

Interessados: Caixa Econômica Federal e Oliveira Trust DTVM.

Assunto: Conflito de interesses nas operações entre fundos imobiliários e seus administradores ou gestores e na aquisição de ativos de emissão destes ou de partes a eles relacionadas.

Diretor: Otavio Yazbek

Declaração de Voto

1. O presente caso envolve os pleitos, mais ou menos próximos, de duas administradoras de fundos imobiliários, ambos referentes à abrangência do disposto no art. 34 da Instrução CVM n.º 472, de 31.10.2008. Como relatório, adoto a descrição dos pleitos e dos recursos contida no MEMO/CVM/SIN/GIE/n.º 136/2013, de 8.5.2013.
2. O art. 34 da Instrução CVM n.º 472/2008, dispõe que:

Art. 34. Os atos que caracterizem conflito de interesses entre o fundo e o administrador dependem de aprovação prévia, específica e informada da assembléia geral de cotistas.

§ 1º As seguintes hipóteses são exemplos de situação de conflito de interesses:

I - a aquisição, locação, arrendamento ou exploração do direito de superfície, pelo fundo, de imóvel de propriedade do administrador ou de pessoas a ele ligadas;

II - a alienação, locação ou arrendamento ou exploração do direito de superfície de imóvel integrante do patrimônio do fundo tendo como contraparte o administrador ou pessoas a ele ligadas;

III - a aquisição, pelo fundo, de imóvel de propriedade de devedores do administrador, uma vez caracterizada a inadimplência do devedor; e

IV - a contratação, pelo fundo, de pessoas ligadas ao administrador, para prestação dos serviços referidos no art. 31.

§ 2º Consideram-se pessoas ligadas:

I - a sociedade controladora ou sob controle do administrador, de seus administradores e acionistas;

II - a sociedade cujos administradores, no todo ou em parte, sejam os mesmos do administrador, com exceção dos cargos exercidos em órgãos colegiados previstos no estatuto ou regimento interno do administrador, desde que seus titulares não exerçam funções executivas, ouvida previamente a CVM; e

III - parentes até segundo grau das pessoas naturais referidas nos incisos acima.

§ 3º Não configura situação de conflito a aquisição, pelo fundo, de imóvel de propriedade do empreendedor, desde que não seja pessoa ligada ao administrador.

§ 4º As demais operações entre o fundo e o empreendedor estão sujeitas à avaliação e responsabilidade do administrador sempre que for possível a contratação em condições equitativas ou idênticas às que prevaleçam no mercado, ou que o fundo contrataria com terceiros.

3. Como se vê, o texto normativo recorre a uma estratégia que vem se tornando cada vez mais comum na CVM, a de remeter à categoria geral dos conflitos de interesse, no *caput*, trazendo, logo no parágrafo seguinte, uma exemplificação do que seriam conflitos de interesse para aquela modalidade operacional.
4. Como esta é uma solução pouco ortodoxa do ponto de vista da técnica legislativa, é importante deixar bem frisado que, usualmente, o parágrafo que traz a descrição de situações de conflito de interesse apenas se destina a trazer alguns exemplos mesmo - não se trata, assim, de uma lista fechada ou *numerus clausus*.
5. Mas, uma vez adotada essa linha, é lícito perguntar o que norteia a escolha dos exemplos que serão "positivados" pelo regulador.
6. A meu ver, nesses casos, serão possivelmente trazidos como exemplos não as situações mais clássicas de conflito - as mais consolidadas para os agentes de mercado -, mas, sim, aquelas que são inerentes à específica modalidade operacional regulamentada ou, ainda, aquelas que, ou por corresponderem a situações recorrentes no período que antecedeu a edição da norma e/ou por não se enquadrarem de forma tão clara na fórmula geral do *caput*, merecem algum destaque^[1].

7. Neste sentido, é sintomático que, em fundos com características peculiares como são os fundos imobiliários, os exemplos destaquem situações que não são comuns em outros fundos – e as situações que constam dos incisos I a IV do § 1º do art. 34 são, inequivocamente, próprias dos fundos imobiliários. Isso, porém, e justamente por conta do caráter exemplificativo da lista, não afasta aqueles outros conflitos, mais típicos.
8. Nos casos em tela, generalizando, claro (porque cada um tem suas especificidades), estamos lidando com conflitos relacionados à aquisição, pelos fundos, de ativos estruturados, distribuídos, administrados ou geridos pelo administrador, pelo gestor ou por cotistas.
9. E, sobre a caracterização destas operações, acompanho a posição da área técnica, entendendo que mesmo operações com esses outros ativos são sujeitas a conflitos de interesse. E que, no caso de fundos imobiliários, não há outra solução senão a de sua submissão à assembleia de cotistas.
10. Creio que o bem documentado memorando da área técnica, ao tratar do regime de tratamento de conflitos de interesses para os fundos regulamentados pela Instrução CVM n.º 409, de 18.8.2004, para os Fundos de Investimento em Participações ("FIPs"), na Instrução CVM n.º 391, de 16.7.2003, e para os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios ("FIDCs"), em especial a partir da Instrução CVM n.º 531, de 6.2.2013, permite, no mínimo, que se chegue a uma conclusão inevitável: operações com administradores ou gestores ou com ativos de emissão de controladores e de gestores, são, por definição, objeto de conflito de interesses.
11. A solução adotada para cada tipo de fundo pode ser distinta, é bem verdade. Mas isso não afasta o conflito inerente a tais situações: assim, a Instrução CVM n.º 409/2004 cria limitações para aquelas operações^[2]; a Instrução CVM n.º 391/2003 cria, para os FIPs, regra bastante similar à da Instrução CVM n.º 472/2008; e a Instrução CVM n.º 531/2013 cria, ao mesmo tempo, uma vedação (no art. 39, § 2º, da Instrução CVM n.º 356, de 17.12.2001, por ela alterada)^[3], um regime de autorização estatutária para outras hipóteses (no art. 24, §1º, IV, da Instrução CVM n.º 356/2001^[4]) e uma limitação à aquisição (no art. 40-A da mesma Instrução^[5]).
12. Ora, se em todas essas normas há soluções diferenciadas para uma mesma questão, resta evidenciado que (i) se trata de uma questão problemática, justamente por estarmos lidando com interesses em conflito; e que, (ii) seja por um problema de método, seja por significativas diferenças entre os instrumentos regulamentados, a CVM optou por lidar com tal questão a partir de mecanismos distintos^[6]. E a Instrução CVM n.º 472/2008 optou por uma daquelas formas possíveis de lidar com os conflitos de interesse nos fundos por ela tratados.
13. Mas cumpre fazer, ainda, alguns esclarecimentos, tendo em vista alguns argumentos trazidos pelos recorrentes.
14. Primeiro, quanto à aplicação da regra geral do art. 21-A da Instrução CVM n.º 306, de 5.5.1999^[7], à hipótese em discussão, uma vez que a relação de conflitos contida no § 1º do art. 34 da Instrução 472/2008 trata de questões muito mais específicas, deixando de lado essas outras.
15. Já afastei essa alegada especificidade nos parágrafos anteriores, onde reconheci a natureza de regra geral do *caput* do art. 34 e o caráter apenas exemplificativo do § 1º. No entanto, ainda assim acho recomendável explorar um pouco mais a relação entre as obrigações contidas na Instrução CVM n.º 306/1999 e aquelas das regras próprias de distintas modalidades de fundos, mesmo porque a aparente contradição entre os regimes criados por aquela e por estas é frequentemente trazida à baila.
16. A Instrução CVM n.º 306/1999, declaradamente, "*dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários*". Trata-se de regra que, nos termos do art. 23 da Lei n.º 6.385, de 7.12.1976, regulamenta a atuação daqueles que profissionalmente administram carteiras de valores mobiliários de terceiros. Tais agentes, a despeito da raiz legal e regulatória comum, acabaram por diferenciar-se, de modo que não só na prática, mas, também, nas regras específicas dos fundos, fala-se em administradores e em gestores de carteira, como duas figuras distintas. Em ambos os casos, os regimes de atuação retornam àquela raiz comum, mas são combinados com as regras dos fundos administrados ou geridos e com as especificidades da atividade de administração ou da atividade de gestão.
17. E este é justamente o ponto que se impõe, aqui, destacar: a despeito daquelas regras gerais de conduta, disciplinadas pela Instrução CVM n.º 306/1999, ao atuar em um determinado tipo de fundo, os administradores e os gestores ficam adstritos ao regime vigente para aquele tipo de veículo de investimento. A norma contida na Instrução CVM n.º 306/1999 é, nessas hipóteses, sempre regra geral, destinada a nortear a conduta dos agente autorizados em sentido amplo. Já as regras que vigoram para cada tipo de fundo serão, em relação a ela e por mais que também contidas em cláusulas gerais (como ocorre com o *caput* do art. 34 da Instrução CVM n.º 472/2008), regras especiais.
18. Aliás, inclusive por conta da redação do art. 21-A, não me parece que haja outra interpretação possível. Afinal, é de se destacar que a redação deste dispositivo afasta, do âmbito de sua aplicação, os casos que sejam disciplinados por "*disposição específica*".
19. Assim, só para casos como, por exemplo, o dos fundos regidos pela Instrução CVM n.º 409/2004, com relação aos quais inexistente regra especial, é que vigora o disposto no art. 21-A. Para os demais, como ocorre com os fundos imobiliários^[8], não vale aquela permissão de aquisição por previsão no regulamento, aplicando-se, na verdade, a disciplina criada para cada tipo de fundo.

20. O segundo ponto foi suscitado, na verdade, em documento juntado a fls. 191 e ss. do Processo CVM n.º RJ 2012/13220. Trata-se da questão da abrangência da regra do *caput* do art. 34 da Instrução CVM n.º 472/2008. Isso porque o dispositivo refere expressamente apenas os administradores de fundos e não seus gestores. Daí decorre que, para os administradores, valeria a regra do *caput* daquele artigo, enquanto que, para os gestores, que não são por ela abrangidos, vigoraria o já referido art. 21-A da Instrução CVM n.º 306/1999.
21. Embora essa situação pareça decorrer mesmo da natureza da relação entre as duas Instruções, acima explorada, creio que é importante, aqui, pensar na coerência de tal interpretação. Isso porque não me parece minimamente razoável que a mesma norma adote, neste ponto, estratégias regulatórias tão evidentemente distintas: o que justificaria que, para operações com títulos de emissão do administrador ou em que o administrador seja contraparte, se exija autorização assemblear e que, para as operações com títulos de emissão do gestor ou que tenham o gestor como contraparte, a mera autorização em regulamento baste? Afinal, por ser o gestor que administra a carteira do fundo propriamente dita, não seria ele, não raro, sujeito a maiores conflitos que o administrador?
22. Além disso e apenas a título de ilustração do quão incongruente seria a adoção da interpretação proposta pela recorrente, para uma outra situação de conflito, que é a contratação de formador de mercado que seja "parte relacionada" ao administrador e ao gestor, o § 2º do art. 31 do mesmo diploma estabelece a obrigatoriedade de submissão à assembleia. Haveria então um regime tríplice, em que, para as operações com o administrador se estabelece a submissão à assembleia, para as operações com o gestor se estabelece a autorização prévia e geral e, por fim, para a contratação de parte relacionada ao gestor, para uma função importante como é a de formador de mercado, vigoraria novamente a obrigatoriedade de autorização assemblear?
23. Se cumularmos tais incongruências com o fato de que a distinção regulamentar entre administrador de fundo e gestor de carteira é relativamente recente e que, por isso mesmo, as categorias muitas vezes foram tratadas, nos últimos anos, de maneira menos diferenciada do que seria de se esperar, torna-se possível assumir que o regime estabelecido pelo art. 34 da Instrução CVM n.º 472/2008 deve também abranger gestores.
24. Reconheço que a interpretação ora proposta talvez fosse geradora de situações mais delicadas se estivéssemos, por exemplo, diante de um processo sancionador. No entanto estamos, aqui, diante de um processo de registro, em que ela é cabível e que é, a meu ver, uma instância bastante legítima para a sua consolidação.
25. O terceiro ponto que gostaria de explorar diz respeito a uma questão, trazida por uma das recorrentes, que, parece-me, é uma espécie de herdeira da hoje superada discussão sobre conflito formal e conflito material de interesses^[9]. Afirma a Oliveira Trust que a interpretação mais adequada para o art. 34 é *"aquela que leva o intérprete a identificar as hipóteses de conflito de interesses nas situações concretas vividas pelo Fundo, e não, ressaltamos, em contextos que, apenas potencialmente, por consideração somente às pessoas relacionadas ao Fundo (por ex., administrador, gestor, empreendedor, etc.) podem ser-lhe potencialmente prejudiciais"*. Daí decorre, ainda conforme a Recorrente, que, *"caso o administrador do Fundo verifique que determinada situação de conflito de interesse real poderá ser prejudicial ao Fundo e aos seus cotistas, deverá, então, voluntariamente, em razão do comando da Instrução CVM n.º 472, obter a aprovação prévia e específica da assembleia geral de cotistas, observadas as regras do Regulamento do Fundo"*.
26. Reconheço, como aliás já reconhecia na discussão sobre conflito de interesses na Lei n.º 6.404, 15.12.1976, que não raro a identificação dos conflitos de interesses é problemática e que, por isso mesmo, em muitos casos apenas a parte que está em conflito terá condições de apontar a sua existência.
27. De qualquer forma, porém, isso não afasta o fato, acima reiterado, de que operações realizadas entre administrador ou gestor e fundo são os mais clássicos exemplos de conflito de interesses em matéria de fundos de investimento – e que é isso que se depreende do fato de que, a despeito de adotar remédios distintos para cada tipo de fundo, a CVM, em todos os normativos, acaba por enfrentar tal questão. Não me parece razoável presumir que, em uma operação que dá liquidez a títulos emitidos pelo administrador ou por pessoas a ele relacionadas ou a títulos que estejam em sua carteira, a melhor solução passe por aguardar um juízo da própria parte interessada.
28. Evidentemente deve haver outras situações, surgidas no dia-a-dia dos fundos, em que o conflito não se manifeste de maneira tão clara. E será obrigação do administrador, nessas hipóteses, reconhecer, de ofício, a existência do conflito. A maior dificuldade para identificar o conflito e a responsabilidade que recai sobre o administrador não colocam em xeque, porém, nada do acima descrito – e a matéria deverá ser submetida à aprovação assemblear.
29. Um quarto ponto diz respeito à eventual suficiência da previsão em regulamento ou do recurso ao Termo de Adesão do fundo no caso dos conflitos ora em discussão. Entendo, aqui também e em parte pelos argumentos já expostos, que a posição da área técnica é correta.
30. Como já referido, a solução adotada pela Instrução CVM n.º 472/2008 é distinta daquela adotada por outras normas, afastando-se daquela que é a regra geral do art. 21-A da Instrução CVM n.º 306/1999. Já por isso se vê que não há como cogitar, aqui, da previsão em regulamento como instrumento suficiente para lidar com os conflitos ora analisados.
31. Já o Termo de Adesão, como tive a oportunidade de registrar em voto no Processo CVM RJ n.º 2008/7977, julgado em 5.5.2009, é um documento criado com a finalidade específica de *"registrar a entrega de determinadas informações aos cotistas"*. Se, como decidido naquele feito, o Termo de Adesão não pode assumir funções

informativas típicas dos prospectos, também é verdade que ele não pode tomar o lugar de outras autorizações (que, frise-se, são atos dispositivos, que vão além daquelas finalidades). Autorizações que no caso da Instrução CVM n.º 472/2008, vale lembrar, a norma trata como *ad hoc* (e, não como autorizações genéricas, como seria o caso se se aceitasse que a autorização fosse feita no Termo de Adesão).

32. Por fim, um quinto ponto diz respeito a uma questão suscitada pela área técnica em seu memorando, que é a possibilidade de mitigação de conflitos de interesse em caso de negociação de ativos em mercado primário "*dentro da estrutura de mercado de capitais*" ou, então, em mercado secundário "*entre partes não relacionadas ou em ambiente de CCP (central counterparty)*".
33. Compreendo a racionalidade de tal solução, ainda mais se considerarmos a multiplicidade dos conflitos potenciais abrangidos pela norma – casos de negociação entre administrador ou gestor e fundo ou casos de aquisição, direta ou indireta, pelo fundo, de ativos emitidos pelo administrador, gestor ou parte a eles relacionada, entre outros –, mas, ao que me parece, esta possibilidade, assim como a sua abrangência, deve ser explorada com mais cuidado.
34. Na mesma linha, e tendo em vista o aparecimento de fundos imobiliários que tendem a adquirir prioritariamente ativos financeiros e valores mobiliários, entendo que seria importante para a CVM analisar se a regra ora em discussão se mostra ainda plenamente adequada. De qualquer forma, com o regime hoje vigente, e pelos motivos esposados pela área técnica no seu memorando e rediscutidos no presente voto, entendo que não há, hoje, outra solução possível.
35. Concluo, então, registrando que acompanho, em suas conclusões, o MEMO/CVM/SIN/GIE/n.º 136/2013, de 8.5.2013, no sentido de que a realização de operações entre fundos imobiliários e seus administradores ou gestores e a aquisição de ativos de emissão destes ou de partes a eles relacionadas está abrangido pelo disposto no art. 34 da Instrução CVM n.º 472/2008, impondo-se, desta maneira, a sua submissão à assembleia de cotistas.
36. Por fim, e tendo em vista que o deslinde dos presentes processos causou efeitos sobre o andamento dos pedidos de registro de oferta pública de distribuição de cotas no âmbito da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE, entendo ser razoável que aquela superintendência permita a retomada, quando cabível, dos prazos de análise ordinários previstos na Instrução CVM n.º 400, de 29.12.2003, no âmbito daqueles procedimentos.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 6 de agosto de 2013.

Otávio Yazbek
Diretor Relator

[1] Valendo destacar que mesmo essa distinção não é regra. Assim, por exemplo, a Instrução CVM n.º 358, de 3.1.2002, no parágrafo único de seu art. 2º, traz, como exemplos de atos ou fatos potencialmente relevantes, um rol bem mais amplo de casos, adotando estratégia distinta.

[2] As regras relativas à Instrução CVM n.º 409/2004 foram excepcionadas por um entendimento aplicável a um caso específico, quando do julgamento do Processo CVM n.º RJ 2005/3471, decidido em 23.5.2006. A posição corporificada naquele julgamento foi generalizada, anos depois, com a apreciação do Processo CVM n.º RJ 2007/12876, julgado em 15.4.2008. Estas exceções, contudo, são específicas e estão diretamente relacionadas à natureza dos produtos então analisados.

[3] Art. 39. (...) § 2º *É vedado ao administrador, gestor, custodiante e consultor especializado ou partes a eles relacionadas, tal como definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto, ceder ou originar, direta ou indiretamente, direitos creditórios aos fundos nos quais atuem.*

[4] Art. 24. *O regulamento do fundo deve prever, no mínimo, o seguinte: (...) V – política de investimento, discriminando inclusive: a) os critérios de elegibilidade; e b) se for o caso, as condições de cessão dos direitos creditórios; (...) §1º A definição da política de investimento deve especificar: (...) IV a possibilidade de realização de operações nas quais a instituição administradora atue na condição de contraparte do fundo, desde que com a finalidade exclusiva de realizar a gestão de caixa e liquidez do fundo;*

[5] Art. 40-A. *O fundo poderá adquirir direitos creditórios, observada a vedação de que trata o § 2º do art.39, e outros ativos de um mesmo devedor, ou de coobrigação de uma mesma pessoa ou entidade, no limite de 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido.*

[6] E a legitimidade dessa opção é evidente, uma vez que há estratégias diferentes para lidar com o mesmo tipo de problema em contextos distintos. Cf., sobre a variedade de estratégias e a sua relação com as necessidades concretas, Andrew CROCKETT *et. al.*, *Conflicts of interest in the financial services industry: what should we do about them?*, Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies, 2003, pp. 6 e ss. e A-13 e ss. Sobre a diversidade de estratégias para lidar com o conflito entre principal e agent, ainda que no campo societário, cf., ainda, o voto do diretor relator Pedro Oliva Marcílio de Souza no julgamento conjunto dos Processos CVM RJ2006/7204 e RJ2006/7213, julgados em 17.10.2006, que trata da questão, em especial, nos parágrafos 16 e ss.

[7] Art. 21-A. (...) § 1º *Salvo disposição específica contrário, não se aplica aos administradores e gestores de fundos de investimento a proibição de que trata o inciso I do art. 16 desta Instrução devendo constar do regulamento do fundo, se for o caso, a possibilidade de o administrador ou o gestor atuar como contraparte do fundo.*

[8] Poder-se-ia cogitar que o § 5º do art. 45 da Instrução CVM n.º 472/2008, ao tratar dos "*FII que invistam preponderantemente em valores mobiliários*", e estabelecer que, para estes fundos, deve-se aplicar "*os limites de*

aplicação por emissor e por modalidade de ativos financeiros estabelecidos na Instrução CVM nº 409, de 2004”, teria incorporado, para estes FIs, a disciplina do conflito de interesses da Instrução CVM n.º 409/2004. No entanto, acredito que as regras de conflito de interesses e as que envolvem os limites de aplicação envolvem duas dimensões distintas, que não se confundem. Uma coisa são as regras relacionadas ao conflito de interesses, que determinam o procedimento que se deve seguir para realizar aquela operação; outra, diferente, diz respeito aos limites de aplicação, que devem ser aplicados inclusive para os casos em que já se seguiu o procedimento próprio a lidar com o conflito de interesses.

[9](#) Cf., sobre esta questão, a decisão tomada no Processo CVM n.º RJ 2009/13179, julgado em 9.9.2010.