inciso VI do §1º do art. 24 da Instrução CVM nº 472/2008 dispõe que não pode votar “*o cotista cujo interesse seja conflitante com o do fundo*”. Da mesma forma, o art. 35, inciso IX, limita-se a tratar do momento “*quando caracterizada situação de conflito de interesses*”. A norma, assim, fala em interesse conflitante, com o perdão da repetição. A existência de um conflito, portanto, é condição necessária para que se vislumbre eventual aplicação dos dispositivos em questão. Por conflito, entende-se uma situação de oposição, de litígio e de discordância. Precisa haver, comprovadamente, uma contraposição inconciliável de interesses para que se avalie a existência de um conflito, que deve ser relevante, objetivamente claro, contundente e incompatível com os interesses do fundo. Para perseguir um, mandatoriamente, o cotista precisará se posicionar em detrimento do outro.

44. Com base no dispositivo em discussão, impedir previamente que a manifestação de um investidor seja contabilizada durante o legítimo processo de formação de vontade do fundo de investimento - investidor esse que contribuiu com recursos próprios para o patrimônio comum desse mesmo veículo - consubstancia remédio truculento, injustificado e irregular.

45. Não se fala aqui em interesses outros, interesses adicionais ou interesses complementares. Não há na norma qualquer referência, nem mesmo tangente, a hipóteses que busquem sustentar que interesses adicionais, complementares ou que se situem na esfera particular do cotista tenham o condão de se confundir com interesses conflitantes com os do fundo. Sempre haverá outros interesses, seria ilusório imaginar algo diferente disso.

46. Luis Felipe Spinelli²⁶, em interessante paralelo com o tema de conflito de interesses de administradores no âmbito das sociedades anônimas, traz a seguinte lição:

“(…) como em qualquer relação fiduciária, não há como, contratualmente, estabelecer todos os limites de atuação dos administradores (fiduciários). Logo, sempre existirão

²⁶ SPINELLI, Luis Felipe. Conflito de Interesses na Administração da Sociedade Anônima. Malheiros: São Paulo. 2012. pp. 282-289.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

atitudes oportunistas que visam a obter vantagens pessoais. Neste sentido, e como contraposição aos poderes discricionários que têm, são impostos pela legislação pátria uma série de deveres específicos e também os denominados deveres fiduciários, os quais são considerados mais fortes que os existentes em qualquer outra relação social e se constituem em verdadeiros standards comportamentais. Mais que nunca, administrar uma sociedade traz, em sua essência, a apreciação, em cada momento, da melhor forma de atuação – que não admite juízos apriorísticos: não há como existir regra geral que fixe o modo de atuar dos administradores frente à infinita gama de situações que surgem no decorrer da gestão.

(...)

Entretanto, apesar do procedimento estabelecido em lei, a atuação em conflito de interesses, por ser regradada de maneira aberta, não pode ser presumida (constatada a priori), visto que mesmo nos casos mais pitorescos o interesse pessoal pode influir de modo preponderante na realização das atividades do gestor. (...) Além disso, mesmo nas circunstâncias em que normalmente se diz existirem interesses contrapostos (por exemplo, um contrato de compra e venda), pode o negócio ser extremamente proveitoso para ambas as partes, atuando o administrador de boa-fé – e esta é a presunção que existe em relação a todos ser humano –, fazendo com que, deste modo, ocorra a convergência de dois interesses (da sociedade e do administrador) na mesma operação, visto que aqueles podem ser complementares; imprescindível é que ocorra o confronto entre eles, o que só pode ser constatado no caso concreto. (...) devemos ter em mente que o ilícito é praticado quando atua o administrador contra o interesse do ente coletivo, e não por simplesmente ter interesses extrassociais. Portanto, o conflito de interesses, na forma como está regulado no art. 156 da Lei das S/A, é substancial (e não formal).” (grifos meus)

47. Dessa forma, no caso concreto, não vislumbro qualquer oposição de interesses entre a Recorrente (ou os cotistas titulares de mais de 10% das cotas) e o Fundo que justifique a aplicação do art. 24, §1º, inciso VI, da Instrução CVM nº 472/2008 (ou do art. 35, inciso IX, do mesmo normativo).

O cotista controlador, de boa-fé, demonstrou postura razoável, transparente e fundamentada em torno das discussões relacionadas às matérias objeto de discussão neste Processo

48. A título complementar, constam dos autos diversas medidas e posições adotadas pela Recorrente que demonstram uma postura razoável, transparente e fundamentada acerca das matérias objeto de deliberação nas Assembleias, em clara sinalização de boa-fé. Em termos procedimentais, parece ter a Recorrente se desincumbido com êxito de eventual ônus de demonstrar a fundamentação e a razoabilidade da sua postura e de suas opiniões relativas ao Fundo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

49. Foram prestados, pela CCP, diversos esclarecimentos aos demais cotistas e à Administradora acerca do Auto de Infração. Foram propostas aos cotistas e à Administradora soluções alternativas para a resolução ou equacionamento do problema, acompanhadas das devidas explicações e fundamentações, notadamente no âmbito da Segunda AGC²⁷.

50. Ademais, consta do regulamento do Fundo - ao qual todos os cotistas devem aderir e concordar antes de se tornarem efetivamente cotistas - um capítulo específico chamado “*tratamento tributário*”, que alertava de forma clara, objetiva e direta para o risco que posteriormente veio a se materializar por meio do Auto de Infração e possíveis consequências²⁸.

51. Assim, em complemento a todas as ponderações anteriores, a postura da Recorrente neste caso corrobora uma posição razoável, de boa-fé e transparente com todos os terceiros envolvidos e porventura afetados com as questões do Fundo.

Cabe exclusivamente ao próprio cotista a atribuição de suscitar o conflito de interesses aventado no art. 24, §1º, inciso VI, da Instrução CVM nº 472/2008

52. O conflito de interesses previsto no art. 24, §1º, inciso VI, da Instrução CVM nº 472/2008, como confortavelmente assentado tanto no âmbito das áreas técnicas como no Colegiado da CVM, somente pode ser invocado pelo próprio cotista. Não há qualquer inovação ou novidade neste ponto.

53. Transferir essa atribuição a qualquer terceiro - para decidir em nome do cotista supostamente em conflito se ele está ou não em alguma posição que o impeça previamente de exercer seus direitos políticos - subverteria por completo o direito de voto em fundos de investimentos. Qualquer agente diferente do cotista em questão jamais terá conhecimento,

²⁷ Doc. SEI 1234617.

²⁸ “18.1.2. Não há limitação à subscrição ou aquisição de cotas do FUNDO por qualquer pessoa física ou jurídica, brasileira ou estrangeira, ficando ressalvado que se o Fundo aplicar recursos em imóveis que tenha como incorporador, construtor ou sócio, Cotista que possua, isoladamente ou em conjunto com pessoa a ele ligada percentual de 25% (vinte e cinco por cento) das Cotas do Fundo passará a sujeitar-se à tributação aplicável às pessoas jurídicas.

18.1.3. Não há nenhuma garantia ou controle efetivo por parte da Instituição Administradora, no sentido de se manter o tratamento tributário do Fundo com as características previstas neste Regulamento, nem quanto ao tratamento tributário conferido aos seus Cotistas para fins da não incidência do Imposto de Renda retido na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas com relação aos rendimentos distribuídos pelo Fundo ao Cotista pessoa física.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

informações ou condições mínimas de avaliar com precisão a existência e o grau de relevância do conflito de interesses.

54. Tanto a SDM quanto a SIN concordam com esse entendimento. A redação atual do art. 24 da Instrução CVM nº 472/2008 foi conferida pela Instrução CVM nº 571/2015, norma submetida previamente a audiência pública para que os participantes de mercado enviassem seus comentários, críticas, dúvidas e sugestões à CVM, como expressamente previsto no art. 8º, §3º, inciso I, da Lei nº 6.385/1976.

55. Nessa audiência pública, a própria Administradora apresentou a seguinte dúvida: “*não restou claro quem deverá declarar o impedimento do cotista, ou seja, se será o próprio cotista que deverá ser declarado impedido, ou se o administrador ou demais cotistas que devem indicar o conflito. Solicitamos, por gentileza, esclarecimentos a este respeito*”²⁹.

56. Em resposta, o Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 07/2014, divulgado em 25.11.2015, informou que “[p]ara 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”.

57. Assim, temos que, desde novembro de 2015, há um posicionamento público - especificamente produzido em resposta a uma pergunta formulada pela Administradora - sobre a dúvida agora suscitada no Processo, acerca de quem detém competência para contestar ou obstar o exercício do direito de voto de cotista em suposta situação de conflito de interesses, no âmbito de uma assembleia geral de cotistas.

58. Posteriormente, em 01.04.2019, no mesmo sentido, foi divulgado o Ofício-Circular nº 04/2019/CVM/SIN³⁰, consolidando o entendimento de que “o termo ‘cotas emitidas’ previsto no dispositivo é a de que as cotas aptas a serem consideradas no cômputo do quórum são aquelas

²⁹ http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0714.html

³⁰ <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin/oc-sin-0419.html>



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

admissíveis a compor votação, e por essa razão, eventuais participações detidas por investidores que se declarem conflitados não devem ser consideradas para efeitos do cômputo” (grifou-se).

59. Dessa forma, cabe exclusivamente ao próprio cotista a atribuição de suscitar o conflito de interesses aventado no art. 24, §1º, inciso VI, da Instrução CVM nº 472/2008.

Considerações finais sobre o papel do administrador fiduciário em assembleias gerais de cotistas

60. Por fim, é oportuno que sejam tecidas algumas rápidas considerações sobre os direitos e deveres dos administradores fiduciários de fundos de investimento, especificamente em assembleias gerais de cotistas.

61. De plano, registro que o administrador fiduciário não tem o direito - muito menos o dever - de impedir o exercício do direito de voto de qualquer cotista em assembleia geral. Independentemente do quão convicto possa estar sobre uma determinada situação e sobre todos os detalhes jurídicos e regulatórios relacionados a um caso concreto, não possui esse prestador de serviço do condomínio qualquer competência que confira a ele o direito de frustrar o exercício legítimo dos direitos políticos inerentes às cotas de emissão do fundo sob sua administração.

62. A assembleia geral de cotistas, como o próprio nome sinaliza, pertence aos cotistas. São eles os donos do fundo de investimento. São eles os principais centros de controle e comando desse veículo de investimento. São eles, aliás, que elegem a composição da mesa que conduzirá os trabalhos do conclave³¹.

63. Os demais agentes que orbitam em torno da estrutura, por mais essenciais que sejam (como claramente é o caso do administrador fiduciário), são prestadores de serviços e, como tais, podem ser contratados e substituídos livremente por deliberação dos cotistas, de acordo com as regras e quóruns aplicáveis, com destaque para a soberania da assembleia geral.

64. No máximo, quando muito, dependendo do caso concreto, o administrador fiduciário dos fundos de investimento pode vir a ter, em alguma medida, no contexto do cumprimento de seu

³¹ Com relação ao Fundo, não há no regulamento e nem na Instrução CVM nº 472/2008 qualquer previsão que atribua à Administradora o direito ou a competência para presidir os trabalhos da assembleia. Nesse caso, prevalece a regra geral do princípio majoritário que determina que caberá à maioria das cotas presentes eleger a composição da mesa.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

dever de diligência, a obrigação de registrar em ata suas opiniões e alertar os cotistas acerca de seu entendimento a respeito da regularidade ou irregularidade de alguma deliberação ou situação específica.

65. Ainda assim, caso não concorde com alguma deliberação ou caso entenda como irregular alguma medida a ser implementada pelo fundo, sempre poderá o administrador fiduciário, assim como qualquer outro prestador de serviços do condomínio, formular consultas ao regulador (como a Administradora fez neste caso), renunciar às suas funções ou encaminhar os trâmites de sua substituição.

IV. Conclusões

66. Ante o exposto, por todas as razões acima, voto pelo provimento integral do Recurso, concluindo que **(i)** a Recorrente não está impedida de votar nas matérias objeto das 2 (duas) assembleias em questão; **(ii)** cotistas titulares de mais de 10% das cotas de emissão do Fundo também não estão impedidos de votar em tais assuntos; e **(iii)** o exercício do direito de voto da CCP não depende do procedimento descrito no art. 24, §2º, inciso II, da Instrução CVM nº 472/2008.

É como voto.

Rio de Janeiro, 25 de maio de 2021.

Alexandre Costa Rangel

Diretor