



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 19957.002358/2021-39

Reg. Col. nº 2358/2021

Interessados: JFL GP Gestão Imobiliária Ltda.
Banco Genial S.A.
BRPP Gestão de Produtos Estruturados Ltda.

Assunto: Pedido de dispensa da obrigatoriedade de aprovação, em assembleia geral de cotistas, de futuras aquisições de ativos, nos termos do art. 34 da Instrução CVM nº 472/2008

Relatoria: Superintendência de Supervisão de Securitização – SSE

Voto: Diretor Alexandre Costa Rangel

Manifestação de Voto

I. Introdução

1. Apresento esta manifestação de voto para divergir da opinião da Superintendência de Supervisão de Securitização (“SSE” ou “Área Técnica”), manifestada por meio do Ofício Interno nº 8/2021/CVM/SSE/GSEC-1 (“Ofício Interno”)¹, no âmbito deste Processo Administrativo CVM nº 19957.002358/2021-39 (“Processo”), sobre questões relacionadas ao JFL Living Fundo de Investimento Imobiliário (“Fundo” ou “FII”).
2. O Ofício Interno indeferiu pedido de dispensa formulado por Banco Genial S.A., na qualidade de administrador fiduciário do Fundo (“Administrador”), BRPP Gestão de Produtos Estruturados Ltda., como gestor do FII (“Gestor”) e JFL GP Gestão Imobiliária Ltda., enquanto

¹ Doc. SEI 1269070.



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

consultoria especializada contratada pelo FII (“Consultora Especializada” e, quando em conjunto com o Administrador e Gestor, “Requerentes”).

3. O pedido de dispensa em questão, em suma, formalizou requerimento à CVM pleiteando “(i) a dispensa da obrigatoriedade de aprovar, em assembleia geral de cotistas do Fundo, a aquisição de ativos que configurem potencial conflito de interesses, nos termos da Instrução CVM 472, (ii) a autorização para que o Fundo, em Assembleia Geral Originária, delibere acerca da criação do Comitê Consultivo, de forma que o Fundo, no futuro, seja autorizado a proceder com a aquisição de ativos imobiliários detidos pelas partes relacionadas à Consultora sem que seja necessária realizar nova assembleia geral de cotistas, bem como (iii) a permissão de que os membros do Comitê Consultivo sejam remunerados diretamente pelo Fundo” (“Pedido de Dispensa”)².

4. A SSE manifestou-se contrariamente ao Pedido de Dispensa, nos termos do Ofício Interno, propondo “ao Colegiado não acatar o pedido de dispensa para que o Comitê Consultivo possa substituir a Assembleia Geral de cotistas de um fundo de investimento imobiliário na aprovação de transações que envolvam potencial conflito de interesses, nos termos do disposto no art. 34 da ICVM 472”³⁻⁴.

5. Discordo da Área Técnica e entendo que o Pedido de Dispensa merece provimento integral.

6. Passo a expor os fundamentos da minha posição.

² Doc. SEI 1219050.

³ “Art. 34. Os atos que caracterizem conflito de interesses entre o fundo e o administrador, gestor ou consultor especializado dependem de aprovação prévia, específica e informada da assembleia geral de cotistas.”

⁴ Em complemento, ainda na parte referente à conclusão, apesar da negativa quanto ao Pedido de Dispensa, a Área Técnica registrou o seguinte entendimento: “a) A exigência do art. 34 da ICVM 472, de que haja “aprovação prévia, específica e informada” para os atos que caracterizem conflitos, permite que se delibere, em assembleia única, a aquisição de ativos potencialmente conflitados, desde que sejam definidos e aprovados os critérios de elegibilidade objetivos para a aquisição de tais ativos e que tais critérios passem a constar do Regulamento; b) No caso específico de ativos imobiliários, os critérios de elegibilidade que permitem a aprovação em assembleia única, devem incluir (i) listagem de todos os imóveis que se pretende adquirir, os quais, presumidamente já seriam de titularidade das partes relacionadas, com as respectivas localizações geográficas, e demais dados relevantes, dentro dos parâmetros estabelecidos pela política de investimentos do fundo; (ii) qual(is) a(s) parte relacionada(s) envolvida(s) na operação; (iii) os motivos pelos quais seria vantajoso para o fundo a aquisição dos ativos listados; (iv) os parâmetros de preço que serão utilizados pelo administrador nas aquisições, bem como, por exemplo, a possibilidade de contratação de laudos de terceiros independentes, incluindo a lista de empresas avaliadoras aptas a serem contratadas e as faixas de preços aceitáveis, dentre outros.”



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. Mérito

7. Voto pelo deferimento do Pedido de Dispensa pelos seguintes motivos:

- (i) Premissas e finalidades do requisito de deliberação assemblear. A exigência inscrita no art. 34 da Instrução CVM nº 472/2008 não se confunde com um requisito de caráter absoluto ou intransponível. Neste caso concreto, a estrutura de governança sugerida pelos Requerentes atende à finalidade do dispositivo, uma vez que protege os investidores de abusos e, simultaneamente, permite ao Fundo deliberar sobre a celebração, ou não, de um negócio que pode ser do seu interesse;
- (ii) Comitês independentes como arranjos organizacionais regulares, eficientes e legítimos. Os comitês independentes constituem mecanismos com larga utilização no mercado de valores mobiliários, capazes de lidar com situações de potenciais conflitos de interesses de forma regular, eficiente e legítima. Ficam coibidas situações irregulares, com o afastamento das partes conflitadas do processo decisório em questão; ao mesmo tempo em que se preserva a possibilidade de que oportunidades porventura benéficas ao Fundo sejam deliberadas, sem colocar em risco o melhor interesse do Fundo em negociações com partes relacionadas;
- (iii) Regime informacional adequado. A completude e transparência do regime informacional assegurado no âmbito do Fundo, com relação aos potenciais negócios que poderão ser realizados com partes relacionadas, parecem asseguradas neste caso; e
- (iv) Propriedade dos ativos imobiliários. Os ativos imobiliários objeto do Pedido de Dispensa, que poderão vir a ser adquiridos pelo Fundo em situação de potencial conflito de interesse por meio de deliberação do Comitê Consultivo, não são de propriedade de qualquer cotista com direito de voto, nem de prestador de serviço essencial com efetivo poder de decisão em nome do Fundo. Os ativos são de propriedade de partes relacionadas à Consultora Especializada, que, nos termos do regulamento, a princípio, não possui competência para fazer nada muito além de simplesmente recomendar ou sugerir investimentos ao Gestor e ao Administrador, os quais, estes sim, possuem todos os direitos e deveres relativos à tomada de decisão. Ainda, preservando a higidez do processo de formação de vontade do Fundo sobre a aquisição dos ativos imobiliários conflitados, objeto do Pedido de Dispensa,



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 forma ainda mais conservadora, nem mesmo o Gestor e o Administrador manteriam as prerrogativas relacionadas à decisão sobre o negócio, o que ficaria a cargo exclusivo do Comitê Consultivo.

8. É o que explicarei com maior profundidade nesta seção.

Premissas e finalidades do requisito de deliberação assemblear inscrito no art. 34 da Instrução CVM n° 472/2008

9. O art. 34 da Instrução CVM n° 472/2008 dispõe, em sua literalidade, que os “*atos que caracterizem conflito de interesses entre o fundo e o administrador, gestor ou consultor especializado dependem de aprovação prévia, específica e informada da assembleia geral de cotistas*”⁵. Dessa redação, algumas questões úteis ao deslinde deste caso devem ser destacadas.

10. A primeira delas diz respeito à premissa central que permeia o comando regulamentar em discussão, a saber: não há, em absoluto, qualquer vedação para que seja celebrado um negócio no qual, eventualmente, o administrador, o gestor ou o consultor especializado tenha algum tipo de interesse conflitante com o do fundo de investimento imobiliário. Em sentido contrário, a norma define que atos que caracterizem conflito de interesses podem celebrados, acrescentando apenas as condições e os parâmetros que devem ser observados para tanto (aprovação assemblear). A abordagem regulatória aplicável aos fundos de investimento em participações segue caminho similar⁶.

⁵ Considerando que a Lei n° 8.668/1993 referiu-se, apenas, ao administrador fiduciário e ao empreendedor como agentes destinatários do comando legal relativo a conflito de interesses, nota-se que a regulamentação optou por estender o rol de participantes previstos na legislação aplicável objeto de conflito. Confira-se a redação da lei: “Art. 12. É vedado à instituição administradora, no exercício específico de suas funções e utilizando-se dos recursos do Fundo de Investimento Imobiliário: (...) VII - realizar operações do fundo quando caracterizada situação de conflito de interesse entre o fundo e a instituição administradora, ou entre o fundo e o empreendedor.” (grifos meus). Ainda sobre o tratamento legal conferido à matéria, cabe ressaltar o teor do art. 8º da Lei n° 8.668/1993, que enuncia que “O [administrador] fiduciário administrará os bens adquiridos em fidúcia e deles disporá na forma e para os fins estabelecidos no regulamento do fundo ou em assembleia de quotistas, respondendo em caso de má gestão, gestão temerária, conflito de interesses, descumprimento do regulamento do fundo ou de determinação da assembleia de quotistas”.

⁶ Nos termos do inciso XII do art. 24 da Instrução CVM n° 578/2016, compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre “a aprovação dos atos que configurem potencial conflito de interesses entre o fundo e seu administrador ou gestor e entre o fundo e qualquer cotista, ou grupo de cotistas, que detenham mais de 10% das cotas subscritas”.



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

11. Trata-se, a meu ver, de posição inspirada de algum modo na Lei n° 6.404/1976, cujo (i) art. 117, §1º, alínea “f”, autoriza o acionista controlador a contratar com a companhia controlada, desde que o faça em condições equitativas e sem favorecimento⁷; e (ii) art. 156, §1º, igualmente autoriza o administrador a celebrar negócios com a companhia, contanto que o faça em condições razoáveis ou equivalentes àquelas que seriam praticadas com terceiros⁸. A busca por inspiração no arcabouço da lei do anonimato é natural, considerando que os fundos imobiliários e os de participações, apesar da natureza jurídica de condomínios especiais⁹, ostentam características, em diversos aspectos, de extrema semelhança com as sociedades anônimas. Por esse motivo, alguns institutos, soluções e instrumentos extraídos da Lei n° 6.404/1976 podem ajudar a resolver desafios que se apresentam aos fundos imobiliários e aos de participações – respeitadas, naturalmente, as peculiaridades e diferenças que se impõem entre os referidos veículos e as sociedades anônimas, quando for o caso.

12. Importante assentar, assim, uma primeira observação: como os atos em conflito de interesses foram permitidos pela norma, temos que os parâmetros exigidos para que tais negócios sejam celebrados (aprovação assemblear) não constituem uma finalidade *de per se*. São pré-requisitos que devem ser cumpridos para que tais oportunidades possam ser avaliadas pelo Fundo. São filtros que agregam segurança jurídica e proteção aos interesses do Fundo no contexto de negócios autorizados, mas que em algumas situações, eventualmente, podem dar margem a abusos ou expor os investidores a situações indesejáveis.

13. O objetivo precípua da regulação ao lançar mão da aprovação assemblear, de forma cautelosa e compreensível, consiste em evitar que uma parte diretamente interessada no negócio (no caso concreto, a Consultora Especializada) participe ou interfira no processo de formação da vontade do Fundo. O requisito de aprovação em assembleia apresenta-se como um mecanismo que busca proteger, previamente, os interesses do Fundo de potenciais interferências indevidas que

⁷ “Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. §1º São modalidades de exercício abusivo de poder: (...) f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;”

⁸ “Art. 156. (...) § 1º Ainda que observado o disposto neste artigo, o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.”

⁹ Conforme inserido pela Lei n° 13.874/2019 (“Lei de Liberdade Econômica”), o art. 1.368-C do Código Civil dispõe que o “fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza”.



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

poderiam ser tentadas pela Consultora Especializada, em caso de descumprimento de suas obrigações de atuar visando ao melhor interesse do Fundo, assegurando aos titulares das cotas o poder de decisão.

14. Trata-se de dilema típico que pode surgir entre os centros de propriedade do capital (cotistas) e a administração de qualquer veículo de investimento (prestadores de serviços em geral), como os chamados conflitos de agência¹⁰ ou o *moral hazard*. São hipóteses em que os administradores ou prestadores de serviços de uma determinada entidade enxergam-se diante de uma situação em que possuem incentivos desalinhados aos dos titulares do capital do veículo que os contratou.

15. A regulação do mercado de valores mobiliários, nesse ponto, acertadamente, optou por um procedimento que, ao mesmo tempo em que busca coibir abusos, não veda aprioristicamente a realização de negócios que podem, em diversas circunstâncias, apesar do conflito, ser inteiramente aderentes aos melhores interesses do fundo de investimento. Justamente para evitar a materialização das externalidades negativas em negócios com partes relacionadas é que a regulamentação, ao autorizar tais atos, estabeleceu a necessidade de deliberação assemblear prévia, específica e informada, por quórum qualificado de, no mínimo, 25% das cotas emitidas¹¹.

¹⁰ “*Many problems associated with the inadequacy of the current theory of the firm can also be viewed as special cases of the theory of agency relationships in which there is a growing literature. This literature has developed independently of the property rights literature even though the problems with which it is concerned are similar; the approaches are in fact highly complementary to each other. We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal. The principal can limit divergences from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs designed to limit the aberrant activities of the agent. In addition in some situations it will pay the agent to expend resources (bonding costs) to guarantee that he will not take certain actions which would harm the principal or to ensure that the principal will be compensated if he does take such actions. However, it is generally impossible for the principal or the agent at zero cost to ensure that the agent will make optimal decisions from the principal’s viewpoint. In most agency relationships the principal and the agent will incur positive monitoring and bonding costs (non-pecuniary as well as pecuniary), and in addition there will be some divergence between the agent’s decisions and those decisions which would maximize the welfare of the principal.*” (JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H., Harvard Business School; National Bureau of Economic Research (NBER); European Corporate Governance Institute (ECGI); Harvard University - Accounting & Control Unit (July 1, 1976). Michael C. Jensen, A Theory Of The Firm: Governance, Residual Claims And Organizational Forms, Harvard University Press, December 2000, Journal of Financial Economics (JFE), Vol. 3, n° 4, 1976, Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=94043>) (grifos meus).

¹¹ Considerando que o Fundo será listado em bolsa e, ao que tudo indica, terá uma base bastante pulverizada, em número superior a 100 cotistas, valerá o quórum de 25% das cotas emitidas. Nos termos da Instrução CVM n°



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

16. A solução procedimental definida pela Instrução CVM nº 472/2008, para atos em conflito de interesse, pode ser resumida da seguinte forma: **(i)** nesses casos específicos, fica bloqueado o rito ordinário e tradicional de aprovação e celebração de negócios – procedimento aplicável em situações que não envolvam partes relacionadas, nas quais prevalecem as atribuições convencionais do administrador fiduciário e gestor para, no exercício regular dos respectivos mandatos de administradores de recursos de terceiros, em linha com os critérios de elegibilidade e política de investimento previstos em regulamento, celebrar negócios em nome do Fundo; e **(ii)** em substituição ao trâmite ordinário, eleva-se a régua de instância de deliberação dentro do Fundo e exige-se que os próprios cotistas aprovelem o ato em questão, por um quórum qualificado, equivalente, no mínimo, a 25% do total das cotas emitidas pelo Fundo¹². É o que diz a literalidade

472/2008: “Art. 18. Compete privativamente à assembleia geral deliberar sobre: (...) XII – aprovação dos atos que configurem potencial conflito de interesses nos termos dos arts. 31-A, § 2º, 34 e 35, IX, desta Instrução;” (...) “Art. 20. (...) § 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.” (grifos meus).

¹² Esse quórum, originariamente, era ainda maior, de 50%. No entanto, sensível à constatação pragmática de que um percentual tão elevado assim, principalmente em fundos imobiliários pulverizados, representava um quórum inatingível, a CVM reduziu esse percentual para 25% em fundos que tenham mais de 100 cotistas. Confirma-se o teor do relatório da Audiência Pública nº SDM 07/2014, que deu origem à edição da Instrução CVM nº 571/2015, normativo que incorporou diversas alterações à Instrução CVM nº 472/2008: “Além de abordar as matérias sujeitas a quorum qualificado, a Minuta propõe uma revisão de qual seja esse quorum. Essa segunda reflexão é motivada pelo fato de que, ao mesmo tempo em que inibe a banalização de deliberações sobre matérias de acentuada relevância para os fundos, a fixação de quoruns qualificados pode impedir a tomada de decisões sobre essas mesmas matérias em razão da dispersão da titularidade das cotas e do absenteísmo dos cotistas. Com base na identificação de dificuldades para a reunião de cotistas em assembleias e alcance do quorum qualificado atualmente previsto e na consequente identificação de potenciais prejuízos ao regular funcionamento dos fundos, a Minuta ao mesmo tempo busca permitir uma organização mais eficiente de cotistas (como mencionado no item 3.2.2 acima) e mecanismos para a adequação dos quoruns à realidade da indústria brasileira de FII. No entanto, é em relação ao grupo dos fundos pulverizados que foram identificados os principais problemas para o alcance do quorum qualificado em assembleias. Para avaliar esses problemas e a adequação do quorum previsto na Instrução CVM nº 472, de 2008, a SIN coletou dados sobre a efetiva presença de cotistas em assembleias gerais e realizou estudo acerca da representatividade, em número de cotistas, dos titulares de 50% das cotas de emissão de FII pulverizados, dimensionando o esforço dos administradores para a mobilização de tais cotistas. (...) Com base nesse estudo e ressaltando tanto a utilidade quanto o ônus da imposição de quoruns qualificados, a Minuta propõe que, para os fundos que apresentem mais de 100 cotistas, seja considerado o quorum de 25% do total de cotas emitidas para a deliberação sobre as matérias listadas no parágrafo único do art. 20 da Instrução CVM nº 472, de 2008. Assim, ao mesmo tempo em que serão resguardadas as matérias que, por sua natureza, devem estar sujeitas a um regime mais rígido de deliberação, é proposto um parâmetro factível para a adoção desse regime na prática.” A flexibilização do quorum qualificado aplicável à tomada de decisões em assembleias gerais de FII corresponde a uma iniciativa da CVM para adequar o referido quorum à realidade da indústria e, assim, não impor um ônus e esforço excessivos aos administradores de fundos pulverizados.” (grifos meus)



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

do art. 34 da Instrução CVM nº 472/2008, combinado com o art. 18, inciso XII, do mesmo diploma.

17. Ocorre que, especificamente em fundos de investimento imobiliários com base pulverizada de cotistas (caso do Fundo¹³), o atingimento desse quórum qualificado (25%) tende a ser de difícil consecução, quiçá impossível. Na prática, essa circunstância de ordem fática acaba por inviabilizar a análise e deliberação em assembleia geral de uma matéria que, em muitas oportunidades, pode ser do interesse do Fundo. Essa impossibilidade não decorre, por óbvio, de uma avaliação de mérito ou juízo de valor acerca do negócio em si a ser posto em deliberação, o que sempre fica a cargo dos cotistas, pois integra a esfera regular dos direitos políticos dos investidores. O desafio central aqui, em sentido diverso, deriva do elevado nível de absenteísmo ainda constatado nos conclaves da indústria de fundos em geral, constatação que coloca em xeque a própria efetividade, alcance e utilidade da deliberação.

18. Por tais motivos – sem entrar na questão problemática dos custos e ineficiências operacionais, em fundos com passivo disperso, da realização de assembleias gerais para deliberação sobre investimentos –, fato é que a manutenção da exigência de aprovação em assembleia geral de cotistas com quórum de 25% de aprovação tenderá a ser equivalente, na verdade, à proibição da realização de tais negócios. Proibição de negócios que são, lembre-se, autorizados como premissa estrutural da própria redação do art. 34 da Instrução CVM nº 472/2008.

19. Especificamente sobre o caso concreto trazido neste Processo, é relevante lembrar que os objetivos vislumbrados pelo dispositivo em questão são essencialmente dois: (i) a preservação dos interesses do Fundo de uma indevida influência por parte dos prestadores de serviço nominalmente citados no artigo (administrador fiduciário, gestor e consultoria especializada), em defesa preventiva da higidez do processo de formação da vontade do Fundo; e (ii) a possibilidade de que os negócios e oportunidades de investimento, mesmo aqueles nos quais os referidos prestadores de serviço possam vir a ter alguma espécie de interesse conflitante, sejam efetivamente apreciados e deliberados pelo Fundo, podendo ser aprovados ou rejeitados, naturalmente.

¹³ Hoje em dia, a indústria de fundos de investimento imobiliários, em termos de pulverização de cotistas, apresenta uma realidade bem distinta da época de edição da Instrução CVM nº 472/2008 e, inclusive, das reformas promovidas pela Instrução CVM nº 571/2015.



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

20. Ora, a meu ver, todas essas finalidades encontram-se confortavelmente asseguradas com a estrutura de governança proposta pelos Requerentes no Pedido de Dispensa. Os arranjos organizacionais que precisarão ser cumpridos para que o Fundo possa tomar uma decisão acerca de eventual investimento em ativos imobiliários de propriedade de partes relacionadas à Consultora Especializada apoiam-se, em essência, na criação de um Comitê Consultivo, tópico que será aprofundado em maiores detalhes no argumento a seguir.

21. Por enquanto, basta o registro de que as regras relativas ao Comitê Consultivo **(i)** ao impedirem a participação do Administrador, Gestor e Consultora Especializada na tomada de decisão sobre os atos objeto de eventual conflito de interesses, blindam de forma conservadora e eficiente a possibilidade de interferências indevidas, protegendo o Fundo de eventuais abusos e comportamentos irregulares por parte de tais participantes; e concomitantemente **(ii)** fazem com que uma outra instância do Fundo – o próprio Comitê Consultivo, de caráter técnico, independente, cujos membros são eleitos diretamente pelos cotistas, sendo vedado qualquer vínculo com os Requerentes – tome uma decisão desinteressada, refletida e informada sobre a matéria, permitindo que um negócio objeto de conflito, que eventualmente seja do interesse do Fundo, possa vir a ser avaliado e deliberado de forma hígida e legítima (seja por sua aprovação, seja por sua rejeição).

Comitê Consultivo como arranjo organizacional eficiente de proteção dos interesses do Fundo

22. Começo este segundo argumento com uma breve descrição de algumas regras que regerão o Comitê Consultivo¹⁴.

23. O órgão será formado por três membros, todos independentes, os quais não podem possuir qualquer relação com os Requerentes¹⁵. Os membros do comitê precisam atender a requisitos

¹⁴ Conforme regulamento do Fundo (Doc. SEI 1219050): “Artigo 10.11. O Comitê Consultivo terá competência para deliberar sobre potenciais transações do Fundo com partes relacionadas e/ou que impliquem em potencial situação de conflito de interesses, nos termos da Instrução CVM 472 e demais regulamentações aplicáveis.”

¹⁵ Regulamento do Fundo: “10.8.2. Ao tomar posse como membro do Comitê Consultivo, cada indicado aprovado pela Assembleia Geral declarará, mediante a assinatura de termo específico e nos termos da Instrução CVM 472 e demais regulamentações aplicáveis, que (i) é um membro independente de quaisquer prestadores de serviços do Fundo, (ii) informará e abster-se-á de votar em reuniões que tenham por ordem do dia a análise de imóveis que os coloque em potencial ou efetiva situação de conflito de interesses, e (iii) observará os deveres e vedações previstas na regulamentação sobre o exercício profissional de administrador de carteiras, sobretudo seu dever de diligência.” (grifos meus).



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

técnicos específicos¹⁶, serão eleitos pelos cotistas do Fundo reunidos em assembleia geral, por maioria simples dos presentes¹⁷, e remunerados diretamente pelo Fundo¹⁸, reforçando a independência da atuação de tais membros.

24. Além disso, como dito acima, o Administrador, o Gestor e (mais importante) a Consultora Especializada não votam na eleição dos membros do Comitê Consultivo. Por disposição expressa da Instrução CVM nº 472/2008, o administrador, gestor e prestadores de serviços dos fundos de investimento imobiliários, incluindo respectivos sócios e funcionários, caso sejam cotistas, não podem votar em assembleias gerais, independentemente da matéria objeto de apreciação¹⁹. Ou seja, a decisão acerca dos membros do Comitê Consultivo caberá, única e exclusivamente, aos cotistas do Fundo.

25. Ainda sobre a legitimidade do órgão em discussão, cabe destaque para o fato de que o Comitê Consultivo será incorporado ao regulamento apenas mediante deliberação favorável de cotistas que representem, ao menos, 25% do total das cotas de emissão do Fundo, reunidos soberanamente em assembleia geral²⁰. Trata-se do mesmo quórum qualificado para o qual se pede a dispensa neste Processo (previsto no art. 34 da Instrução CVM nº 472/2008, combinado com outros dispositivos do normativo). Cuida-se do quórum mais elevado previsto na regulamentação da CVM para fundos imobiliários pulverizados, com passivo superior a 100 cotistas. Não se está

¹⁶ “Artigo 10.4. Somente poderá ser eleito para o Comitê Consultivo o profissional que preencher os seguintes requisitos: (i) possuir experiência profissional em atividade diretamente relacionada à análise ou à estruturação de investimentos imobiliários, ou ser especialista com notório saber no ramo imobiliário; (ii) ser aprovado pelos procedimentos de compliance conduzidos pelo Administrador, nos termos de seus manuais e políticas aplicáveis; e (iii) possuir disponibilidade e compatibilidade para participação das reuniões do Comitê Consultivo.”

¹⁷ “Artigo 10.8. A eleição dos membros do Comitê Consultivo dependerá da aprovação da maioria dos Cotistas presentes na Assembleia Geral. Os membros indicados para compor o Comitê Consultivo, incluindo aqueles eventualmente indicados pelos Cotistas, serão devidamente informados aos Cotistas no ato da convocação da Assembleia Geral.”

¹⁸ “Artigo 10.2.1. Os membros serão eleitos pelos Cotistas reunidos em Assembleia Geral, nos termos deste Regulamento, a qual fixará também a forma de remuneração, que deverá ser realizada de maneira igualitária entre os membros.”

¹⁹ “Art. 24. O cotista deve exercer o direito a voto no interesse do fundo. § 1º Não podem votar nas assembleias gerais do fundo: I – seu administrador ou seu 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; 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; e VI – o cotista cujo interesse seja conflitante com o do fundo.” (grifos meus)

²⁰ Segundo o Pedido de Dispensa: “Tendo em vista que a constituição do Comitê Consultivo acarretará alteração do Regulamento do Fundo, o quórum para aprovação da constituição do Comitê Consultivo será aquele indicado no parágrafo 1º do artigo 20 da Instrução CVM 472”.



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

diante, portanto, de uma nova regra que passaria a ser aplicável por meio de uma aprovação menos rígida, menos legítima ou menos representativa dos titulares das cotas do Fundo. A nova regra somente será aprovada caso, pelo menos, o maior percentual originalmente exigido pela norma (25%) esteja de acordo com o novo arranjo, de forma legítima e soberana.

26. Conforme proposto pelos Requerentes, o Comitê Consultivo terá competência para deliberar sobre negócios com partes relacionadas do Fundo “*e/ou que impliquem em potencial situação de conflito de interesses*”²¹. A deliberação do comitê ocorrerá por maioria, de modo que dois dos três membros precisam se manifestar favoravelmente para que a matéria seja aprovada²². Apenas poderão ser submetidas ao Comitê Consultivo oportunidades de negócios imobiliários que estejam aderentes ao regulamento do Fundo, à política de investimento²³ e que venham acompanhadas de um laudo de avaliação independente, elaborado por firma especializada indicada pelo próprio Comitê Consultivo²⁴.

27. Ainda, consta do regulamento disposição expressa no sentido de que as “*decisões do Comitê Consultivo não eximirão o Administrador, a Gestora ou o Consultor, conforme o caso, tampouco as pessoas por elas contratadas, de suas responsabilidades perante a CVM, os Cotistas ou terceiros, conforme disposto na Instrução CVM 472 e na regulamentação em vigor, observada a extensão dos seus respectivos deveres, inclusive fiduciários, perante o Fundo, os Cotistas e terceiros*”²⁵.

28. Nesse sentido, de acordo com as regras descritas acima, parece-me claro que o Comitê Consultivo consubstancia um arranjo organizacional legítimo, eficiente, regular e que equaciona adequadamente as preocupações que justificaram o requisito de aprovação assemblear inscrito no art. 34 da Instrução CVM nº 472/2008. O Comitê Consultivo consiste em mecanismo de

²¹ Vide NR 12, acima.

²² “Artigo 10.13.3. Na hipótese de aprovação da transação, que se dará pelo voto da maioria dos membros do Comitê Consultivo (ou seja, pelo menos 2 de 3 membros), o Fundo, o Administrador e a Gestora poderão tomar todas as medidas necessárias para efetuar a transação em questão, sem que seja necessário submetê-la à Assembleia Geral.”

²³ “Artigo 10.13. Somente serão considerados para a análise do Comitê Consultivo imóveis caracterizados como Ativos Imobiliários e que estejam de acordo com a Política de Investimento, nos termos deste Regulamento.”

²⁴ “Artigo 10.12. A Gestora, ao submeter uma transação conflitada à análise do Comitê Consultivo, deverá apresentar, em complemento aos detalhes da transação, um laudo de avaliação do ativo imobiliário que pretendem que seja adquirido pelo Fundo produzido por uma empresa de avaliação independente indicada pelo Comitê Consultivo. O valor do imóvel objeto de uma transação que seja submetida ao Comitê Consultivo deverá ser sempre igual ou inferior ao valor indicado no laudo de avaliação.”

²⁵ Artigo 10.13.4 do regulamento 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

governança do Fundo apto a coibir abusos e desvios de comportamento por parte dos prestadores de serviço que tenham interesses conflitantes com os do Fundo na matéria, garantindo que tais participantes ficarão alijados do processo de tomada de decisão do Fundo no que diz respeito à apreciação do negócio. Mas não apenas isso. O Comitê Consultivo, ademais, possibilita que um ato jurídico, apesar do conflito, possa ser objeto de uma efetiva deliberação por parte de um órgão eleito – exclusiva, direta e legitimamente – pelos cotistas do Fundo.

29. A prevalecer a regra originalmente prevista no art. 34 da Instrução CVM nº 472/2008 de aprovação assemblear, a possibilidade de que um ato em conflito seja verdadeiramente avaliado em sede de assembleia geral simplesmente não existiria, tendo em vista a infeliz combinação descrita anteriormente, *sui generis*, entre o atual quórum de aprovação previsto em norma, a elevada pulverização de cotistas em fundos imobiliários listados em bolsa e o ainda alto absenteísmo de investidores em assembleias no mercado de valores mobiliários brasileiro.

30. Recorrendo aos ensinamentos construídos no contexto do direito societário – como dito acima, fonte de inspiração do próprio comando do art. 34 da Instrução CVM nº 472/2008 –, as soluções organizacionais de governança, como os comitês independentes, desempenham papel de extrema relevância no enfrentamento dos conflitos de agência, apresentando-se como um arranjo eficiente e seguro para os investidores. Os comitês especializados, nesse sentido, destacam-se como um dos instrumentos mais utilizados para superar os obstáculos advindos de questões de conflito, viabilizando uma avaliação independente com relação a matérias sobre as quais um participante relevante na estrutura do veículo de investimento tenha algum outro interesse específico, porventura conflituoso com aqueles da entidade em questão²⁶.

²⁶ Mais recentemente, o Diretor Gustavo Gonzalez assim se posicionou, com propriedade, no PAS CVM 19957.003190/2019-64, julgado em 26.05.2020: “O exercício de interpretação da lei societária precisa considerar a intenção do legislador de estabelecer um regime equilibrado, que ao mesmo tempo coíbe o abuso e protege negócios eficientes. Exige-se, com razão, que os negócios sejam úteis à sociedade e equitativos, sem ignorar que partes independentes estão a todo tempo a contratar, o que evidencia que negócios bilaterais podem ser – e usualmente são – celebrados em condições favoráveis para as duas partes do negócio. (...) O direito societário reconhece a importância das soluções organizacionais para lidar com os chamados conflitos de agência. Com efeito, as mesmas razões que justificam um regime mais intrusivo nas operações envolvendo os interesses próprios do acionista controlador (e, de um modo geral, em outras situações de potencial conflito de interesses) também autorizam a atribuir consequências jurídicas a medidas aptas a blindar a companhia da interferência desses sujeitos interessados. Não se trata, exclusivamente, de prestigiar uma solução razoável ou desejável; antes de tudo, é lógico e coerente com o sistema assumir que processos conduzidos com verdadeira independência resultarão em operações equitativas. Afinal, se a lógica para a instituição de regimes mais intrusivos é a de que a existência de interesses extrassociais”



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

31. É preciso reafirmar a pertinência dos arranjos especiais de governança que se fundamentem na existência e no correto funcionamento dos comitês independentes para equacionar problemas oriundos de conflito de interesses e tantos outros temas que guardam alguma relação com conflitos de agência e que busquem a neutralização de externalidades negativas verificadas no mercado de valores mobiliários²⁷.

impõe um risco maior de abuso, a exclusão daquele elemento que ameaçava a consecução do interesse social parece restabelecer a normalidade. É o que ocorre naqueles casos em que soluções organizacionais afastam ou reduzem aqueles elementos que colocavam em risco a adequação da decisão. Afinal, mesmo que para os casos de operações envolvendo controladores a lei acionária imponha uma verdadeira obrigação de resultado (ao exigir que elas sejam equitativas), ao se afastar esse risco adicional, a equitatividade pode, a princípio, ser provada a partir do que tende a ocorrer na generalidade dos casos. Justifica-se, portanto, prestigiar os meios adotados para alcançar o resultado, reconhecendo que, salvo em condições bastante específicas, procedimentos hígidos geram a presunção de que a operação foi celebrada em condições equitativas.” (grifos meus)

²⁷ “Armen Alchian offered path breaking insights on the structure of the modern day corporation. Writing in the 1960s, Alchian turned on its head the literature in the Berle-Means tradition that lamented the presence of separation of ownership and control. In his flowing rhetorical style, Alchian (1969, p.229) queried, “Surely the music about separation of ownership and control requires more lyrics than that stockholding is dispersed among many stockholders.” He further asked (1969, p.223), “We should wonder why stockholders whose interests are less heeded by the top management would purchase stock in such corporations.” In other words, the fundamental question is: How has the modern corporate form managed to survive? (...) Alchian (1961) generally notes that a world with more than one person, conflicts of interest about the use of scarce resources are inevitable. More specifically, Stigler (1967) points out that conflicts of interest arise in any situation where one person acts as an agent for another. Hence, in complex organizations such as the modern corporation, conflicts of interest are inherent. A central question is whether incentive and monitoring devices arise to mitigate the negative effects of such potential conflicts or whether entrenched management can extract private benefits at the expense of shareholders. We address this question by studying the use of special committees of independent, disinterested directors in a sample of 845 completed takeovers from the 2003 to 2007 time period. Our analysis entails a setting where conflicts of interest are especially amplified and identifiable. To proxy for the severity of incentive conflicts, we use block ownership characteristics of the target firms and the potential self-dealing outcomes that the takeovers have for the management and board of the target firms. We estimate whether the use of special committees is a positive or negative function of conflicts of interest: are special committees used when potential conflicts are high, or is the monitoring of special committees avoided when agency costs are high? We find that the use of a special committee is positively related to the severity of conflicts of interest in corporate takeovers, such as officer and director ownership, large affiliated block ownership in the target, and when target management gets rollover equity participation in the continuing firm. In sum, target firms use special committees as monitoring devices to mitigate the potential negative effect of conflicts of interest. (...) As a whole, our results are consistent with Fama and Jensen’s (1983) prediction that outside directors will perform tasks with the most serious agency costs. Our findings are also consistent with the prediction in 1980 by SEC Chairman Harold Williams that special committees of independent directors would respond to the potential conflicts of interest inherent in corporate takeovers. Indeed, our results add to the insights of Alchian and Demsetz (1972) by showing that in many takeover deals, it is important to monitor the target firm’s monitors with the unique contractual device of the special committee. Importantly, our evidence indicates that corporate boards voluntarily adapt to conflicts of interest without the prodding of legislative mandates.” (BOONE, Audra; and Mulherin, J. Harold., Who Monitors the Monitor? The Use of Special Committees by Target Firms in Corporate Takeovers (January 1, 2014). Journal of Corporate Finance, Vol. 44, 2017, AFA 2009 San Francisco Meetings Paper. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1104224>) (grifos meus)



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. A doutrina estrangeira possui vasta produção a esse respeito²⁸.
33. O Parecer de Orientação CVM nº 35/2008 apresenta-se como um exemplo nesse sentido²⁹.
34. Em termos de precedentes, o reconhecimento de soluções organizacionais, estruturais e de governança como instrumentos eficientes para resolver conflitos (inclusive para avaliar se determinado acionista pode ou não votar em matéria do interesse de partes relacionadas à companhia) também se faz presente, com consistência, em diversos processos administrativos sancionadores julgados pelo Colegiado da CVM³⁰.
35. No PAS CVM 07/05, julgado em 24.04.2007 (Caso Mendesprev), por exemplo, o relator do caso, Presidente Marcelo Trindade, acompanhado por unanimidade do Colegiado, manifestou-se no sentido de que **(i)** “*seria perfeitamente razoável admitir, mesmo nos casos em que o comando político da entidade de previdência cabe a agentes nomeados pela patrocinadora, a inexistência*

²⁸ “*Procedural regulation of related party transactions. Disclosure helps against related party transactions, but it is not sufficient. In most jurisdictions it is supplemented by mandatory rules. While these rules originally were substantive, it became clear that fixing ceilings or the outright prohibition of certain related party transactions is too inflexible an approach and may sometimes run against the interest of the shareholders. This is also true in groups of companies where transactions between the members of the group may be economically beneficial. While a number of substantive rules are kept – for example, in tax law under the arm’s length standard – more modern regulation is procedural. Usually there are consent requirements: either ex ante or sometimes ex post; by the whole board or by independent directors; in important cases by the shareholders; and sometimes by the supervisory agency. An example of a conflict of interest procedure occurs under Belgian law where a board committee of three independent directors is in charge of carrying out an assessment of the decision or transaction. In groups of companies, these consent requirements may not fully work because the board of the subsidiary is most often dependent on the parent, and consent resolutions by the general assembly are of little use if the parent is in control. Then the consent of independent directors or a decision of only the minority shareholders, as in Australia, may help. An interesting experiment is found in Italy where the minority needs to be represented on the board by a minority representative. This seems to be more effective than independent directors.*” (HOPT, Klaus J. Groups of Companies - A Comparative Study on the Economics, Law and Regulation of Corporate Groups (January 21, 2015). Ch. II 26 Groups of Companies in Jeffrey Gordon/Georg Ringe, eds., Oxford Handbook of Corporate Law and Governance, Oxford University Press 2015, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper nº 286/2015, Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2560935>) (grifos meus).

²⁹ O Parecer de Orientação CVM nº 35/2008, por exemplo, que trata dos deveres fiduciários dos administradores em operações de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo controladora, controlada ou sociedades sob controle comum, dispõe que “*para cumprir com seus deveres e alcançar os resultados esperados pela Lei nº 6.404, de 1976, os administradores de companhias abertas devem instituir procedimentos e tomar todas as medidas necessárias para que a relação de troca e demais condições da operação sejam negociados de maneira independente. Um processo de negociação independente tende a propiciar a comutatividade da operação e a demonstrar o cumprimento dos deveres fiduciários previstos em lei*”. Continua asseverando que “*segundo a experiência internacional acerca da interpretação dos deveres fiduciários dos administradores, a CVM recomenda que i) um comitê especial independente seja constituído para negociar a operação e submeter suas recomendações ao conselho de administração, observando as orientações contidas no parágrafo anterior.*” (grifos meus).

³⁰ Os dois primeiros exemplos são o **(i)** PAS CVM RJ2001/9686, julgado em 12.08.2004 (Caso Sudameris), Diretor Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos; e **(ii)** PAS CVM RJ2002/4985, julgado em 08.11.2005 (Caso BEG), Diretor Relator Pedro Marcílio.



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 impedimento de voto se for adotado algum mecanismo que assegure que a indicação do conselheiro fiscal (ou de administração) não se dará por deliberação de tais agentes. Esse seria o caso, por exemplo, de uma fundação que incluísse em seus estatutos disposição no sentido de que, nas deliberações finais de indicação de pessoas a serem indicadas como conselheiros fiscais ou de administração de sociedade patrocinadora, ou controlada por patrocinadora, em vagas destinadas aos acionistas minoritários da sociedade, somente votarão os administradores da entidade que tenham sido eleitos ou indicados pelos participantes. Essa, ou qualquer outra solução desse gênero, afastaria, a meu ver, o impedimento de voto decorrente da ligação ou atuação no interesse do controlador”.

36. Outros exemplos, no âmbito de processos administrativos sancionadores, seguem descritos nas notas de rodapé abaixo³¹⁻³².

37. A doutrina nacional também traz importantes considerações a respeito dos comitês independentes como eficiente mecanismo de controle de questões de conflito. Confira-se o enunciado abaixo³³:

“O exemplo que, de um modo geral, tem servido de inspiração para uma boa parte da criatividade

³¹ No PAS CVM 11/12, julgado em 02.12.2014 (Caso Previ, Petros, Funcef), a Diretora Luciana Dias assim se posicionou: *“O voto proferido por Marcelo Trindade no julgamento do Caso Mendesperv I não antecipou todas as situações possíveis envolvendo a eleição de membros do conselho de administração e do conselho fiscal de sociedades investidas por entidades fechadas de previdência complementar. Apesar das sugestões mais específicas, o voto admite outras sugestões de como endereçar, por meio de estruturas de governança, a questão da blindagem das decisões da entidade sobre o voto a ser proferido nas assembleias da patrocinadora. A orientação dada por Marcelo Trindade ao final do seu voto me parece, antes de tudo, uma das várias soluções possíveis (e não necessariamente a melhor) para dar efetividade aos comandos genéricos previstos nos artigos 141, §§4º e 5º, 161, §4º, 239 e 240 da Lei nº 6.404, de 1976, os quais, no entendimento consolidado pela CVM, pressupõem a vedação à participação do acionista controlador, direto ou indireto, e de todos os demais acionistas que, direta ou indiretamente, sejam por ele influenciados em votações em que somente se legitimam a participar acionistas minoritários. Assim, ausentes ou inefetivos esses mecanismos de blindagem, parece-me possível assumir a influência de uma patrocinadora sobre a entidade patrocinada e inferir também a influência exercida indiretamente pelo acionista controlador da primeira sobre a segunda”* (grifos meus).

³² No PAS CVM RJ2013/2759, julgado em 20.02.2018 (Caso Aliança da Bahia), o Diretor Relator Henrique Machado consignou que *“em que pese o legítimo interesse dessas entidades na fiscalização de seus investimentos, o mencionado precedente e outros que o seguiram decidiram que a habilitação das entidades de previdência para participar de eleições para conselhos fiscais de companhias abertas patrocinadoras, nas vagas destinadas a minoritários, deve ser avaliada à luz de sua estrutura administrativa. Nesse sentido, a sua participação nas votações somente seria permitida quando a entidade possuir mecanismos de governança que impeçam a influência do acionista”* (grifos meus).

³³ YAZBEK, Otavio. “Comitês Independentes e Tomada de Decisão em Caso de Impedimento de Voto – Uma Proposta, Limites e Possibilidades”. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis Andrade; HENRIQUES, Marcus de Freitas (Coords.). *Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas: Homenagem a Nelson Eizirik*. Volume II, São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 134-137).



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

institucional mais recente em matéria de comitês é o dos comitês especiais independentes na prática norte americana. E aqui vale a mesma lógica acima descrita: embora a orientação dos negócios deva ser dada, como regra geral, pelos administradores, podem existir casos em que é conveniente que um comitê decida a respeito de uma determinada matéria não só para se obter uma maior especialização ou uma maior dedicação ao tema, mas, principalmente, para que se possa enfrentar situações em que, por qualquer motivo, os tomadores de decisão ordinários talvez não sejam as pessoas mais adequadas para decidir.

(...)

Como se pode ver, boa parte da legitimidade de um comitê especial decorre de seu desenho institucional, assim como dos procedimentos que para ele foram definidos. E, como não poderia deixar de ser, a literatura que trata da matéria procurou identificar alguns traços considerados imprescindíveis ou, no mínimo, muito importantes em tais órgãos. Vale apontar para alguns deles: (a) a independência daqueles que sejam indicados como membros do comitê, que é usualmente aferida com base nos padrões de governança adotados em cada local; (b) a qualificação técnica e a disponibilidade desses membros para o desempenho de suas funções; (c) a existência de um mandato não só claro, mas também amplo o suficiente para permitir uma decisão adequada e independente (...); e (d) o fato de a decisão do comitê ser vinculante para a administração ou para os controladores da companhia.

(...)

De qualquer maneira, o que vale destacar aqui é que, contando com essas características ou, ao menos, com a maior parte delas, o comitê tende a ser um mecanismo apto a, pelo menos no que se refere a certos conflitos, permitir que se afaste a influência dos interesses de determinados sujeitos sobre o processo decisório. E, com isso, ele pode permitir que uma decisão adequada – correspondente ao real interesse da entidade, se existente – seja tomada.” (grifos meus).

38. Encerrando este segundo argumento, e de volta às especificidades do Processo, entendo que o Comitê Consultivo, tal como proposto pelos Requerentes, constitui um arranjo organizacional legítimo, eficiente e regular, plenamente capaz de atingir as finalidades perseguidas pelo art. 34 da Instrução CVM nº 472/2008. Isso porque o referido órgão **(i)** protege os cotistas de potenciais abusos, irregularidades ou interferências indevidas no processo de formação de vontade do Fundo com relação aos negócios objeto de conflito, uma vez que a Consultora Especializada, assim como o Administrador e o Gestor, estariam afastados da instância responsável pela deliberação do tema; e **(ii)** sincronamente, viabiliza em termos pragmáticos a possibilidade de que uma matéria que pode ser do interesse do Fundo, apesar do conflito, seja, efetivamente, deliberada por um órgão não apenas técnico, mas independente. Trata-se de remédio proporcional, razoável e compatível com as características do Fundo e com a sistemática da Instrução CVM nº 472/2008.
39. Avanço para o terceiro fundamento deste 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

A completude do regime informacional parece assegurada no âmbito do regulamento do Fundo proposto pelos Requerentes

40. De acordo com os elementos trazidos aos autos pelos Requerentes, o funcionamento e as regras aplicáveis ao Comitê Consultivo estarão previstos de forma transparente no regulamento do Fundo.

41. Faço aqui referência a todas características descritas acima, nos itens 22 a 26 deste voto, as quais foram extraídas da minuta de regulamento apresentada no Pedido de Dispensa e permitem uma adequada e completa compreensão do Comitê Consultivo.

Os ativos imobiliários são de propriedade de partes relacionadas à Consultora Especializada, que não possui competência ou autonomia para participar decisivamente do processo de tomada de decisão em nome do Fundo

42. Meu quarto e último ponto, também relevante para o deslinde do caso, surge a partir da constatação de que os ativos imobiliários que poderão vir a ser objeto de investimento pelo Fundo, em caso de aprovação do Pedido de Dispensa, são detidos por partes relacionadas à Consultora Especializada.

43. A Consultora Especializada é um prestador de serviços que não ocupa uma posição de autonomia ou independência na estrutura de governança do Fundo para fins da tomada de decisão. Não possui habilitação como administrador fiduciário, nem como gestor – posições, estas sim, que ocupam assento diferenciado, mais essencial e próximo do núcleo verdadeiramente decisório na estrutura dos fundos de investimento.

44. As atribuições da Consultora Especializada, conforme descritas nos autos, situam-se dentro de um contorno mais restrito e limitado de uma consultoria propriamente dita, como a terminologia já sinaliza. As atividades realizadas por esse participante, a rigor, consistem em meras orientações, sugestões, opiniões, entendimentos, recomendações, sem qualquer caráter vinculante ou obrigatório. Não verifico, no trabalho da Consultora Especializada, o condão de determinar o sentido da decisão do Fundo. Mais do que isso, compulsando o Processo, fica claro que uma parcela preponderante do que se descreveu como atividade da Consultora Especializada no regulamento refere-se à gestão, controle e acompanhamento dos ativos e empreendimentos imobiliários que compõem a carteira do Fundo. Uma rotina bem específica, operacional e técnica,



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

relativa ao dia-a-dia dos investimentos que integram o patrimônio do Fundo. Nesses termos, o regulamento dispõe que a Consultora Especializada foi contratada para “*prestar os serviços de consultoria imobiliária em relação à administração e gestão imobiliária e operacional dos Imóveis e SPE que compõe a Carteira do Fundo*” (art. 6.14). Prossegue afirmando que a Consultora Especializada deve, sempre, observar a competência do Administrador e Gestor (art. 6.15), cabendo a ela, dentre outras tarefas, “*fiscalizar a atuação de empresas de administração imobiliária, caso contratada pelo Administrador, no âmbito dos Ativos Imobiliários*” [art. 6.15.(i)].

45. Portanto, fazendo um apanhado mais direto sobre o que abordei até agora especificamente sobre esse participante, temos que a Consultora Especializada **(i)** não vota nas assembleias gerais de cotistas, por vedação expressa da Instrução CVM nº 472/2008; **(ii)** por esse motivo, não votará na eleição do Comitê Consultivo, cujos membros serão eleitos em assembleia geral pelo maior quórum existente na regulação aplicável aos fundos imobiliários pulverizados, de forma legítima; **(iii)** conforme Pedido de Dispensa, estará inteiramente afastada do processo de decisão que será conduzido pelo Comitê Consultivo; **(iv)** não terá mecanismos ou caminhos possíveis para interferir na deliberação do tema pelo Comitê Consultivo, considerando que pessoas relacionadas a qualquer dos Requerentes não poderão ser eleitas para o órgão.

46. Nesses termos, seja em função de suas próprias competências legais e regulamentares, seja em decorrência especificamente da estrutura de governança idealizada no âmbito do Pedido de Dispensa, fato é que não restaria à Consultora Especializada qualquer participação minimamente relevante ou vinculante no processo de deliberação do Fundo com relação aos negócios conflitados.

47. Assim, também por considerar o papel mais circunscrito desempenhado no âmbito do Fundo pela Consultora Especializada – justamente o participante que dá origem ao conflito tratado neste Processo –, entendo que a estrutura de governança materializada pelo Comitê Consultivo, observados os contornos apresentados no Pedido de Dispensa, encontra-se alinhada às finalidades do art. 34 da Instrução CVM nº 472/2008 e de toda sistemática regulatória de proteção dos investidores e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, em benefício da indústria de fundos de investimento.



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

III. Conclusões

48. Ante o exposto, voto pelo deferimento integral do Pedido de Dispensa, tal como apresentado pelos Requerentes.

49. Adoto como fundamento, como explicado em maiores detalhes acima, os seguintes pontos: **(i)** a estrutura de governança a ser implementada por meio do Comitê Consultivo atende aos objetivos do art. 34 da Instrução CVM nº 472/2008, pois protege os investidores de abusos e, simultaneamente, permite ao Fundo deliberar sobre a celebração, ou não, de um negócio que pode ser do seu interesse; **(ii)** os comitês independentes são arranjos organizacionais regulares, eficientes e legítimos, capazes de lidar com situações de potenciais conflitos de interesses de forma adequada, coibindo situações irregulares ao mesmo tempo em que preservam a possibilidade de que negócios que venham a ser considerados benéficos ao Fundo sejam deliberados; **(iii)** a completude e transparência do regime informacional no âmbito do Fundo, no caso concreto, parecem assegurados; e **(iv)** os ativos imobiliários objeto do Pedido de Dispensa, que poderão vir a ser adquiridos pelo Fundo em situação de potencial conflito de interesse por meio de deliberação do Comitê Consultivo, não são de propriedade de qualquer cotista com direito de voto, nem de prestador de serviço essencial com efetivo poder de decisão em nome do Fundo, sendo de propriedade de partes relacionadas à Consultora Especializada – participante que, nos termos do regulamento, não possui competência para fazer nada muito além da gestão, controle e acompanhamento dos ativos e empreendimentos imobiliários que compõem a carteira do Fundo, uma rotina bem específica, operacional e técnica, relativa ao dia-a-dia dos investimentos que integram o patrimônio do Fundo.

É como voto.

Rio de Janeiro, 26 de outubro de 2021.

Alexandre Costa Rangel

Diretor