PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM SEI nº 19957.008241/2020-88

Reg. 2.547/22

Recorrente: VOTORANTIM ASSET MANAGEMENT DTVM LTDA.

Assunto: Recurso contra decisão da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais que determinou o refazimento e reapresentação das demonstrações financeiras auditadas do Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura BB Votorantim Energia Sustentável II nas datas-base 31/12/2017, 31/12/2018 e 31/12/2019, bem como o refazimento e a reapresentação dos informes trimestrais correspondentes, a qual foi posteriormente complementada com propostas da Superintendência de Supervisão e Securitização de refazimento e reapresentação da última demonstração financeira, divulgada na data-base de 31/12/2021, de modo a ajustar retrospectivamente o saldo de abertura do início do último exercício apresentado de forma comparativa, na forma do PT CPC 23; e reapresentação dos informes trimestrais subsequentes, de maneira a contemplar os efeitos contábeis da qualificação do Fundo como não entidade de investimento.

Diretor Relator: Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo

RELATÓRIO

1. Trata-se de recurso interposto por VOTORANTIM ASSET MANAGEMENT DTVM LTDA. ("Administrador", "Gestor" ou "Recorrente") contra decisão exarada pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais ("SIN"), por meio do Ofício n° 22/2021/CVM/SIN/DLIP[1] ("Ofício de Refazimento"), que, inicialmente[2], determinou, quanto ao FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM INFRAESTRUTURA BB VOTORANTIM ENERGIA SUSTENTÁVEL II ("Fundo" ou "FIP IE II"), *"o refazimento e a reapresentação das demonstrações financeiras anuais completas datas-base 31/12/2017, 31/12/2018 e 31/12/2019, bem como o refazimento e a reapresentação dos Formulários*

[1] Doc. SEI 1180651.
[2] O Ofício Interno nº 6/2022/CVM/SSE/GSEC-12, de 21.03.2022, trouxe a análise do Recurso pela SSE, que manteve o entendimento da SIN de que o FIP IE II não se qualifica como uma entidade de investimento e, em vista do tempo decorrido, propôs reformar parcialmente a Decisão de Refazimento, determinando que "[...] o BV DTVM LTDA. [Recorrente] deve refazer e reapresentar a última demonstração financeira divulgada na data-base de 31/12/2020, ajustando retrospectivamente o saldo de abertura do início do último exercício apresentado de forma comparativa, em linha com o que requer o PT CPC 23, reapresentando, ainda, os informes trimestrais subsequentes, de maneira a contemplar os efeitos contábeis da qualificação do Fundo como não entidade de investimento".

Trimestrais Estruturados divulgados no curso dos exercícios sociais de 2017, 2018 e 2019, contemplando os estornos dos efeitos contábeis reconhecidos decorrentes da classificação inadequada do Fundo como entidade de investimento" ("Decisão de Refazimento").

2. Este processo teve origem no Processo Administrativo CVM nº 19957.007268/2020-53, instaurado em 31.07.2019, que, no âmbito da Supervisão Baseada em Risco ("SBR"), inserida no Plano Bienal 2019-2020, analisou a classificação do Fundo como entidade de investimento, à luz da Instrução CVM n° 579/2016 ("ICVM 579").

3. Como resultado da análise, em 19.11.2020, foi emitido o Relatório nº 22/2020-CVM/SIN/DLIP[3] ("Relatório nº 22"), posteriormente complementado pelo Relatório nº 57/2020-CVM/SIN/DLIP[4] ("Relatório nº 57"), de 27.11.2020, que concluiu que o FIP IE II *"está em desacordo com as condições e características típicas de entidade de investimento estabelecidas nos artigos 4º* [inciso I] *e 5º* [incisos III e IV] *da Instrução CVM 579"*.

4. Em 29/01/2021, a SIN/DLIP[5], por meio do Ofício de Refazimento, intimou o Recorrente sobre a Decisão de Refazimento, fundamentando as suas razões nos seguintes termos:

> "2. A este respeito, destacamos a participação no Fundo do Sr. [S. A. L. de M. S.], que possui 12,69% das cotas classe B, e do Sr. [V. L. G.], que possui 0,83% das cotas classe B, elemento que, em conjunto com os aspectos abaixo, caracterizam desvios no que se refere à aplicação do disposto nos artigos 4° e 5° da Instrução CVM 579 para fins de qualificação do Fundo como entidade de investimento:
>
> **a.** tais cotistas são membros da Diretoria da MW Energias Renováveis S.A. ("MW"), Originador e Operador do Fundo, sendo o Sr. [S. A. L. de M. S.] também um dos acionistas da MW;
>
> **b.** o Conselho de Administração da companhia investida Eolíca Faísa S.A é formado, além do Sr. [I. B.], pelos Srs. [S. A. L. de M. S.] e [V. L. G.], como visto, cotistas do Fundo;
>
> **c.** o Conselho de Administração da companhia investida Rincão Energia S.A. é formado, além do Sr. [R. H. de L.], pelos Srs. [S. A. L. de M. S.] e [V. L. G.], como visto, cotistas do Fundo; e
>
> **d.** quando da aquisição das ações da Rincão Energia S.A., o Fundo adquiriu a totalidade das ações de referida companhia, equivalente a 1.069.589 ações, no

[3] Doc. SEI 1147748
[4] Doc. SEI 1147765
[5] Com a criação da Superintendência de Supervisão de Securitização (SSE), em fevereiro de 2021, os processos decorrentes de SBR em estágio avançado de análise foram adicionados ao estoque de processos atribuídos a SSE. A análise deste recurso foi realizada pela SSE, com concordância da SIN.

valor de R$ 1,36 cada, das quais 100 ações eram detidas previamente pelo Sr. [S. A. L. de M. S.].

3. Em nossa opinião, os elementos mencionados são suficientes para indicar que há cotistas que influenciam ou participam da administração das entidades investidas e que o gestor do Fundo não possui plena discricionariedade na representação e na tomada de decisão junto às mesmas."

5. Diante do entendimento da SIN, em 11.03.2021, o Recorrente apresentou recurso ("Recurso")[6], alegando que o FIP IE II preenche todas as condições estabelecidas no art. 4º da ICVM 579, e que apresenta "características típicas", conforme definido no art. 5º da ICVM 579, se qualificando, portanto, como uma entidade de investimento.

6. Na sequência, em 02.06.2021, em atendimento à consulta realizada pela Superintendência de Supervisão de Securitização ("SSE", em conjunto com a SIN, "Áreas Técnicas"), a Superintendência de Normas Contábeis ("SNC") emitiu o Parecer Técnico nº 5/2021-CVM/SNC/GNC[7] ("Parecer Técnico nº 5"), em que manifestou concordância com o entendimento das Áreas Técnicas no que se refere ao descumprimento, pelo Fundo, dos requisitos para qualificação como entidade de investimento estabelecidos no art. 4º, I e art. 5º, III e IV, da ICVM 579. A SNC acrescentou, ainda, que o FIP IE II também não atende a condição de que trata o inciso IV do art. 4º, da referida Instrução, concluindo que o Fundo não se enquadra no conceito de entidade de investimento, na forma da ICVM 579, motivo pelo qual concordou com a Decisão de Refazimento.

7. Em 21.03.2022, a SSE, através do Ofício Interno nº 6/2022/CVM/SSE/GSEC-1[8] ("Ofício Interno nº 6"), e em alinhamento com o entendimento exarado pela SIN, manteve o seu entendimento de que o FIP IE II não se qualifica como uma entidade de investimento e, em razão do tempo decorrido, propôs reformar parcialmente a Decisão de Refazimento, no sentido de que *"o BV DTVM LTDA.* [Recorrente] *deve refazer e reapresentar a última demonstração financeira divulgada na data-base de 31/12/2020, ajustando retrospectivamente o saldo de abertura do início do último exercício apresentado de forma comparativa, em linha com o que requer o PT CPC 23, reapresentando, ainda, os informes trimestrais subsequentes, de maneira a contemplar os efeitos contábeis da qualificação do Fundo como não entidade de investimento"* ("Proposta de Refazimento n° 1").

[6] Doc. SEI 1214637.
[7] Doc. SEI 1277610.
[8] Doc. SEI 1455529.

8. Posteriormente, após a distribuição do processo para a minha relatoria[9], os autos foram novamente remetidos à SSE[10] a fim de: (i) adotar as providências cabíveis para intimar o Recorrente a respeito do Parecer Técnico nº 5; e (ii) proceder à apreciação do pedido de efeito suspensivo formulado pelo Recorrente, nos termos do item V da Deliberação CVM nº 463/2003, revogada pela Resolução CVM nº 46/2021.

9. Em 03.05.2022, foi encaminhado o Ofício nº 76/2022/CVM/SSE/GSEC-1[11] ao Recorrente, informando: (i) a decisão da SSE deferindo a concessão do efeito suspensivo solicitado; (ii) o conteúdo do Parecer Técnico nº 5; e (iii) as demais impressões das Áreas Técnicas, em virtude das diligências de ofício realizada pela SSE, de forma que o Gestor pudesse complementar o Recurso, se assim julgasse necessário.

10. Em 14.07.2022, o Recorrente apresentou manifestação complementar[12] ("Manifestação Complementar"), cuja análise, realizada pelas Áreas Técnicas, foi consubstanciada no Ofício Interno nº 18/2022/CVM/SSE/GSEC-1[13], de 02.08.2022 ("Ofício Interno nº 18" e, em conjunto com o Ofício Interno nº 6, "Ofícios Internos nº 6 e nº 18"), as quais concluíram que, a despeito de o Recorrente ter comprovado o atendimento, pelo Fundo, da condição contida no inciso IV do art. 4º da ICVM 579, a condição prevista no inciso I do referido dispositivo não estaria presente, *"permanecendo este como o principal elemento balizador das conclusões das* [Á]*reas* [T]*écnicas*"[14].

11. Foi mantido, portanto, o entendimento formalizado por meio do Ofício Interno nº 6 — de que o Fundo não se qualifica como entidade de investimento — e, considerando o tempo decorrido, as Áreas Técnicas se manifestaram favoravelmente à reforma da Decisão de Refazimento, no sentido de que *"o BV DTVM LTDA.* [Recorrente] *deve refazer e reapresentar sua última demonstração financeira divulgada na data-base 31/12/2021, ajustando retrospectivamente o saldo de abertura do início do último exercício apresentado, de forma comparativa, em linha com os dispositivos de retificação de erro contábil contidos no PT CPC 23. Devem ser reapresentados, ainda, os informes trimestrais subsequentes, de maneira a contemplar os efeitos contábeis da qualificação do Fundo como não entidade de investimento, bem como informar corretamente que as cotas de Classe B possuem direitos políticos especiais (verificamos que tal informação vem sendo reportada incorretamente nos ITs)"* ("Proposta de Refazimento nº 2").

---

[9] Na reunião de Colegiado de 29/03/2022, fui designado relator deste processo.
[10] Doc. SEI 1490684.
[11] Doc. SEI 1491378.
[12] Doc. SEI 1530494.
[13] Doc. SEI 1541810.
[14] Doc. SEI 1541810, § 59.

12. Em atenção ao princípio da eficiência, incorporo o Ofício Interno nº 6 e o Ofício Interno nº 18, por referência, neste Relatório, sendo que no voto tratarei dos argumentos apresentados.

É o breve Relatório.

VOTO

1. Trata-se de Recurso[15] interposto pelo Administrador contra a Decisão de Refazimento que determinou o refazimento e reapresentação das demonstrações financeiras de 31/12/2017, 31/12/2018 e 31/12/2019 do Fundo, bem como o refazimento e a reapresentação dos Formulários Trimestrais Estruturados divulgados no curso dos exercícios sociais de 2017, 2018, 2019 e 2020.

2. Inicialmente, cumpre ressaltar que, em razão de problemas operacionais enfrentados pela SIN, para atendimento ao pedido de vista dos autos pelo Recorrente, foi considerada, para início da contagem de prazo, a data de disponibilização dos autos ao Administrador, de modo que o recurso é tempestivo, eis que protocolado em 11.03.2021, dentro do prazo de 15 (quinze) dias úteis a contar de 22.02.2021, na forma do item I da Deliberação CVM nº 463, de 25 de julho de 2003, revogada pela Resolução CVM nº 46, de 31 de agosto de 2021.

3. Para melhor compreensão deste voto, faço uma breve contextualização sobre o conceito de entidade de investimento (*Seção I*) e, na sequência, passo a avaliar o mérito de cada um dos pontos em que Áreas Técnicas e o Recorrente divergem (*Seção II – Inciso I, do Artigo 4º da ICVM 579* e *Seção III – Incisos III e IV, do Artigo 5º da ICVM 579*), acompanhadas das razões pelas quais voto por negar provimento ao Recurso.

4. A discussão acerca do suposto não atendimento, pelo Fundo, da condição estabelecida no inciso IV do art. 4º da ICVM 579 restou superada, conforme entendimento esposado pelas Áreas Técnicas quando da análise dos esclarecimentos prestados por meio da Manifestação Complementar, razão pela qual esse ponto não será tratado neste voto.

I. Contextualização sobre o conceito de entidade de investimento

5. Em relação à classificação de fundos como entidades de investimento, para melhor contextualizar tal conceito, cabe destacar o trecho do Relatório de Análise da Audiência Pública SNC nº 03/2015[16], que tratou da minuta que deu origem à ICVM 579:

[15] Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede ("Relatório").

[16] Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_snc/anexos/2015/ed032015_RelatorioAP.pdf

> "O objetivo da segmentação dos fundos em entidades de investimento e não entidades de investimento busca capturar o modelo de negócio da entidade, determinando que os investimentos nas empresas investidas sejam avaliados de acordo com esse modelo de negócio adotado. Assim, um fundo de investimento cujo objetivo seja o de obter recursos de um ou mais investidores para investir unicamente com o propósito de retorno através de renda ou apreciação de capital (ou ambos), em que o desempenho de seus investimentos seja avaliado substancialmente com base no valor justo, existindo uma estratégia de saída quando da maturação desse investimento, esse fundo deve adotar critério de avaliação para o(s) investimento(s) adequado a esse objetivo, qual seja, o valor justo. A lógica dessa exigência é buscar retratar nas demonstrações contábeis a informação que é utilizada para efeitos de tomada de decisão de investimento no fundo, tornando-as mais úteis para os investidores e usuários em geral. Do ponto de vista da informação contábil divulgada, não é pertinente exigir o mesmo tipo de informação contábil para fundos que possuam modelos de negócios diferentes que, frisa-se, são legítimos e constituídos sob o amparo da mesma estrutura regulamentar. O objetivo da segregação é fazer com que a informação divulgada esteja alinhada com o 'business model' da entidade, tornando-a mais útil para os investidores e demais usuários."

6. Neste sentido, a ICVM 579 buscou diferenciar os Fundos de Investimento em Participações ("FIPs") entre aqueles que são classificados como entidades de investimento e aqueles que não o são, visando focar na "*prevalência da essência econômica sobre a forma jurídica na gestão dos investimentos*"[17]. Assim, além de prever as condições[18] que precisam ser atendidas cumulativamente para qualificar um FIP como entidade de investimento, a ICVM 579 indicou as características típicas[19] que também devem ser consideradas para a classificação de uma

[17] Art. 7º O administrador deve exercer seu julgamento para determinar se o fundo se qualifica ou não como entidade de investimento, nos casos excepcionais em que os indicadores e características previstos nos artigos 4º e 5º não forem suficientes para essa qualificação.
Parágrafo único. O julgamento referido no caput deverá considerar a classificação que represente com maior fidedignidade os efeitos econômicos das transações, eventos e condições subjacentes, **tendo como premissa fundamental o princípio da prevalência da essência econômica sobre a forma jurídica na gestão dos investimentos.** (grifei)

[18] Art. 4º São qualificados como entidades de investimento os fundos que, cumulativamente: I – obtenham recursos de um ou mais investidores com o propósito de atribuir o desenvolvimento e a gestão de uma carteira de investimento a um gestor qualificado que deve possuir plena discricionariedade na representação e na tomada de decisão junto às entidades investidas, não sendo obrigado a consultar os cotistas para essas decisões e tampouco indicar os cotistas ou partes a eles ligadas como representantes nas entidades investidas; II – se comprometam com os investidores com o objetivo de investir os recursos unicamente com o propósito de retorno através de apreciação do capital investido, renda ou ambos; III – substancialmente mensurem e avaliem o desempenho de seus investimentos, para fins de modelo de gestão, com base no valor justo; e IV – definam nos seus regulamentos estratégias objetivas e claras a serem utilizadas para o desinvestimento, assim como a atribuição do gestor de propor e realizar, dentro do prazo estabelecido na estratégia, o desinvestimento, de forma a maximizar o retorno para os cotistas.

[19] Art. 5º Na avaliação das condições constantes no artigo anterior, o administrador deve adicionalmente considerar a existência das seguintes características típicas de entidade de investimento: I – possuir mais de um investimento, direta

entidade de investimento, não obstante a ausência de uma das características típicas não importe no necessário desenquadramento de um fundo como entidade de investimento[20].

7. A ICVM 579 trouxe relevantes inovações no tratamento contábil dos FIPs e na elaboração das suas demonstrações financeiras. Em suma, a depender da classificação do fundo, cuja definição cabe ao Administrador, o método de avaliação de ativos pode variar, sendo utilizado o valor justo no caso de entidade de investimento, ou o método da equivalência patrimonial no caso de não entidade de investimento.

8. Feita essa contextualização, passo à análise dos pontos divergentes entre as Áreas Técnicas e o Recorrente.

II. Artigo 4º da ICVM 579 (condições para caracterização de entidade de investimento)

9. O art. 4º da ICVM 579 apresenta as condições que devem ser atendidas, de forma cumulativa, para que um fundo seja qualificado como entidade de investimento.

10. Como relatado, o elemento balizador que levou as Áreas Técnicas a considerar que o FIP IE II não se classifica como uma entidade de investimento consiste na condição prevista no inciso I do artigo 4º da ICVM 579, isto é, ausência de discricionariedade do Gestor na representação e na tomada de decisão junto às entidades investidas.

11. Esse entendimento foi justificado pelo fato de determinados cotistas do Fundo (cotistas classe B) possuírem "*influência significativa na escolha dos ativos investidos*" e "*capacidade significativa de influenciar as decisões e políticas estratégicas das investidas, ao fazer parte de seus órgãos de administração e ao deter classe de cotas com direitos políticos especiais no âmbito do Fundo*"[21].

12. Aliás, através de diligências de ofício, as Áreas Técnicas constataram que 6 (seis) dos 8 (oito) cotistas classe B do Fundo são da integrante da mesma família ("Família M.S."), sendo titulares de 74,11% da referida classe de cotas e esse é um elemento crucial na análise deste caso, como será explorado mais adiante.

13. As Áreas Técnicas identificaram evidências de interferência na discricionariedade do Gestor tanto na representação quanto na tomada de decisões junto às investidas, a começar pelas

---

ou indiretamente; II - ter mais de um cotista, direta ou indiretamente; III – ter cotistas que não influenciam ou não participam da administração das entidades investidas ou não sejam partes ligadas aos administradores dessas entidades; IV – possuir investimento em entidades nas quais os cotistas não possuíam qualquer relação societária, direta ou indiretamente, previamente ao investimento do fundo.

[20] Assim preceitua o parágrafo único do artigo 5º da ICVM 579: "A ausência de alguma dessas características típicas não necessariamente desqualifica uma entidade para ser entidade de investimento".

[21] Doc. SEI 1455529, § 30.

atribuições da MW Energias, originador e operador do FIP IE II, que possui influência significativa na escolha dos ativos investidos pelo Fundo, conforme dispõe o artigo 12 do seu Regulamento[22].

14. Além disso, verificaram que, dos cinco representantes dos membros do Comitê de Investimento do Fundo, dois são indicados pela MW Energia, o que a põe em condição díspar em relação aos demais membros, os quais podem indicar apenas um membro cada[23].

15. Observo, ainda, a condição dos Srs. S.A.L.M.S. e V.L.G., que, além de sócios e diretores da MW Energias, são membros no Conselho de Administração das sociedades investidas (Eólica Faisa e Rincão Energia) e, em conjunto, detêm maioria dos assentos nos respectivos órgãos de administração[24], o que revela nítida influência dos referidos cotistas na condução das atividades operacionais e estratégicas das sociedade investidas.

16. Sobre esse ponto, o Recorrente alegou o seguinte:

> "[...] [S.A.L.M. S.] e [V. L. G.] são titulares, em conjunto, de apenas 13,5% (treze inteiros e cinco décimos por cento) das cotas classe B do Fundo, ao passo que a MW indica somente dois dos cinco membros do Comitê de Investimento, de modo que eles não possuem, por si só, o poder de influenciar a gestão do Fundo. **Em verdade, qualquer influência decorre exclusivamente da atuação da MW como prestadora de serviço e, ainda assim, condicionada à concordância da maioria dos membros do Comitê de Investimento e da gestora BV Asset**."25 (grifei)

---

[22] Artigo 12. **De forma a viabilizar a seleção e adequada gestão operacional das Companhias Investidas**, não obstante a responsabilidade final e solidária do Administrador e Gestor, o Fundo contratará um Originador/Operador, que será a MW Energias Renováveis S.A., sociedade anônima com sede na Cidade de Porto Alegre, Estado do Rio Grande do Sul, na Av. Carlos Gomes, nº 222, conjunto 1.102 ("Originador/Operador"), que terá as seguintes atribuições: I. Desenhar o Plano de Negócios do Fundo e **construir o pipeline de Projetos**; II. Realizar **a prospecção ativa de Projetos e oportunidades de investimento para o Fundo**, de acordo com as características definidas no Plano de Negócios do Fundo, parte integrante do Prospecto do Fundo, e na política de investimento; III. **Apresentar os Projetos potenciais ao Comitê de Investimento** no formato do Memorando de Investimento, em conjunto com a documentação exigida; [...] V. **Participar do Comitê de Investimento**, na forma disposta no Artigo 38 abaixo; VI. **Ser o principal responsável pela análise e seleção dos Projetos**; VII. **Ser o executor principal do processo de Due Diligence**; [...] IX. **Responder pela operação, gestão e administração de todas as Companhias Investidas** no âmbito técnico, operacional, financeiro, trabalhista, legal, etc., em consonância com as deliberações do Comitê de Investimento; X. **Participar nos Conselhos de Administração e Conselhos Fiscais das Companhias Investidas**, representando o Fundo, e fazendo valer nas Companhias Investidas as decisões tomadas pelo Comitê de Investimento; XII. **Relacionar-se com os clientes ativos e potenciais das Companhias Investidas;** [...] (grifei)

[23] Artigo 38. O Comitê de Investimento do Fundo deverá ser instalado formalmente pelo Administrador em até 10 (dez) Dias Úteis após a primeira integralização de Cotas do Fundo. O Comitê de Investimento será formado por 5 (cinco) integrantes, indicados por 4 (quatro) membros, observada a seguinte composição: (a) 1 (um) representante e seu suplente serão indicados pelo Administrador; (b) 1 (um) representante e seu suplente serão indicados pelo Assessor Financeiro; **(c) 2 (dois representantes) e seus suplentes serão indicados pelo Originador/Operador;** e (d) 1 (um) representante e seu suplente serão indicados pelo Consultor Técnico. (grifei)

[24] São membros do Conselho de Administração na Eólica Faísa: **S. A. L. M. S**., I. B. e **V. L. G**.
São membros do Conselho de Administração na Rincão Energia: R. H. de L., **V. L. G.** e **S. A. L. M. S**.

[25] Doc. SEI 1213198 § 48.

17. Com efeito, restou clara violação ao requisito constante do inciso I do art. 4º da ICVM 579, pois a própria Administradora e Gestora do FIP IE II reconhece que qualquer influência sobre a gestão do Fundo está condicionada à concordância da maioria dos membros do **Comitê de Investimento e do Gestor**, o que, por consequência, comprova a ausência de plena discricionariedade do Gestor na gestão do Fundo. Não estou com isso rechaçando a ressalva contida no próprio parágrafo único do art. 4° no sentido de não caracterizam descumprimento do inciso I "casos em que os cotistas deliberem sobre propostas encaminhadas pelo gestor, por meio de comitê de investimento, em relação às decisões inerentes à composição da carteira do fundo".

18. Portanto, a concordância por comitê de investimento não é, por si só, o fator que afasta a discricionariedade do gestor. Contudo, neste caso, a questão é justamente a influência significativa dos cotistas classe B (e, portanto, da Família M.S.) em relação às propostas que deveriam partir discricionariamente do Gestor.

19. A propósito, o artigo 40 do Regulamento26 do Fundo atribui ao Comitê de Investimento — composto exclusivamente por cotistas classe B — diversas competências, inclusive a de aprovar a política de investimento do Fundo, de deliberar sobre a aquisição de todos os investimentos e sobre os desinvestimentos a serem realizados pelo Fundo, o que, em meu entendimento. Ainda que o parágrafo único do art. 4° expressamente admita a participação dos cotistas, via comitê de investimento, nas decisões inerentes à composição da carteira do fundo, a amplitude das prerrogativas do Comitê de Investimento neste caso combinada com a participação Srs. S.A.L.M.S. e V.L.G. na diretoria da MW Energias (Originadora/Operadora do Fundo) e no Conselho de Administração de investidas (Eólica Faisa e Rincão Energia), são, a meu ver, claros elementos inibidores da atuação discricionária do Gestor na tomada de decisão junto às sociedade investidas.

20. Verifica-se, portanto, que a forma como a estrutura e governança do Fundo estão postas acaba por inibir a independência do Gestor na tomada decisão junto às sociedades investidas, na medida em que o Regulamento permite que determinados cotista detentores de cotas classe B — além de possuírem influência direta nas investidas — tenham poderes que limitam a independência do gestor, na medida em que podem impor suas vontades e interesse sobre os demais cotistas detentores de cotas classe A, os quais não tem poderes políticos.

---

[26] Artigo 40. É de competência exclusiva do Comitê de Investimento**: I. Deliberar sobre a política de investimento do Fundo e certificar-se da sua adequada implementação**; II. **Deliberar sobre a aquisição de todos os investimentos a serem realizados pelo Fundo, bem como sobre o processo de seleção de Projetos, preço e condições para compra de ativos pelo Fundo,** exceto os investimentos relativos aos 10% (dez por cento) da carteira do Fundo, que podem ser investidos nos ativos descritos no Artigo 21, parágrafo primeiro, inciso II; [...] IV. **Deliberar sobre todos os desinvestimentos, parciais ou totais, de ativos do Fundo** [...]. (grifei)

21. Evidentemente, essas características não se coadunam com a condição prevista no inciso I do art. 4º da ICVM 579, razão pela qual entendo que têm razão as Áreas Técnicas quando afirmam que "*se verifica que o gestor não possui plena discricionariedade na representação e na tomada de decisão junto às entidades investidas, não havendo [...] independência na decisão sobre as atividades relevantes dessas investidas*"[27] (grifei).

III. Artigo 5º da ICVM 579 (características típicas de uma entidade de investimento)

22. O art. 5º da ICVM 579 dispõe que, na avaliação das condições de que trata o artigo 4º, "*o administrador deve adicionalmente considerar a existência das seguintes características típicas de entidade de investimento*":

> I – possuir mais de um investimento, direta ou indiretamente;
>
> II - ter mais de um cotista, direta ou indiretamente;
>
> III – ter cotistas que não influenciam ou não participam da administração das entidades investidas ou não sejam partes ligadas aos administradores dessas entidades;
>
> IV – possuir investimento em entidades nas quais os cotistas não possuíam qualquer relação societária, direta ou indiretamente, previamente ao investimento do fundo.

23. Neste sentido, as Áreas Técnicas identificaram outras evidências que permitem concluir que o Fundo não atende a duas das quatros características típicas de entidade de investimento previstas no art. 5º da ICVM 579, notadamente aquelas previstas nos incisos III e IV, conforme será abordado a seguir.

a. *Existência de cotistas que não influenciam ou não participam da administração das entidades investidas (art. 5º, inciso III)*

24. O fato de determinados cotistas classe B, como é o caso dos Srs. S.A.L.M.S. e V.L.G. (conforme evidenciado na seção anterior deste voto), terem, em conjunto, maioria dos assentos no conselho de administração da Rincão Energia e da Eólica Faísa, e que, portanto, formam maioria nas decisões que passam pelos conselhos dessas empresas, permite concluir pela existência de cotistas que influenciam e participam diretamente da administração deas entidades investidas.

25. Por outro lado, não se pode ignorar a participação dos referidos cotistas (Srs. S.A.L.M.S. e V.L.G.) no Comitê de Investimentos do Fundo, como indicados da MW Energias, originadora do FIP IE II, que além de deter o direito de indicar dois membros para o referido Comitê, possui influência significativa na escolha dos ativos investidos pelo Fundo, conforme dispõe o artigo 12 do seu Regulamento.

[27] Doc. SEI 1541810, § 77.

26. Em que pese a interpretação do Recorrente sobre o inciso III, do art. 5º da ICVM 579, no sentido de que "*a característica típica de uma entidade de investimento* *não é a ausência de cotistas* *na administração das sociedades investidas, mas* *a existência de cotistas* *— no caso do Fundo, a quase-totalidade de cotistas — que não participam da administração nem exercem influência sobre as investidas*"[28] (grifei), não vislumbro, pela própria natureza do conceito de entidade de investimento, em que se busca a prevalência da essência econômica sobre características formais, qualquer elemento que se permita concluir que um FIP — ainda que possua cotistas que influenciem na administração das sociedades investidas — atenda a referida característica típica apenas ao contar também com cotista(s) que não influencie(m) ou não participe(m) da administração das entidades investidas.

27. Com base em tal racional, poder-se-ia alegar que a mera existência de 1 (um) único cotista que não influencie ou não participe da administração das entidades investidas já seria o suficiente para considerar configurada a característica típica prevista no inciso III, art. 5º, da ICVM 579, o que evidentemente não se coadunaria com o conceito de entidade de investimento. Embora a ausência de apenas uma das características típicas não necessariamente desqualifique uma entidade de investimento, cabe analisar o conjunto de cotistas e o alcance e o grau de influência na administração das investidas para correlacionar esse aspecto com o modelo de negócios do fundo, aspecto basilar para a respectiva análise, como já referido acima.

b. *Investimentos em entidades nas quais os cotistas não possuíam qualquer relação societária previamente ao investimento do fundo (art. 5º, inciso IV)*

28. Inicialmente, ressalto que o próprio Recorrente, em resposta ao Ofício 196/2020/CVM/SIN/DLIP, reconheceu que, "*de todas as características indicadas nos artigos 4º e 5º da ICVM 579, o Fundo apenas* ***não atende*** *o disposto no inciso IV do artigo 5º*"[29] (grifei).

29. No entanto, em seu Recurso e posteriormente em manifestação complementar, expôs entendimento diverso do acima mencionado e defendeu a interpretação do inciso IV no sentido de que "*a entidade de investimento tem por característica típica deter participação em sociedades que não eram anteriormente detidas, parcial ou integralmente, por cotistas, o que significa dizer a* contrário sensu *que tal característica é afastada quando o fundo de investimento tem a sua carteira concentrada em ativos previamente detidos por cotistas*"[30].

[28] Doc. SEI 1214637, § 55.
[29] Doc. SEI 1131153, fl. 5.
[30] Doc. SEI 1530493, § 29.

30. Nesse contexto, o Recorrente argumentou que a mera existência de investimento em sociedades nas quais os cotistas não possuíam qualquer relação societária — tal como ocorre no caso concreto, em relação à Eólica Faísa (maior investimento do Fundo) — seria suficiente para considerar presente a característica típica de entidade de investimento definida no art. 5º, inciso IV, da ICVM 579.

31. Por outro lado, em relação à Eólica Rincão, as Áreas Técnicas apontaram a existência de evidências de que a arquitetura do Fundo foi idealizada com o propósito de acomodar dentro do fundo o referido ativo que, em verdade, já integrava o patrimônio da Família M.S.

32. Restou claro que "*não apenas* [S.A.L.M.S] *detinha relação prévia com a Rincão Energia* [pelo fato de deter 100 ações da Rincão Energia previamente ao investimento do Fundo]*, mas também outros titulares das cotas Classe B, como* [S.S.S., M.T.M.S.U. e M.C.M.S.W.] *(estas últimas, indiretamente, enquanto sócias da SSS Participações Ltda.)*"[31].

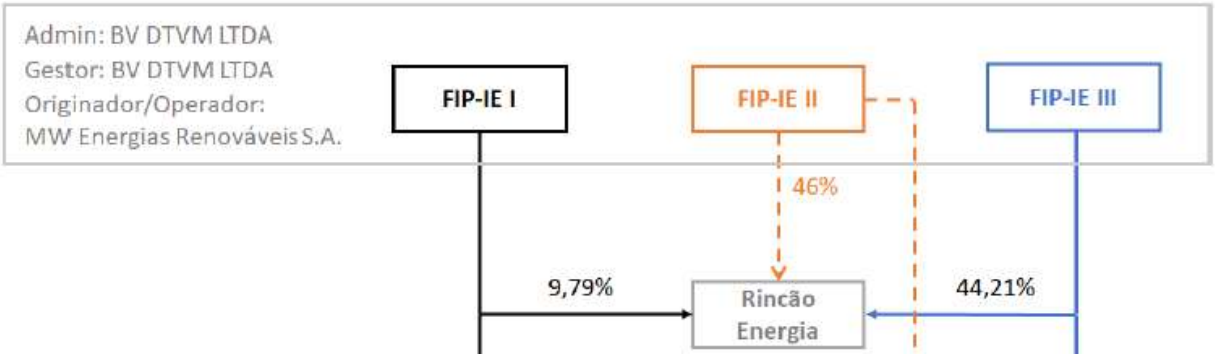
33. Além disso, dos 8 (oito) cotistas classe B do Fundo, 6 (seis) "*são partes relacionadas, confirmando objetivamente a existência de relação prévia com a Rincão Energia*"[32], em manifesto desacordo com o art. 5º, inciso IV, da ICVM 579.

34. Nesse tocante, analisando mais detidamente as apurações de ofício realizadas pela SSE[33] e as conclusões expostas nos Ofícios Internos nº 6 e nº 18[34], reconheço existir mais do que uma relação societária prévia entre cotistas classe B e a Rincão Energia, sociedade até então pertencente à Família M.S., mas relevante participação na sociedade investida[35].

35. Como se não bastassem esses fatos, verifico, ainda, grande prevalência da referida Família nas deliberações não só do Fundo[36], como nos demais FIPs (FIP IE I e FIP IE III) que, em conjunto, detêm 100% do capital social da Rincão Energia[37] — o que permitiu preservar a influência da Família M.S. nas atividades deste ativo:

---

[31] Doc. SEI 1455529, § 87.
[32] Doc. SEI 1455529, § 88.
[33] Realizadas por meio dos Ofícios nº 18/2022/CVM/SSE/GSEC-1 e nº 23/2022/CVM/SSE/GSEC-1.
[34] Docs. SEI 1455529 e 1541810.
[35] "Relembramos que os FIPs Votorantim adquiriram 100% do capital social da Rincão Energia, empresa anteriormente pertencente à "Família M. S." e que os membros desta família são titulares de 74,99% (FIP IE I); 74,11% (FIP IE II) e 63,82% (FIP IE III) das cotas Classe B dos respectivos fundos." (Doc. SEI 1455529)
[36] Consoante o artigo 16 do Regulamento (doc. SEI. 1435430), os cotistas Classe B possuem direitos políticos especiais, inclusive para deliberar sobre a destituição ou substituição do Originador/Operador, aprovar a política de investimento do Fundo, bem como eleger os membros do Comitê de Investimento.
[37] Doc. SEI 1455529.



36. Aliás, a existência de cotistas — no caso concreto, classe B — com direitos políticos especiais não constitui um elemento recorrente em FIP classificados como entidade de investimento[38] e, neste caso, claramente revela a intenção da estrutura do Fundo de organizar o patrimônio de determinados cotistas classe B.

37. Portanto, entendo que o Fundo não atende a característica típica de uma entidade de investimento prevista no inciso IV do art. 5º da ICVM 579. Pelo contrário, há elementos suficientes que demonstram o relacionamento prévio e relevante da Família M.S. com a Rincão Energia, o que indica o uso do Fundo como um veículo patrimonial da referida família.

38. A propósito, vale ainda discorrer sobre a alegação do Recorrente de que a ausência de uma das características típicas de entidade de investimento "*não necessariamente desqualifica uma entidade para ser entidade de investimento*". De fato, da leitura do parágrafo único do art. 5º da ICVM 579, se extrai que a ausência de alguma dessas características típicas não é suficiente para desclassificá-lo como entidade de investimento.

39. No entanto, trata-se, como dito, de exame do conjunto das características a fim de aferir a essência do modelo de negócios e, analisando as características do caso concreto, verifico que o Fundo, além de não apresentar duas[39] das quatro características típicas de uma entidade de investimento, não atende uma[40] das quatro condições cumulativas previstas no art. 4º da ICVM 579, razão pela qual entendo que o Fundo não se qualifica como entidade de investimento.

40. O Recorrente não se desincumbiu de afastar as evidências apresentadas pela SIN e pela SSE que permitem concluir que o FIP IE II, em que pese ter uma base de cotistas pulverizada, mais se aproxima de um veículo patrimonial do que propriamente um fundo com uma estratégia

[38] Para efeitos de comparação do FIP IE II e o quanto poderia ser representativo de uma prática de mercado, as Áreas Técnicas analisaram os regulamentos de outros 15 (quinze) FIPs classificados como entidade de investimentos, com perfil similar ao do Fundo – 9 (nove) deles listados e 6 (seis) deles com mais de uma classe de cotas, e em nenhum caso foi verificado a existência de cotistas com direitos políticos especiais. (Doc. SEI 1541810, § 45)
[39] Incisos III e IV, do artigo 5º da ICVM 579.
[40] Inciso I, do artigo 4º da ICVM 579.

de *private equity*, pelo que concluo, em linha com as Áreas Técnicas, que o FIP IE II não atende a condição de que trata o inciso I do art. 4º da ICVM 579, necessária para o enquadramento do Fundo como entidade de investimento, bem como não apresenta as características típicas de entidade de investimento previstas nos incisos III e IV do art. 5º da referida Instrução.

41. Com efeito, no caso concreto, considerando que o Fundo não se caracteriza como uma entidade de investimento, os seus investimentos devem ser avaliados em conformidade com a norma contábil que trata de investimento em coligada, controlada e em empreendimento controlado em conjunto e de negócios em conjunto, conforme o disposto no art. 8° da ICVM 579.

42. Isso porque, como já bem consignado por esta Autarquia, "*as distorções provocadas nos* [informes trimestrais]*, decorrentes do emprego da premissa equivocada* [classificação do fundo como entidade de investimento]*, são relevantes e comprometem a higidez da* [o]*ferta, representando risco de dano aos investidores*"[41].

43. Pelo exposto, voto pelo não provimento do recurso, mantendo a conclusão da SIN no sentido da não qualificação do Fundo como entidade de investimento, mas voto, contudo, pela reforma parcial da Decisão de Refazimento proferida pela SIN, apenas para acolher, integralmente, a Proposta de Refazimento n° 2, formulada pela SSE, atualizando-a, ainda, em razão da passagem do período, para determinar que seja refeita e reapresentada a última demonstração financeira divulgada na data-base de 31/12/2021, ajustando, retrospectivamente o saldo de abertura do início do último exercício apresentado, de forma comparativa, em linha com os dispositivos de retificação de erro contábil contidos no PT CPC 23, reapresentando, ainda, os informes trimestrais subsequentes, de maneira a contemplar os efeitos contábeis da qualificação do Fundo como não entidade de investimento, bem como informar corretamente que as cotas de Classe B possuem direitos políticos especiais.

É como voto.

Rio de Janeiro, 20 de setembro de 2022.

Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo
Diretor Relator

41 PA CVM n° 19957.006804/2017-06, j. em 16.01.2018.