

Assunto: Pedido de Dispensa de Requisito Normativo - Processo CVM nº RJ-2012-13220 e 15177

Senhor Superintendente,

Trata-se de pedido de dispensa do cumprimento do art. 34 da Instrução CVM nº. 472/08 (ICVM 472), abaixo transcrito, devido a um entendimento diverso do aplicado por esta Área Técnica, formulado pela Caixa Econômica Federal, na qualidade de instituição administradora do Fundo de Investimento Imobiliário CRI Caixa RB Capital – FII e, pela Oliveira Trust DTVM, na qualidade de instituição administradora do Fundo de Investimento Imobiliário – Cibrasec Créditos Securitizados FII.

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

HISTÓRICO

No âmbito da análise do pedido de autorização de ambos FII, foi solicitado o atendimento de determinadas exigências, dentre as quais se destacaram a adequação da estrutura do fundo ao disposto no art. 34 da ICVM 472, que dispõe que os atos que caracterizem o conflito de interesses entre o fundo e o administrador dependem de aprovação prévia, específica e informada da assembleia de cotistas, como segue:

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.

No caso do FII CRI Caixa RB Capital tal correção foi requerida através da solicitação de aprimoramento do art. 5º do regulamento do fundo (Ofício/CVM/SIN/GIE/Nº 3614/2012, item 3, fls. 62), especificamente através do aprimoramento do seu item "IX", onde se prevê que o Fundo poderá adquirir Ativos cuja estruturação, distribuição, emissão, administração e/ou gestão, conforme aplicável, seja ou tenha sido realizada pelo Administrador, pelo Gestor, por quaisquer dos Cotistas, por outras empresas a estes ligadas ou por qualquer outro terceiro que possa vir a ter interesse na operação. Segundo o nosso entendimento, tal operação estaria vedada sem uma autorização da assembleia de cotistas, nos termos do art. 34 da ICVM 472.

Ofício de Exigências CVM/SIN/GIE/Nº 3614/2012, item 3:

Aprimorar o texto do Art. 5º do Regulamento, excluindo o item "IX", situação caracterizada como Conflito de Interesse.

A fim de atender a exigência formulada, o administrador modificou a redação do referido dispositivo dividindo-o em dois itens, restringindo a aquisição de tais ativos ao mercado primário e condicionado ao fato de não constarem na carteira dos respectivos participantes do FII, sem, contudo, vedar sua aquisição para os casos onde não haja uma autorização específica da assembleia de cotistas.

Em relação ao FII - Cibrasec Créditos Securitizados, encaminhamos ao administrador no dia 14/01/13 uma série de exigências (Ofício/CVM/SIN/GIE/Nº 231/2013, item 3, fls. 52), entre as quais o aprimoramento do art. 5º, § 2º, incisos XIX e XX, e o art. 9º, ainda, solicitamos a exclusão do art. 8º, 10º, §7º e art. 12, §1º, incisos XIX e XX, por caracterizarem situações de conflito de interesses, o que dependeriam de aprovação em assembleia de cotistas e não uma pré-aprovação no momento de adesão ao fundo através do regulamento.

Ofício de Exigências CVM/SIN/GIE/Nº 231/2013, item 3:

Aprimorar o art. 5º, §2º, incisos I e II, e o art. 9º e, ainda, excluir o art. 8º, art. 10º, §7º e art. 12º, §1º, incisos XIX e XX, por caracterizarem situações de conflito de interesse, as quais dependem de aprovação prévia, específica e informada da assembleia geral de cotistas, nos termos do art. 34 da Instrução.

Em linhas gerais, tais dispositivos permitiam ao fundo investir em ativos financeiros administrados e/ou geridos pelo administrador, pelo gestor, por seus controladores, suas controladas, suas coligadas ou sociedades submetidas a controle comum. A fim de atender às exigências, especificamente o item 3, o administrador efetuou alterações objetivando aprimorar a redação sem, contudo, promover os aprimoramentos solicitados na citada exigência, conforme relata em sua exposição de motivos (fls. 65).

Nesse sentido, com alterações pontuais nos arts. 8º e 10º o regulamento passou a prever que o conflito de interesses deverá ser voluntariamente declarado pela parte conflitada, caso em que se submeteria a decisão de investimento à assembleia de cotistas.

Por fim, o regulamento estabelece que a aquisição de ativos que atendam à política de investimento

prevista no regulamento, cujo administrador, gestor ou parte a eles relacionada tenha atuado na emissão, estruturação, distribuição ou administração dos mesmos não configuraria em uma hipótese de conflito de interesses, a menos que tais participantes tenham se autodeclarado conflitados.

Conseqüentemente, tendo em vista as divergências de interpretação a respeito do art. 34 da ICVM 472, ambos os administradores solicitaram o encaminhamento das respectivas matérias à apreciação do Colegiado.

MANIFESTAÇÃO DOS ADMINISTRADORES

1. Caixa Econômica (Fundo de Investimento Imobiliário CRI Caixa RB Capital - FII)

O administrador ressaltar que a redação do mencionado Art. 34 estabelece que *“Os atos que caracterizem conflito de interesses entre o fundo e o administrador dependem de aprovação prévia, específica e informada da assembleia geral de cotistas”*. Ao delimitar os atos entre o fundo e o administrador, o caput do Art. 34 da ICVM 472 acabou sendo bastante preciso, uma vez que as situações que envolvem o gestor de carteira de valores mobiliários encontram-se devidamente reguladas pela Instrução CVM nº 306/99 (ICVM 306), que, inclusive, admite que o administrador e o gestor figurem como contraparte do Fundo, conforme §1º do Art. 21-A desta Instrução, abaixo transcrito:

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.

Nesse sentido, entendem que da análise sistemática das disposições contidas ao longo da regulamentação editada pela CVM, admite-se, no caso de fundos de investimento que tenham como política de investimento preponderante a aquisição de títulos e valores mobiliários, a existência de situações em que o gestor e/ou o administrador (incluindo as suas pessoas ligadas) figurem como contraparte dos próprios fundos onde tais participantes gerem ou administram recursos.

Ao se deparar com duas normas que dispensam tratamento diferenciado para um mesmo fato (que, no caso, pode ser resumido como a aquisição de ativos de emissão do administrador, do gestor ou de pessoas a eles ligadas e a aplicação do regime do art. 21-A da ICVM 306 ou do art. 34 da ICVM 472), no entendimento do administrador, poder-se-ia supor está diante de uma situação de conflito de normas, ou de conflito aparente de normas.

O administrador argumenta que, quando se volta à análise para a Política de Investimento do Fundo, verifica-se que se trata, na realidade, de um FII que investe preponderantemente em valores mobiliários. Desse modo, para as aquisições de ativos de emissão do Administrador, do Gestor ou de pessoas a eles ligadas, desde que se esteja previsto no Regulamento do Fundo, na forma preceituada pelo §1º do art. 21-A da ICVM 306, deve-se aplicar o regime dessa Instrução, uma vez que se trata de norma específica em relação à ICVM 472.

Discorre que a previsão em Regulamento, no qual a totalidade dos investidores adere, por meio da formalização de Termo de Adesão ao Regulamento, implica na manifestação da vontade da totalidade das pessoas que vierem a ser cotistas do Fundo quanto à concordância sobre tal matéria. Dessa forma, a previsão em Regulamento supre o requisito formal de assembleia estabelecido no Art. 34 da ICVM 472, de modo que a própria previsão no Regulamento seria suficiente para permitir ao administrador e ao gestor formalizarem os negócios jurídicos pretendidos.

Adicionalmente, destaca que, nas emissões de CRI que contam com a instituição do regime fiduciário, o devedor do título é o próprio devedor dos créditos que lastreiam a emissão e não a companhia securitizadora, uma vez que os créditos objeto do regime fiduciário constituem patrimônio separado, que não se confunde com o da companhia securitizadora. Dessa forma, conclui-se que a aquisição, pelo Fundo, de CRI emitidos por companhias securitizadoras de créditos imobiliários ligadas ao administrador ou ao gestor não deveria se sujeitar ao regime do art. 34 da ICVM 472, nos

casos em que há instituição de regime fiduciário e a consequente constituição de Patrimônio Separado afeto à emissão, uma vez que, no seu entender, não se trata de mera operação de crédito, em que o Fundo teria como contraparte pessoa ligada ao administrador e/ou ao gestor.

Diante das considerações acima, conclui que a situação ora analisada, aplicam-se as disposições constantes da ICVM 306, em especial o art. 21-A, que estabelece a possibilidade de previsão, em regulamento, da aquisição de valores mobiliários em que o administrador e/ou o gestor figurem como contraparte, em razão de se tratar de norma específica quando confrontada com o regime do art. 34 da ICVM 472. E ainda, caso tal entendimento não prevaleça, entende que a previsão em Regulamento tem um alcance e uma abrangência superior em relação à realização de assembleia geral de cotistas, na forma do Art. 34 da ICVM 472, uma vez que, tratando-se de disposição contida no Regulamento, pressupõe-se a adesão da totalidade das pessoas que venham a figurar como cotistas do Fundo.

2. Oliveira Trust DTVM (Cibrasec Créditos Securitizados Fundo de Investimento Imobiliário - FII)

Em 14/01/13 encaminhamos o Ofício CVM/SIN/GIE/Nº 231/2013 solicitando a adequação do regulamento do referido fundo em relação às inconformidades envolvendo situações de conflito de interesses, entre outras matérias. Como resposta ao Ofício de Exigências, a administradora optou por manter, com aprimoramentos mínimos, todas as cláusulas do Regulamento que, no nosso entendimento, ferem a questão do conflito de interesses.

Nessa linha, foram-nos apresentados alguns argumentos que suportam o entendimento do administrador em relação a melhor interpretação do art. 34 da ICVM 472 e o não atendimento das exigências, o qual listamos abaixo, de forma condensada.

A Oliveira Trust DTVM entende que a melhor interpretação a ser dada ao art. 34 da ICVM 472 é aquela que leva o intérprete a identificar as hipóteses de conflito de interesses nas situações concretas vividas pelo Fundo, e não, ressaltam, em contextos que, apenas potencialmente, por consideração somente às pessoas relacionadas ao Fundo (por ex., administrador, gestor, empreendedor, etc.) podem ser-lhe potencialmente prejudiciais. Nesse sentido, 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 ICVM 472, obter a aprovação prévia e específica da assembleia geral de cotistas, observadas as regras do Regulamento do Fundo.

Faz menção também ao art. 86 da Instrução CVM nº 409 (ICVM 409), citando os limites que são dados aos fundos de investimento para investimento em títulos ou valores mobiliários de emissão do administrador, do gestor ou de empresas a eles ligadas. Com isso, julga o administrador demonstrado que, não seria razoável para o legislador da ICVM 472 condicionar toda e qualquer aplicação de recursos em títulos de emissão do administrador, gestor ou de empresas a eles ligadas à assembleia geral de cotistas, devendo esta circunstância ser verificada, portanto, no caso concreto.

Além disso, pondera o administrador que, os efeitos práticos da interpretação por nós dada ao conceito de conflito de interesse, inviabilizariam o funcionamento de fundos de investimento imobiliário cuja política de investimento preveja a aplicação de recursos em ativos financeiros imobiliários, notadamente em CRI, na medida em que o mercado desse tipo de ativo é irrigado por poucas empresas.

No tocante à política de investimento do FII em tela, enfatiza o administrador que o objeto principal do Fundo é proporcionar a valorização e a rentabilidade das cotas mediante a aquisição de CRI, entre outros Ativos-Alvos. Destaca ainda, que tais ativos poderão ser adquiridos em operações nas quais atuem como contraparte, direta ou indiretamente, o Administrador, o Gestor, seus controladores, suas controladas, suas coligadas ou sociedades com eles submetidas a controle comum, bem como fundos de investimento e/ou carteiras de títulos e valores mobiliários administrados e/ou geridos pelo administrador e/ou gestor. Portanto, considera o Administrador que: a aquisição de Ativos-Alvos que estejam de acordo com a política de investimento e cuja estruturação, distribuição, emissão, administração e/ou gestão, conforme aplicável, tenham sido realizadas pelas pessoas acima mencionadas não configurarão, em princípio, conforme sua linha de argumentação, situação de conflito de interesse, e encontram-se previamente aprovadas pelos cotistas, uma vez que prevista no próprio Regulamento.

Prossegue o Administrador alegando que o Fundo foi constituído para atender, essencialmente, à demanda de investidores interessados em adquirir cotas de fundo de investimento imobiliário cuja política preveja o investimento em títulos e valores mobiliários (primordialmente CRI) estruturados, distribuídos e emitidos, em regime fiduciário, por empresas do grupo econômico do gestor do Fundo, neste caso, a CIBRASEC ADMINISTRADORA DE RECURSOS LTDA e faz paralelo com precedente julgado pelo Colegiado, manifestado no Processo RJ-2007-12876 e corroborado pela orientação do

Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº 4/2010, ao permitir que os recursos dos fundos de investimento regulados pela ICVM 409 sejam aplicados em valores mobiliários de emissão do administrador, gestor ou empresa a eles ligada, não configurando situação de conflito de interesses. Ressalta ainda o fato de o Fundo ser destinado exclusivamente a investidores qualificados, assim definidos nos termos da ICVM 409.

Em relação à ligação envolvendo o gestor do fundo (Cibrasec Administradora de Recursos) e o emissor dos CRI (Cibrasec – Companhia Brasileira de Securitização), informa o Administrador que, no que se refere às atividades do Fundo, é seu entendimento que caberá a ele (Administrador) e ao Gestor, no exercício de suas respectivas atribuições, evitar que o Fundo realize operações em condições que não sejam razoáveis ou equitativas, de acordo com as condições que prevaleçam no mercado ou em que o Fundo contrataria com terceiros.

CONSIDERAÇÕES DA GIE

1. Regras gerais envolvendo o tema Conflito de Interesses em Fundos de Investimento

O assunto “Conflito de Interesses” foi recentemente abordado pela CVM na indústria de securitização através da edição da Instrução CVM nº 531/2013 (ICVM 531) que alterou a plataforma regulatória dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC, especialmente sobre esse quesito.

Nesse sentido, antes de expormos nossas considerações sobre os argumentos levantados em prol da aquisição de ativos emitidos pelo administrador, gestor, ou partes relacionadas, vale a pena apresentarmos as alterações na indústria de FIDC tendo por base a referida Instrução, bem como o tratamento dado à matéria aos diversos tipos de fundos de investimentos.

A CVM trata o assunto conflito de interesses de diversas formas, de acordo com as particularidades do veículo de investimento, riscos ao mercado, público investidor, entre outros, conseqüentemente, as Instruções que regulam cada um dos fundos podem tratar o assunto sob diferentes prismas.

a. Conflito de Interesses em Fundos 409:

A ICVM 409 em seu art. 86, § 2º, por exemplo, dispõe que, os fundos regulados por aquela Instrução, não podem deter mais de 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido em títulos e valores mobiliários de emissão do administrador, do gestor ou de empresas a eles ligadas, observando ainda, que é vedada a aquisição de ações de emissão do administrador, exceto quando o fundo busca reproduzir índice de mercado do qual as ações do administrador ou de companhias a ele ligadas façam parte, respeitado a proporção de sua participação no respectivo índice e, caso o mesmo venha a adquirir cotas de fundos administrados por tais participantes, o regulamento do mesmo deve dispor sobre o percentual máximo de aplicação nessas cotas.

Posteriormente, o Colegiado, ao analisar consulta apresentada pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários, decidiu no âmbito do Processo CVM nº RJ-2007-12876 pela possibilidade de constituição de fundos de investimento das classes Ações e Multimercado que prevejam o investimento de mais de 95% de seu PL em determinada ação de emissão do administrador, dada as permissões contidas no art. 95-B, §2º e art. 97, § 3º, da ICVM 409 e, desde que respeitada os condicionantes previstos em tais dispositivos.

Art. 95-B. Os fundos classificados como “Ações” deverão ter como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado.

(...)

§ 2º Sem prejuízo do disposto no caput, o investimento nos ativos financeiros listados no § 1º não estará sujeito a limites de concentração por emissor, desde que o regulamento, prospecto e material de venda do fundo, bem como os extratos enviados aos clientes, contenham, com destaque, alerta de que o fundo pode estar exposto à significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes.

.....

Art. 97. Os fundos classificados como "Multimercado" devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial ou em fatores diferentes das demais classes previstas no art. 92.

§ 3º O investimento em ativos financeiros listados inciso I do § 1º do art. 95-B pelos fundos de que trata este artigo não estará sujeito a limites de concentração por emissor, desde que o regulamento, prospecto e material de venda do fundo, bem como os extratos enviados aos clientes, contenham, com destaque, alerta de que o fundo pode estar exposto a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes.

b. Conflito de Interesses em FIP:

E m relação aos Fundos Estruturados, temos também regras diferentes, no caso dos Fundos de Investimento em Participações (FIP), observamos no art. 36 da Instrução CVM nº 391/2003 uma regra muito similar ao estabelecido aos Fundos Imobiliários, qual seja, veda a aplicação de recursos do fundo em títulos e valores mobiliários de companhias nas quais participem:

Art. 36. Salvo aprovação da maioria dos cotistas reunidos em assembléia geral, é vedada a aplicação de recursos do fundo em títulos e valores mobiliários de companhias nas quais participem:

"I - o administrador, o gestor, os membros de comitês ou conselhos criados pelo fundo e cotistas titulares de cotas representativas de 5% (cinco por cento) do patrimônio do fundo, seus sócios e respectivos cônjuges, individualmente ou em conjunto, com porcentagem superior a 10% (dez por cento) do capital social votante ou total;

II - quaisquer das pessoas mencionadas no inciso anterior que:

a) estejam envolvidas, direta ou indiretamente, na estruturação financeira da operação de emissão de valores mobiliários a serem subscritos pelo fundo, inclusive na condição de agente de colocação, coordenação ou garantidor da emissão; ou

b) façam parte de conselhos de administração, consultivo ou fiscal da companhia emissora dos valores mobiliários a serem subscritos pelo fundo, antes do primeiro investimento por parte do fundo.

Parágrafo único. Salvo aprovação da maioria dos cotistas, é igualmente vedada a realização de operações, pelo fundo, em que este figure como contraparte das pessoas mencionadas no inciso I deste artigo, bem como de outros fundos de investimento ou carteira de valores mobiliários administrados pela administradora ou pela gestora, quando houver."

Tal vedação é mitigada caso a maioria dos cotistas reunidos em assembleia aprovem a operação. Observe ainda, que a vedação, diferentemente da imposta aos FII, é estendida também aos cotistas titulares de cotas representativas de 5% do PL do fundo, bem como os mencionados no inciso II do referido artigo.

c. Conflito de Interesses em FIDC:

O último posicionamento da CVM em relação ao tema "Conflito de Interesses" em fundos de investimento foi através da edição da ICVM 531, conforme exposto acima, o que traz regras mais rígidas em relação às estruturas que possam propiciar situações que envolvam esses conflitos.

Essa Instrução (ICVM 531) vedou, sob qualquer hipótese, não só o administrador do FIDC, mas também o gestor, custodiante, o consultor especializado ou partes a eles relacionadas, ceder ou originar, direta ou indiretamente, direitos creditórios aos fundos nos quais atuem.

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.

Com relação aos demais ativos financeiros, a norma limitou sua aquisição unicamente às necessidades de gerenciamento de caixa, onde facultou ao regulamento do fundo indicar a possibilidade de realização de operações nas quais a instituição administradora atue na condição de contraparte do fundo.

Art.24. O regulamento do fundo deve prever, no mínimo, o seguinte:

(...)

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;

Mesmo possibilitando ao administrador do fundo adquirir ativos financeiros de emissão do administrador para fins de gerenciamento de caixa, a norma limitou tais aquisições a 20% do PL do fundo:

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.

§ 1º O percentual referido no caput poderá ser elevado quando:

I – o devedor ou coobrigado:

a) tenha registro de companhia aberta;

b) seja instituição financeira ou equiparada, autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil;
ou

c) seja sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de constituição do fundo elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a regulamentação editada pela CVM, e auditadas por auditor independente registrado na CVM, ressalvado o disposto no §3º deste artigo; e

II - se tratar de aplicações em:

a) títulos públicos federais;

b) operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais; e

c) cotas de fundos que possuam como política de investimento a alocação exclusiva nos títulos a que se referem às alíneas “a” e “b”.

(...)

§ 9º As hipóteses de elevação do limite de 20% (vinte por cento) para aplicação em outros ativos de um mesmo devedor de que trata o inciso I do § 1º não são aplicáveis aos ativos de emissão ou coobrigação do administrador e do gestor ou partes a eles relacionadas, tal como definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto, para os quais o limite deve ser observado.

2. Conflito de Interesses disposto na Lei 8.668, de 25 de junho de 1993 e na ICVM 472/08

As regras de conflito de interesses estabelecidas aos FII não são as mais rígidas quando comparados aos demais fundos estruturados acima.

Diferentemente dos fundos relacionados, os FII foram criados através de uma lei específica sobre o tema, a Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, que dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário.

Essa lei, em seu art. 12, VII, veda a realização de qualquer operação do fundo quando caracterizada situação de conflito de interesse envolvendo o fundo e o administrador, bem como aquele e o empreendedor.

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.

Por sua vez, a ICVM 472, em seu art. 34, reafirmou o dispositivo legal, considerando que, caso as operações do fundo que caracterizassem conflito de interesses fossem submetidas à aprovação de Assembleia de Cotistas, a hipótese prevista em Lei se descaracterizaria. Para isso, condicionou a operação à aprovação prévia, específica e informada em assembleia, cujo quorum é estabelecido pelo disposto no art. 20, parágrafo único, da ICVM 472.

O §1º do art. 34 enumera ainda alguns exemplos de situações de conflito de interesses, tais como: a aquisição, locação, arrendamento ou exploração do direito de superfície, pelo fundo, de imóvel de propriedade do administrador ou de pessoas a ele ligadas; 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; assim como a contratação por parte do administrador dos prestadores de serviços a que se refere o art. 31 da mesma instrução, qual seja: a distribuição de cotas, o consultor especializado, a empresa especializada e o formador de mercado.

Entendemos que todas as demais contratações de partes relacionadas ao administrador em princípio estão sujeitas à deliberação em assembleia de cotistas, nos termos do disposto parágrafo único do art. 20 da ICVM 472.

Alertamos ainda, que, em nossa opinião, as situações de conflito de interesses, assim como qualquer outra sujeita a assembleia de cotistas não podem ser, para esses efeitos, objeto de pré-aprovação, ciência, ou concordância sob qualquer outro nome, no Termo de Adesão ao fundo, tendo em vista os motivos expostos acima, bem como através de dispositivo no regulamento.

3. Fundo de Investimento Imobiliário CRI Caixa RB Capital - FII

Com relação aos argumentos apresentados pela Caixa Econômica sobre a possibilidade de aquisição de CRIs ligados ao gestor do fundo RB Capital, vale a pena algumas considerações.

Primeiramente, o administrador argumenta que no caso de confronto entre as duas normas, aqui, a ICVM 472 e ICVM 306, a respeito do tema conflito de interesses, dever-se-ia aplicar o disposto na ICVM 306, por ser uma norma específica aos administradores/gestores de valores mobiliários.

Vale ressaltar, que conforme mencionado acima, o tema conflito de interesses tem características próprias em cada um dos veículos financeiros supervisionados pela CVM, apesar de algumas questões nucleares serem comuns a todos.

Não podemos considerar razoável o ponto levantado, pois do contrário, nenhuma das normas editadas pela CVM sobre o assunto, cujo agente principal seja o administrador/gestor, seria aplicável a realidade de cada um dos tipos de fundos existentes em nossa indústria. Em resumo, os dispositivos normativos editados sobre o tema, na prática, não seriam aplicados, o que parece-nos, no mínimo, inconsistente, dado que de fato o assunto é tratado de diversas formas em nossa regulamentação, conforme exposto acima.

Em relação ao aspecto terminológico, entendemos que o administrador de trata o art. 34, da ICVM 472, é o gênero presente em toda a ICVM 306 e no art. 23, da Lei 6385/76, que abrange tanto o que se convencionou denominar de administrador, quanto de gestor de fundos de investimento. Frisamos, também, que o §1º, do art. 21-A, da ICVM 306

possibilita o administrador ou gestor atuar na condição de contraparte do fundo **caso não haja disposição específica em contrário** e, desde que tal possibilidade conste no regulamento do fundo.

As restrições envolvendo os Fundos Imobiliários vêm ordinariamente do estabelecido na Lei nº 8.668/93, o qual veda qualquer situação que envolva conflito de interesses entre o administrador, em gênero, o que abarca também o gestor. É óbvio que o legislador estava preocupado com a discricionariedade do gestor de recursos, seja sob o nome de gestor de FII ou administrador.

A ICVM 472 apenas flexibilizou tal dispositivo, ao eleger a Assembleia de Cotistas como o fórum mais adequado para se permitir tais investimentos. Observe que a norma poderia ter elegido o regulamento do fundo, o termo de adesão ou qualquer outra forma de ratificação, contudo, tais alternativas não foram elencadas.

O administrador ainda menciona que em CRI que conste com o regime fiduciário, dado que o patrimônio do ativo não se confunde com o da securitizadora, a preocupação em relação a um potencial conflito de interesses estaria mitigada, tendo em vista que o devedor dos recursos não seria a securitizadora, no caso concreto, uma parte relacionada ao gestor, e sim o tomador do crédito imobiliário, ou seja, o risco direto a que o investidor estaria exposto não seria o do administrador ou gestor, e sim de cada um dos devedores cujos créditos serviram de lastro à emissão do CRI.

De fato o principal risco incorrido na aquisição de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) é o inadimplemento dos devedores finais, bem como as garantias dos créditos concedidas e o pré-pagamento (antecipação de receita, com o conseqüente recálculo dos juros pagos), o que impacta diretamente no fluxo de caixa do ativo e na rentabilidade do fundo.

No entanto, os riscos envolvidos na aquisição de CRI, em nosso entendimento, podem ser divididos em dois grandes grupos: (i) a qualidade do crédito originado e (ii) na estruturação do produto financeiro propriamente dito. O primeiro está mais diretamente relacionado à capacidade de prospectar bons clientes oriundos de operações de financiamento imobiliário, bem como no conjunto de procedimentos adotados pelos originadores/credores, a fim de mitigar os riscos incorridos nessas operações de crédito.

Já o segundo, está estreitamente correlacionado à escolha do perfil de créditos e sacados adequados, a fim de compor o *pool* de ativos que irão lastrear o CRI, bem como “desenhar” a estrutura da operação de securitização de modo adequado. Ou seja, mesmo que a companhia securitizadora, parte relacionada ao administrador/gestor, não seja o principal indutor dos riscos relacionados ao grupo (i), o que em alguns casos não é de todo verdade, os mesmos são os principais vetores de risco relacionados ao grupo (ii).

A título exemplificativo, no caso específico dos CRI, o conflito observado no grupo (ii) é onde o participante (administrador, gestor ou consultor imobiliário) do fundo ou partes a ele relacionadas adquirem CRIs estruturados por agentes do grupo. Já o conflito pertencente ao grupo (i) é onde o participante do fundo adquire CRIs no qual atuou na originação dos créditos que os lastream, sem contudo ter necessariamente estruturado a emissão do mesmo.

Contudo, no que diz respeito ao modelo de estruturação e distribuição dos CRI, vale a pena ressaltar que, em nossa opinião, caso os CRIs sejam adquiridos de parte não relacionada em mercado secundário ou em ambiente de CCP (*central counterparty*), entendemos que o conflito de interesses de que trata a ICVM 472 se encontra mitigado.

Do mesmo modo, se a mesma aquisição for realizada em mercado primário dentro da estrutura do mercado de capitais (por exemplo: *bookbuilding*, formação de preço por leilão, estrutura de segregação de responsabilidades, etc.), entendemos que tal conflito também se encontra mitigado, dado que a precificação do ativo não estaria sob o domínio dos participantes do fundo.

Ou seja, podemos concluir que o Regime Fiduciário não blindava, necessariamente, o fundo imobiliário de potenciais conflitos de interesses, pelos motivos acima expostos, conseqüentemente, não seria um motivo para a inaplicabilidade do art. 34 da ICVM 472.

4. Cibrasec Créditos Securitizados Fundo de Investimento Imobiliário - FII

O administrador do Cibrasec Créditos Securitizados FII (Oliveira Trust DTVM) argumenta que a melhor interpretação para o art. 34 da ICVM 472 é aquela onde os participantes relacionados ao fundo (administrador, gestor, etc.), **voluntariamente**, considerando que determinada situação possa ser prejudicial ao FII e aos seus cotistas, depois de verificado tal risco, obtenha a aprovação prévia e específica em assembleia de cotistas para realizar a operação desejada.

Em relação a essa linha de argumentação, entendemos que a existência dos potenciais conflitos de interesse de que trata o art. 34, da ICVM 472 depende de fatores como a forma pela qual os CRIs foram estruturados e distribuídos e a relação entre administradores e gestores dos fundos com originadores e estruturadores dos CRI. Deste modo, é nossa opinião que, de modo algum, a Instrução vinculou os procedimentos descritos em seu art. 34 a uma avaliação subjetiva e voluntária onde os administradores envolvidos eventualmente façam sobre atos que caracterizem conflito de interesses.

Vale a pena mencionar novamente a experiência da indústria de FIDC quando da edição da ICVM 531/13, considerado ainda, que dispomos de diversos dispositivos normativos para tratar de conflito de interesses em nossa regulamentação.

Assim como nos FIDC, os conflitos de interesses em uma operação envolvendo a aquisição de CRI se dão quando um participante domina duas pontas dentro de uma estrutura: (i) a originação do crédito, para o que poderíamos fazer uma analogia com o lado da venda do ativo (**sell-side**); e (ii) quando este mesmo participante trabalha na aquisição desses créditos originados anteriormente (**buy-side**), no caso, em forma de CRIs.

Nesse contexto, que envolve fundamentalmente ativos ilíquidos, para mitigar uma estrutura conflituosa permite-se que os agentes prestem serviços a apenas uma das pontas da estrutura: originação/cessão ou aquisição dos ativos. Tem-se, então, um controle mútuo exercido entre os agentes, um no momento da originação/cessão dos créditos (ou do CRI propriamente dito) e outro no momento de sua aquisição pelo FII, exercido pelo administrador ou gestor.

Ou seja, nesse contexto (o dos FIDC) considerou a prática de originar para distribuir como um fator de risco de tal periculosidade que deveria ser eliminado. Entendemos que embora o regramento no presente caso seja diverso e envolva outros produtos (FII e CRI), é importante ressaltar este paralelo, especialmente por se tratarem os CRIs no principal veículo em nosso mercado para as operações de securitização imobiliária (*MBS*), assim como os FIDC são o principal veículo para as demais formas de securitização (*ABS*).

O administrador entende ainda, que se deve considerar o contexto do fundo em tela, ou seja, devemos levar em conta que o objeto principal do fundo é proporcionar a valorização e rentabilidade das cotas mediante a aquisição de CRI, entre outros ativos.

Desse modo, o fundo foi constituído para atender, essencialmente, à demanda de investidores interessados em adquirir CRI nos termos da política de investimentos estabelecida, que prevê a aquisição de valores mobiliários (primordialmente CRI) estruturados, distribuídos e emitidos, em regime fiduciário, por empresas do grupo econômico do gestor do fundo. Tal fato estando previsto no regulamento, não configuraria, em princípio, situação de conflito de interesses, dado que se encontram previamente aprovadas pelos cotistas, uma vez que prevista no próprio regulamento, segundo o seu entendimento.

Lembramos, mais uma vez, os nossos argumentos expostos ao FII CRI Caixa RB Capital, ou seja, as restrições envolvendo os Fundos Imobiliários vêm ordinariamente do estabelecido na Lei nº 8.668/93.

Deste modo, em nossa opinião, a ICVM 472, tendo em vista as competências legais da CVM em relação à matéria, tão somente interpretou o dispositivo legal ao entender que a aprovação prévia e específica de matérias que envolvam conflito de interesses em assembleia de cotistas descaracterizaria a vedação de que trata o art. 12, inciso XII, da Lei 8.668/93.

Ao fazer isso, a ICVM 472 foi precisa e cirúrgica, estabelecendo que não o regulamento, ou o termo de adesão ou qualquer outra forma de autorização, mas sim que somente aprovação prévia, específica e informada em assembleia geral de cotistas poderia fazer com que se superasse a vedação legal em termos de atos que caracterizem conflitos de interesse entre administrador e fundo.

CONCLUSÕES

Diante de todo o acima exposto, entendemos que a ICVM 472 possui um tratamento próprio relativo ao conflito de interesses, tratamento esse advindo da Lei 8.668/93 que veda qualquer tipo de operação que envolva conflito de interesses entre o administrador, em gênero, o que se aplicaria também ao gestor do fundo, e o FII propriamente dito, consequentemente, entendemos que não é razoável a aplicação do art. 21-A da ICVM 306 em detrimento do art. 34 da ICVM 472.

Ainda, consideramos que o único fórum legítimo para deliberar e autorizar a aquisição de ativos sujeitos a conflitos de interesses é a assembleia geral de cotistas, conforme o próprio art. 34 da ICVM 472 dispõe, o que inviabiliza a possibilidade de pré-aprovação, ciência, ou concordância sob qualquer outro nome, no Termo de Adesão ao fundo, assim como em seu regulamento.

Em relação ao Termo de Adesão, nos termos da decisão do Colegiado no Processo CVM nº RJ-2008-7977, de 03/03/2009, foi reiterado que tal documento tem fim específico, qual seja, o de registrar a entrega de determinadas informações aos cotistas, e assim, não é meio adequado para outras finalidades que não lhe são próprio, como, por exemplo, a outorga de poderes ou a concessão de direitos pelo cotista signatário ao administrador do fundo.

Vale mencionar ainda que existem diferenças significantes entre uma pré-aprovação em regulamento ou Termo de Adesão e no curso de uma assembleia de cotistas, já que nesta última é possível um amplo debate entre os diversos investidores do condomínio, possibilitando, com isso, a tomada de decisão em bases mais refletidas, bem como um melhor alinhamento de entendimentos, dado os diversos níveis de conhecimento e assimilação de riscos pelos cotistas envolvidos.

Ressaltamos que, em nosso entendimento, a possibilidade de declaração voluntária por parte do agente conflitado também não se fundamenta, uma vez que ao se permitir que os administradores/gestores se autodeclarem conflitados, caso assim entendam, transferimos um poder que a Instrução confere aos cotistas para agentes que possuem interesse direto na aprovação dessas operações, o que não é razoável.

No entanto, como exposto em nossas considerações a respeito dos conflitos indiretos, entendemos que operações realizadas em mercado secundário entre partes não relacionadas ou em ambiente de CCP (*central*

counterparty), bem como às realizadas no mercado primário com regras de mercado de capitais para formação de preços, tais como *bookbuilding*, formação de preços por leilão, estrutura de segregação de responsabilidades, entre outros, mitigaria tais conflitos.

Levando-se em conta as conclusões apresentadas acima, recomendamos ao Colegiado que não seja acatado as interpretações e, conseqüentemente, os recursos dos administradores envolvidos, Caixa Econômica Federal e Oliveira Trust DTVM, fazendo-se necessário o pleno cumprimento das exigências remanescentes formuladas através dos Ofícios CVM/SIN/GIE/Nº 3614/2012 e 231/2013, item 3, conforme transcrito no histórico do presente relato, processos RJ-2012-13220 e RJ-2012-15177, respectivamente, resultando, com isso, na alteração dos Regulamentos, de modo a atender de forma objetiva o disposto na ICVM 472.

Finalmente, colocamo-nos à disposição para relatar a matéria, caso o Colegiado entenda conveniente.

Atenciosamente,

BRUNO BARBOSA DE LUNA

Gerente de Acompanhamento de Fundos Estruturados

Ao SGE, de acordo com a manifestação e o encaminhamento proposto pela
GIE.

FRANCISCO JOSÉ BASTOS SANTOS

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais