



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.005558/2020-62

Reg. Col. nº 1913/20

- Interessado:** BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM, Prisma Capital Ltda. e Prisma Proton Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura
- Assunto:** Consulta a respeito da possibilidade de inclusão, no regulamento de um FIP, de mecanismo alternativo para aprovação de operações que configurem potencial conflito de interesses.
- Diretor:** Gustavo Machado Gonzalez

VOTO

I. Introdução

1. Neste processo discutimos a possibilidade de o regulamento de um FIP-IE estabelecer um regime para lidar com certas situações de conflito de interesses diferente daquele previsto na Instrução CVM nº 578/2016.
2. Mais especificamente, questiona-se se um FIP-IE poderia adquirir ativos de infraestrutura detidos por outros fundos, veículos de investimento ou carteiras de valores mobiliários administrados pelo seu administrador ou gestor sem a necessidade de submissão da operação à assembleia geral de cotistas, como ordinariamente estabelece o §1º do artigo 44 da Instrução CVM nº 578/2016, desde que **(i)** o regulamento do fundo estabeleça, com precisão, os critérios de elegibilidade para aquisição desses ativos e **(ii)** as operações sejam previamente aprovadas por um comitê consultivo.

II. Os conflitos de interesses na atual regulamentação da indústria de FIPs e a necessidade de sua revisão

3. Os conflitos de interesse são um fenômeno bastante comum no mercado de capitais, especialmente em mercados como o brasileiro, que, a despeito do expressivo crescimento nos últimos anos, ainda é caracterizado por um número reduzido de ativos, investidores e prestadores de serviços, muitos dos quais desempenham mais de uma função.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

4. As normas da CVM que disciplinam o funcionamento da indústria de fundos trazem um rol bastante diversificado de respostas aos potenciais problemas decorrentes dos conflitos de interesse, que incluem normas proibitivas, soluções procedimentais e cláusulas gerais, muitas das quais variam conforme o tipo de fundo.

5. Como o caso em análise trata de um FIP, mais especificamente de um FIP-IE, irei concentrar os meus comentários em dispositivos da Instrução CVM nº 578/2016, que trata desses fundos, e da Instrução CVM nº 558/2015, que disciplina a prestação dos serviços de administração fiduciária e gestão de recursos.

6. Começo pela Instrução CVM nº 558/2015 que, aliás, ilustra bem a referida multiplicidade de respostas normativas aos conflitos de interesses na indústria de fundos – temos *standards* de conduta¹, obrigações de *disclosure*² e soluções organizacionais³. Para a solução do caso que nos foi submetido, parecem-me especialmente relevantes os dispositivos que assinalam ser dever do administrador de carteira “exercer suas atividades com boa fé, transparência, diligência e lealdade em relação aos seus clientes” (art. 16, I) e “desempenhar suas atribuições de modo a (...) evitar práticas que possam ferir a relação fiduciária mantida com seus clientes” (art. 16, II, “b”).

7. A Instrução CVM nº 578/2016 também se vale de mais de uma estratégia para lidar com os conflitos de interesse⁴, incluindo a exigência de que certas operações, em que a multiplicidade de interesses potencialmente antagônicos se coloca de modo mais acentuado, sejam submetidas à aprovação da assembleia de cotistas. Para avaliar a proposta que nos foi submetida é necessário refletir, também, sobre os méritos da solução consagrada na norma vigente. Assim, gostaria em primeiro lugar de explicar por que entendo ser inadequado existir uma norma cogente na regulamentação da CVM exigindo que a assembleia geral de cotistas aprove atos que configurem potencial conflito de interesses.

8. Nos termos da regulamentação vigente, somente investidores qualificados podem investir em FIP (art. 4º da Instrução CVM nº 578/2016). A segmentação de produtos em razão da sofisticação dos investidores é uma estratégia regulatória legítima e importante, ainda que se possa discutir se a segmentação deve se basear em critérios estanques ou em uma avaliação mais

¹ V. art. 16, I e II, da Instrução CVM nº 558/2015.

² V. art. 16, III, “e”, e Seção 6.2 do Anexo 15-II, ambos da Instrução CVM nº 558/2015.

³ V. art. 20 da Instrução CVM nº 558/2015.

⁴ V. arts. 9º, XV, 24, XII, 24, parágrafo único, 38, §3º, e 44, todos da Instrução CVM nº 578/2015.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

customizada do perfil do investidor, que busque realmente aferir sua capacidade de entender os riscos associados a cada tipo de investimento e o seu apetite a risco.

9. No meu sentir, a regulação de produtos destinados exclusivamente a investidores qualificados ou profissionais (e especialmente no caso desses últimos) deve ser menos intrusiva. Afinal de contas, a segmentação funda-se no pressuposto de que tais investidores estão em condição não só de avaliar os investimentos que lhes são submetidos, mas, também, condicionar os seus aportes ao atendimento de certas exigências – que vão desde a prestação de informações até a adoção de soluções organizacionais que, na avaliação daqueles investidores, sejam aptas a lidar de modo adequado com os riscos associados àquele produto ou àquela operação.

10. Nessa perspectiva, entendo que a Instrução CVM nº 578/2016 foi infeliz ao exigir que transações que envolvam potenciais conflitos de interesse sejam necessariamente aprovadas pela assembleia geral de cotistas. Ora, por se tratar de um veículo destinado a investidores qualificados, a norma deveria ter prestigiado uma abordagem mais flexível, que permitisse aos estruturadores do fundo e aos potenciais investidores acordarem negocialmente a solução que julgassem mais adequada à luz das especificidades de cada operação.

11. Em resumo, faz sentido que os investidores demandem que os regulamentos de determinados fundos prevejam que operações consideradas mais suscetíveis a problemas (por exemplo, em razão do gestor ter múltiplos interesses na matéria) sejam submetidas à assembleia geral, mas não faz sentido que a regulação se substitua à vontade do investidor qualificado e defina uma única forma para lidar com certo tipo de problema.

12. Vale lembrar que mesmo na vigência da norma anterior (Instrução CVM nº 391/2003), que não continha exigência semelhante aos artigos 24, XII, e 44 da Instrução CVM nº 578/2016, era comum que os FIPs tivessem comitês de investimento atuantes, muitas vezes com a prerrogativa, inclusive, de vetar investimentos propostos pelo gestor. Esse fato demonstra que os cotistas, especialmente os mais sofisticados e/ou que pretendiam subscrever cotas em montantes mais expressivos, já condicionavam seus aportes à adoção de algum tipo de solução organizacional que lhes conferisse voz em decisões a respeito dos investimentos dos fundos, não havendo razão, portanto, para que a regulação avançasse nessa matéria.

13. Por outro lado, não se pode ignorar que cada vez mais produtos estruturados – incluindo cotas de FIPs – são destinados a investidores pessoas físicas, sobretudo aqueles que oferecem algum tipo de benefício tributário (caso do FIP-IE). Embora, como já mencionado, apenas investidores qualificados possam investir em FIPs, é necessário reconhecer que uma base



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

pulverizada de investidores pessoas físicas não tem as mesmas condições de negociar os termos dos investimentos que lhe são ofertados do que um pequeno grupo de investidores institucionais. No entanto, esse fato não legitima a solução para conflitos de interesses adotada na Instrução CVM nº 578/2016.

14. A eficácia das soluções de conflitos de interesses envolvendo os prestadores de serviços do fundo, sobretudo o gestor, baseadas na aprovação pelos investidores pressupõe que esses últimos têm capacidade de analisar a operação e interesse em que essas lhes sejam submetidas. Se tais pressupostos não estiverem presentes, a assembleia será uma falsa resposta e é por essa razão que o regramento da Instrução CVM nº 578/2016 é também (ou sobretudo) inadequado para os FIPs que possuem uma base pulverizada de cotistas, como o FIP-IE tratado na consulta.

15. Nesse ponto, aliás, vale lembrar que a própria CVM já flexibilizou as regras da Instrução CVM nº 578/2016 em razão do absentismo típico de estruturas em que a propriedade está pulverizada, permitindo que junto com o pedido de reserva ou boletim de subscrição seja solicitada a outorga de procuração para que um terceiro represente os cotistas na assembleia geral do FIP que deliberará sobre os investimentos sujeitos à regra do artigo 44. De fato, o fundo de que trata a presente consulta pretendia, de início, valer-se desse mecanismo para a aprovar a primeira aquisição de ativos detidos pelos fundos paralelos. A solução organizacional que nos foi submetida serviria para aprovar investimentos subsequentes em outros projetos de infraestrutura desenvolvidos por meio dos fundos paralelos ou de outros veículos geridos pelo gestor.

16. Quis começar o meu voto por esses comentários mais gerais uma vez que eles sintetizam as principais razões pelas quais sou crítico às regras da Instrução CVM nº 578/2016 que exigem que atos que configurem potencial conflito de interesses sejam submetidos à assembleia geral de cotistas. Creio que quando a CVM é chamada a avaliar se um participante do mercado pode adotar uma solução diferente daquela prevista na regulamentação, a análise não deve se basear em um exame abstrato do mecanismo alternativo proposto, mas em uma comparação entre o que se ganha e o que se perde ao se admitir que um conhecido problema tenha uma nova resposta.

17. Entendo, ainda, que devemos cada vez mais prestigiar estruturas flexíveis, sobretudo para produtos destinados para investidores qualificados. A Lei de Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019) requer que a CVM revise a regulamentação dos fundos de investimento, não só para ajustá-la ao novo marco legal (arts. 1368-D a 1368-F do Código Civil), mas, também, para torná-la mais compatível com os princípios previstos naquele diploma. Esse novo olhar não deve se restringir às discussões acerca da reforma da regulamentação, mas deve, também, orientar toda



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

a atividade de aplicação e interpretação dos normativos existentes, inclusive por ocasião da análise de pedidos de dispensa.

III. Análise do caso

18. O direito societário e a regulação reconhecem a importância das soluções organizacionais para lidar com os chamados conflitos de agência. Com efeito, as mesmas razões que justificam um regime mais intrusivo em situações de potencial conflito de interesses também autorizam a atribuir consequências jurídicas a medidas aptas a blindar a companhia da interferência dos sujeitos interessados.

19. Nessa perspectiva, parece-me ser lógico e coerente com o sistema assumir que processos conduzidos com verdadeira independência resultarão em operações equitativas. O controle *a posteriori*, por meio do *enforcement*, público e privado, continua sendo imprescindível para o funcionamento hígido do mercado, mas, à medida que se reconhece a validade de soluções organizacionais, o eventual contencioso tende a se deslocar, deixando de focar nas condições do negócio e passando a se concentrar em discussões acerca da suficiência e adequação dos procedimentos adotados⁵.

20. Minha divergência com relação ao voto do Presidente decorre do fato de eu entender que, considerando a atual configuração do nosso mercado, é preferível dar uma autorização mais ampla para que operações em potencial conflito de interesse sejam aprovadas por comitês independentes ao invés de serem submetidas a assembleia geral de cotistas, como hoje exige a norma, ressaltando que tais estruturas não afastam, nem mesmo mitigam, os deveres dos administradores de carteira com os cotistas do fundo e, ainda, que a efetividade dos procedimentos poderá ser a qualquer tempo analisada pela CVM, do que buscar criar, ao menos já nesse momento, a partir de um caso bastante específico, requisitos mais detalhados para a concessão da dispensa pleiteada.

⁵ “Good enforcement institutions are key because, first, in this area there is no such thing as an effective bright line rule, and even self-enforcing provisions can prove illusory. Second, substantial fairness is intuitively hard to evaluate, as the convenience of a transaction to a corporation is known only, if at all, to corporate insiders. Third, even procedural rules will require difficult judgment calls on the part of enforcers (be they prosecutors, lawyers, judges or supervisory authorities officials). Such rules may indeed better screen tunneling (as they do introduce a filter). But when, for whatever reason, the filter does not work, ex post enforcement will often be no much easier than when substantial fairness review is required. Enforcers will have to resolve such questions as whether a control relationship exists (a key component of the notion of related party), disclosure has been complete, pivotal votes were sincere, and/or independence (disinterestedness) was just formal (ostensible) rather than substantial (real) as well. Most of the times, none of these questions will have a straightforward answer.” ENRIQUES, Luca. *Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (With a Critique of the European Commission Proposal)*. Outubro de 2014, p. 35. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2505188>.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

21. A aprovação da estrutura proposta representa um marco de transição e creio ser benéfico para todo o mercado permitir que a indústria tenha flexibilidade para testar estruturas diferentes, exercendo sua liberdade, consciente de suas responsabilidades. No caso em tela, a solução alternativa se baseia na conjugação de um comitê consultivo com a estipulação, no regulamento do fundo, de critérios de elegibilidade para a aquisição de ativos de outros veículos em que participem o administrador ou o gestor. Outros fundos talvez não consigam (ou não queiram) estipular critérios tão claros de elegibilidade, que incluam parâmetros de precificação, e prefiram, por exemplo, constituir comitês independentes que tenham competência mais larga e um maior poder de fogo, e que fiquem encarregados não só por decidir como por efetivamente negociar os termos de potenciais transações em que o gestor (ou outro prestador de serviço do fundo) tiver outro interesse potencialmente conflitante. Os requisitos necessários para o bom funcionamento de um comitê dependerão do que dele se espera⁶⁻⁷, razão pela qual acredito ser mais adequado, nesse momento, conferir mais flexibilidade aos participantes do mercado do que propor algo mais restritivo.

22. Ressalto, por fim, concordar com o Presidente quanto à sujeição do comitê consultivo ao artigo 38 da Instrução CVM nº 578/2016, bem como na concessão de dispensa para que o comitê, no caso, possa ser remunerado.

IV. Conclusão

23. Diante de todo o exposto, voto pela concessão das dispensas necessárias para que o FIP-IE possa estabelecer em seu regulamento que a aquisição de ativos de infraestrutura detidos por outros fundos, veículos de investimento ou carteiras de valores mobiliários administrados pelo seu administrador ou gestor não dependerá da aprovação da assembleia geral de cotistas, desde que (i)

⁶ A maior flexibilidade para a definição das proteções procedimentais tem como contrapartida uma maior responsabilidade na confecção dos documentos do fundo, incluindo o material de venda da oferta. Deve-se, por exemplo, ter cuidado na redação das cláusulas que explicitam qual é efetivamente o papel desempenhado pelo comitê (e, nesse ponto, a própria escolha dos verbos ganha importância), suas limitações e os riscos por ela criados.

⁷ Por esse motivo, concordo com a SIN quanto à possibilidade, no caso em tela, de o membro do comitê consultivo ser uma pessoa jurídica, com os cuidados previstos no regulamento, independentemente de o membro pessoa jurídica ter de indicar uma pessoa que atue como “centro de imputação”. E é também em razão das características do tipo de investimento que será realizado pelo fundo e das prerrogativas conferidas ao comitê que divirjo da SIN no tocante à exigência de que o método de avaliação dos ativos detidos pelos fundos paralelos esteja a cargo do avaliador independente (item 76, “b”, do memorando da área técnica). Afinal de contas, os critérios de elegibilidade, que serão aprovados pelos cotistas do fundo, baseiam-se em uma avaliação por esse método, não havendo razão, a meu sentir, para que a avaliação independente possa ser feita com base em outro critério.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

o regulamento do fundo estabeleça, com precisão, os critérios de elegibilidade para aquisição desses ativos e **(ii)** as operações sejam previamente aprovadas por um comitê consultivo.

24. Com relação às condicionantes, acompanho a área técnica, exceto no tocante à exigência formulada no item 76, “b”, do Memorando nº 5/2020-CVM/SIN/DLIP.

25. Como acredito que tais estruturas tenderão a se tornar mais comuns a partir da sinalização pela CVM com essa decisão, reitero entender ser preferível conceder dispensas, em termos mais amplos, conferindo flexibilidade para que os participantes do mercado desenvolvam mecanismos para gerenciar as situações de conflitos de interesses e preservar os interesses dos fundos e de seus cotistas. Destaco, novamente, que tais soluções organizacionais em nada diminuem os deveres dos administradores de carteira, embora, naturalmente, devam ser consideradas quando da análise de situações específicas.

26. Por fim, resalto mais uma vez a necessidade de uma revisão mais ampla das regras de conflitos de interesses contidas nos diversos normativos que tratam dos fundos de investimento e dos seus prestadores de serviços, de modo a que a intensidade regulatória seja melhor modulada de acordo com o perfil dos fundos e de seus cotistas.

É como voto.

São Paulo, 29 de setembro de 2020.

Documento assinado eletronicamente por

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor