



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

Ofício Interno nº 21/2022/CVM/SSE/GSEC-1

São Paulo, 26 de outubro de 2022

De: SSE/GSEC-1

Para: SGE

Assunto: **Recurso contra manifestação da SSE sobre o quórum para deliberação de substituição do gestor de FII - Processo 19957.010075/2022-41**

Senhor Superintendente-Geral,

1. Trata-se de pedido de recurso apresentado pela SUNO GESTORA DE RECURSOS LTDA. ("Sunoo" ou "Recorrente") acerca de entendimento manifestado pela Superintendência de Supervisão de Securitização - SSE ("SSE") sobre o quórum aplicável às assembleias gerais de cotistas ("AGC") de Fundos de Investimentos Imobiliários ("FII") destinadas a deliberar sobre a substituição da instituição gestora dos FII (doc. SEI 1562238 e 1562239).

I- HISTÓRICO DOS FATOS

2. Em 28/06/2022, por meio de correspondência eletrônica, a BRL Trust DTVM S.A. ("BRL") solicitou audiência a particular para tratar de quórum para substituição de gestor de FII (doc. SEI 1566002 e 1565999).

3. Dada a urgência do assunto, a BRL antecipou suas dúvidas por e-mail, informando que *"em resposta à consulta formulada pelo gestor de um dos fundos administrados por nós, esta área técnica apresentou entendimento no sentido de que "caso o regulamento qualifique o gestor [...], tal deliberação implicará em alteração do referido regulamento, o que enseja a aplicação do quórum qualificado do art. 20, § 1º, da ICVM 472, por força do previsto no art. 18, II, da mesma Instrução"*.

4. Diante disso, a BRL ponderou que, em sua opinião, em razão da exigência prevista no inciso II, do art. 44 da Instrução CVM 555 (aplicável subsidiariamente aos FIIs), os regulamentos de todos os fundos possuem qualificação do gestor. Nesse contexto, em que pese a sua destituição ou substituição não ser matéria sujeita ao quórum qualificado, o fato de sua substituição acarretar em alteração do regulamento, conforme posicionamento da área técnica, faria com que a referida matéria estivesse indiretamente sujeita à observância de quórum especial. Assim, indagou se a ordem do dia deverá contemplar duas deliberações distintas, sendo que a substituição/destituição do gestor estará sujeita ao quórum simples e a alteração do regulamento para ajustar a sua qualificação estará sujeita ao quórum qualificado? E sendo este o caso, o que aconteceria se a substituição/destituição do gestor fosse aprovada pelos cotistas, mas não houvesse quórum suficiente para deliberar pela alteração do regulamento?

5. Em virtude de incompatibilidade de agendas, o assunto foi tratado pela área técnica por meio de correspondência eletrônica. Desta forma, em 30/06/2022, a SSE/GSEC-1 esclareceu que:

- a. A Instrução CVM 472 ("ICVM 472") é específica ao definir o que deve ser incluído no regulamento do fundo, não sendo aplicável a Instrução CVM nº 555 para o caso, conseqüentemente, nem obrigatória a qualificação do gestor neste documento;

- b. À luz do artigo 20, §1º, da Instrução CVM 472 as deliberações relativas à destituição/substituição do gestor não constam do rol de matérias que dependem de aprovação por quórum qualificado;
- c. Não obstante, a deliberação de destituição/substituição do gestor, que implique na alteração do regulamento, deve ser tomada pelo quórum qualificado previsto no art. 20, §1º, da Instrução CVM 472, por força do disposto art. 18, II, da mesma Instrução. Nestas situações, por certo, a ordem do dia deverá contemplar uma única deliberação.
- d. O regulamento do FII deve refletir o entendimento acima.

6. Ao tomar conhecimento da opinião manifestada por esta área técnica, a Suno interpôs pedido de recurso, o qual foi encaminhado por meio do Protocolo Digital, em 20/07/2022. Esclarecemos que a Suno apresentou recurso, considerando que, naquele momento, estavam em andamento duas assembleias que envolviam a substituição de gestores para a Suno.

7. O pedido de recurso será melhor detalhado na seção III deste documento.

II- RESUMO DO CASO

8. Esta seção tem o propósito de resumir o caso de maneira objetiva, apresentando (i) a situação problema, (ii) os questionamentos feitos pela área técnica para compreender o assunto, e (iii) as conclusões encontradas.

Situação Problema: Substituição/destituição do gestor, que implique alteração do regulamento, requer quórum simples ou qualificado?

- a. Na opinião da Suno, o artigo 15 da Instrução CVM 472/08, ao listar as disposições que obrigatoriamente devam constar do regulamento do FII, deixou de mencionar a qualificação (ou sequer a indicação) do gestor.
- b. Diferentemente de outros fundos de investimento, no FII o Administrador é o responsável pela gestão da carteira, devendo, subcontratar tal serviço caso os valores mobiliários investidos excedam 5% do seu patrimônio e o mesmo não seja autorizado como gestor, desde que seja deliberado em assembleia ou haja indicação no regulamento do fundo.
- c. Segundo a Suno, o quórum qualificado deve ser aplicado, no máximo, àquelas matérias vistas como essencialmente próprias do regulamento, quais sejam, aquelas que devam, por exigência normativa, constar do regulamento, em função de sua essencialidade ao funcionamento do Fundo.
- d. Ainda, de acordo com a Suno, a contratação do gestor pelo administrador de FII é matéria sujeita à deliberação por quórum simples, independentemente de implicar ajustes ao regulamento do fundo, nos termos do que dispõem o art. 29, §1º, conjugado com o art. 20, §1º, todos da Instrução CVM 472.

Questionamentos SSE/GSEC-1: A Instrução CVM 472/08 estabelece que a alteração do regulamento do fundo imobiliário é matéria que demanda deliberação em assembleia de cotistas com quórum qualificado, contudo, não é claro se qualquer alteração do regulamento deve contar com quórum qualificado. Diante disso, foram levantados os seguintes questionamentos.

- a. Os fundos imobiliários, em geral, qualificam o gestor em regulamento?
 - i. Este é um procedimento meramente formal ou decorre do papel relevante que o gestor desempenha no âmbito do FII?
- b. O gestor pratica atividades relacionadas às características essenciais do fundo ou deve ser entendido como um mero subcontratado, que não influencia a vida do FII?
- c. O artigo 18, inciso II da Instrução CVM 472 permite um alargamento das matérias previstas no §1º do artigo 20 que teriam quórum qualificado?
 - i. Quais requisitos devem ser considerados para a avaliação criteriosa da aplicação do quórum qualificado?
 - ii. A destituição/substituição do gestor atende aos requisitos para adoção do procedimento mais rígido do quórum qualificado?

Conclusões Sucintas SSE/GSEC-1

- i. As atividades de gestão são prerrogativa do administrador, que pode subcontratar os serviços e, portanto, depreendemos que o art. 18, III, da ICVM 472 contempla não somente as funções de administração, mas também as de gestão.
- ii. Por ocasião da edição da ICVM 571, que alterou a ICVM 472 e incluiu a hipótese de quórum qualificado para o art. 18, III, as funções de gestão ainda não eram subcontratadas de forma significativa.
- iii. A qualificação do gestor no regulamento do fundo é informação de significativa relevância para os investidores, que muitas vezes pautam suas decisões de investimento na *expertise* trazida pelo referido prestador e confiança nele depositada. Ainda que por força da ICVM 472 a qualificação do gestor em regulamento não seja obrigatória, as estatísticas revelam, como demonstrado mais adiante, que este é um procedimento amplamente utilizado e difundido entre os diferentes segmentos de FII, o que está em linha com a percepção de que o gestor desempenha papel relacionado às características essenciais do produto.
- iv. A qualificação do gestor em regulamento não deriva de uma aplicação subsidiária da Instrução CVM 555, haja vista a especificidade da Instrução CVM 472, mas algo que reflete o papel de destaque que, na prática, tal prestador de serviço desempenha.
- v. A alteração do regulamento do fundo em virtude da destituição/substituição do gestor preenche os dois requisitos constantes da decisão do Colegiado no âmbito do Processo CVM Nº RJ2012-2986, detalhado adiante, no que se refere à avaliação criteriosa de aplicação do quórum qualificado: é matéria extremamente sensível, pois tem condão de afetar a confiança do investidor e; se relaciona às características essenciais do produto, impactando a vida do fundo.
- vi. Se considerássemos, como propõe a Recorrente, que apenas as matérias previstas no parágrafo primeiro do artigo 20 teriam quórum qualificado e que o fato de constar em regulamento não poderia representar um aumento desse rol, a inclusão do inciso II do artigo 18 como matéria com quórum qualificado seria inócua, pois, inclusive, o próprio art. 18, II, ressalva apenas o disposto no art. 17-A da ICVM 472.
- vii. O artigo 18, II c/c com os arts. 17-A e 20, §1º, da ICVM 472 permite que o procedimento mais rigoroso do quórum qualificado seja utilizado, considerando que a alteração do regulamento envolvendo a qualificação do gestor é matéria especialíssima.

9. A seguir, apresentaremos os principais argumentos trazidos pela Recorrente em seu pedido de recurso e, na sequência, detalharemos o entendimento da área técnica sobre o assunto.

III- PRINCIPAIS ARGUMENTOS APRESENTADOS PELA RECORRENTE

III.A) DA CONTRATAÇÃO DO GESTOR

10. A Recorrente inicia sua exposição destacando o disposto no artigo 29, da Instrução CVM 472/08:

"Art. 29. O administrador deverá prover o fundo com os seguintes serviços, seja prestando-os diretamente, hipótese em que deve estar habilitado para tanto, ou indiretamente:

I - manutenção de departamento técnico habilitado a prestar serviços de análise e acompanhamento de projetos imobiliários;

II - atividades de tesouraria, de controle e processamento dos títulos e valores mobiliários;

III - escrituração de cotas;

IV - custódia de ativos financeiros;

V - auditoria independente; e

VI - gestão dos valores mobiliários integrantes da carteira do fundo."

11. Ressaltou, ainda, o parágrafo primeiro do mesmo dispositivo, que estabelece que a contratação do gestor deve ser aprovada por deliberação em assembleia de cotistas ou estar

prevista em regulamento:

"§ 1º Sem prejuízo de sua responsabilidade e da responsabilidade do diretor designado, o administrador poderá, em nome do fundo, contratar junto a terceiros devidamente habilitados a prestação dos serviços indicados neste artigo, mediante deliberação da assembleia geral ou desde que previsto no regulamento."

12. Informou que o tratamento dado à figura do gestor, que nos FII é um prestador de serviços [sub]contratado pelo Administrador, está alinhada ao fato de que a identidade ou a qualificação do gestor não constitui informação que deva obrigatoriamente constar dos regulamentos dos FII, não estando dentre as informações listadas no art. 15 da ICVM 472/08 e ainda que, estando ou não previsto no regulamento, a contratação de um novo gestor depende de deliberação da AGC.

III.B) DOS QUÓRUNS APLICÁVEIS AO FII

13. Nesse tópico foram destacados o artigo 20, em especial o parágrafo primeiro, e o artigo 18 da Instrução CVM 472/08.

14. Com base na análise desses dispositivos, foi observado que as seguintes matérias possuem quórum qualificado:

"(i) alteração do regulamento (art. 18, II);

(ii) destituição ou substituição do administrador e escolha de seu substituto (art. 18, III);

(iii) fusão, incorporação, cisão e transformação do fundo (art. 18, V);

(iv) dissolução e liquidação do fundo, quando não prevista e disciplinada no regulamento (art. 18, VI);

(v) apreciação do laudo de avaliação de bens e direitos utilizados na integralização de cotas do fundo (art. 18, VIII);

(vi) aprovação dos atos que configurem potencial conflito de interesses nos termos dos arts. 31-A, § 2º, 34 e 35, IX (art. 18, XII); e

(vii) alteração da taxa de administração nos termos do art. 36 (art. 18, XIII)."

15. Foi informado que a CVM sempre tratou com bastante cautela o rol de matérias concernentes aos FII que deveriam estar sujeitos à aprovação por uma quantidade expressiva dos cotistas. Para comprovar tal entendimento foi consignada a seguinte manifestação do Relatório da Audiência Pública nº 07/14:

"A Instrução CVM nº 472, de 2008, buscou inicialmente identificar matérias que, por sua natureza e vínculo com características essenciais do fundo, deveriam estar sujeitas a um regime mais rígido de aprovação. Contudo, tendo em vista o caráter excepcional desse regime e a necessidade de se assegurar o devido funcionamento do fundo inclusive por meio de deliberações assembleares, o rol de matérias sujeitas a quórum qualificado sempre foi analisado com bastante cautela."

16. Para demonstrar que é pacífico nos entendimentos da SIN, da SDM e do próprio Colegiado que as matérias sujeitas a quórum qualificado compõem lista fechada, de ordem cogente, que não pode ser expandida pelo administrador, pelo regulamento, tampouco pela própria assembleia geral de cotistas, foi destacado o seguinte entendimento consignado no Ofício-Circular CVM/SIN nº 05/13:

"Nesse sentido, excluindo a previsão constante no parágrafo único do art. 20, todas as demais matérias objeto de deliberação em assembleia de cotistas seguirão a regra geral (primeiro caso). Ao ressaltar o disposto no parágrafo único do art. 20, a norma elencou quais seriam as matérias que poderiam ser objeto de limites mais restritivos de deliberação."

17. A Recorrente ressaltou que tal entendimento vem desde a edição original da ICVM 472. Inclusive, consignou a seguinte manifestação ocorrida no âmbito da Audiência Pública SDM nº 01/08:

"A CVM buscou uma solução que estabelecesse o equilíbrio entre, de um lado, a viabilidade de produtos organizados como FII e, de outro lado, os valores mencionados acima. Com esse objetivo, a CVM diminuiu consideravelmente o rol de matérias a serem decididas por, no mínimo, cotistas que representem metade das cotas emitidas, mantendo somente: (...)"

18. Trouxe, ainda, o seguinte trecho da decisão do Colegiado da CVM no âmbito do Processo Administrativo CVM Nº RJ-2012-2986:

"A Instrução CVM nº 472, de 2008, buscando equilibrar os prós e contras do mecanismo de quórum qualificado, assim como ocorre nas companhias abertas, reservou referido mecanismo a matérias especialíssimas, para as quais se justifica uma campanha da administração no sentido de promover a presença de cotistas em assembleia e obter a aceitação da maioria das

cotas emitidas."

19. Concluiu o tópico com o entendimento de que resta claro que a relação de matérias sujeitas ao Quórum Qualificado compreende lista *numerus clausus*, sendo reservado para deliberações excepcionais.

III.C) DO DESCABIMENTO DO QUÓRUM QUALIFICADO A TODA E QUALQUER ALTERAÇÃO AO REGULAMENTO DO FII

20. A Recorrente continuou a sua exposição demonstrando o entendimento de que:

"o entendimento da SSE submete uma mesma deliberação (contratação de novo Gestor) a dois quóruns distintos, em função simplesmente de o Gestor estar ou não identificado no regulamento do FII, o que carece, com todo respeito, de sentidos lógico e jurídico, além de abrir espaço para arbitragem regulatória e para tratamentos não-equitativos."

21. Ressaltou que o artigo 15 da ICVM 472/08, ao listar as disposições que obrigatoriamente devam constar do regulamento do FII, deixou de mencionar a qualificação (ou sequer a indicação) do gestor. Isso porque, diferentemente de outros fundos de investimento, no FII o Administrador é responsável pela gestão da carteira, podendo, contudo, subcontratar tal serviço, desde que tal contratação seja aprovada pela assembleia de cotistas ou que ela conste do regulamento do fundo.

22. Entendeu a Suno que o quórum qualificado deve ser aplicado, no máximo, àquelas matérias vistas como essencialmente próprias do regulamento, quais sejam, aquelas que devam, por exigência normativa, constar do regulamento, em função de sua essencialidade ao funcionamento do Fundo.

23. Concluiu esse tópico com o seguinte entendimento:

"Dentre as matérias especialíssimas sujeitas ao Quórum Qualificado, ao menos três delas devem necessariamente constar do regulamento: (i) qualificação do administrador (art. 15, XII); (ii) critérios para a remuneração do administrador (art. 15, XIV); e (iii) modo e as condições de dissolução e liquidação do fundo (art. 15, XVIII). Fosse a intenção do regulador tratar qualquer alteração ao regulamento como matéria de Quórum Qualificado, não haveria razão para ter-se incluído os itens III, VI e XIII no §1º do art. 20. De fato, teria bastado a menção ao inciso II do art. 18, para que tais outras matérias já fossem sujeitadas ao Quórum Qualificado".

III.D) DA DECISÃO DO COLEGIADO DA CVM

24. Nesse tópico, a Recorrente lembrou o MEMO/CVM/SIN/GIE/Nº 170/2013 e destacou o seguinte trecho:

"(...) por esse motivo, a referida substituição dependeria, em última instância, de quórum suficiente para alterá-lo - qualificado, portanto, e não apenas simples. (...) Nesse memorando, a SIN também ressalta que o quórum qualificado previsto para a alteração de regulamento (art. 20, parágrafo único, da Instrução CVM nº 472, de 2008) deveria aplicar-se a todas as matérias que, nos termos do art. 15, devam constar desse documento, e apenas a tais matérias, a fim de evitar que outros temas, quando incluídos no regulamento, sujeitem-se a um quórum mais restritivo de alteração."

25. Em seguida foi destacado o voto da Diretora Luciana Dias, proferido do Processo CVM Nº RJ2012-2986, em 13 de agosto de 2013 (doc. SEI. 1566972). É importante destacar o seguinte excerto do voto:

"37. Em outras palavras, a CVM propôs a inclusão de várias matérias, inclusive a destituição e substituição de administradores, no rol de deliberações sujeitas a quórum qualificado. Essa proposta foi discutida em audiência pública e, de forma informada e refletida e acatando sugestões do mercado, decidiu-se excluir tais hipóteses do art. 20, parágrafo único, da Instrução CVM nº 472, de 2008. Não tenho dúvida de que a intenção da CVM, em 2008, foi permitir que o administrador fosse eleito e substituído pela maioria simples dos cotistas reunidos em assembleia, assim como que o prazo de duração e política de investimento desses fundos fossem modificados por maioria simples."

26. O voto segue o entendimento de que, mesmo que uma matéria deva constar obrigatoriamente no regulamento de um fundo, ela pode ter quórum simples de deliberação, ou seja, a matéria prevista no artigo 15 da Instrução CVM 472/08, dispositivo que trata das matérias que devem constar no regulamento, não necessariamente precisa de quórum qualificado para deliberação, depende do disposto no parágrafo primeiro do artigo 20, da mesma Instrução.

27. Ao final, foi consignada a manifestação da SDM no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 07/14 (doc. SEI. 1566864, pg 46):

"(...) a alteração do regulamento do fundo e, portanto, das disposições sobre o seu

funcionamento, bem como a alteração do prazo de funcionamento do fundo e a aprovação de eventuais operações como fusão, cisão ou incorporação envolvendo o fundo devem estar sujeitas à deliberação por quórum qualificado. Por outro lado, matérias que não atendam aos critérios acima mencionados - como a fixação da remuneração do administrador e do representante de cotistas - devem ser deliberadas com base em quórum simples. Em relação à alteração do regulamento do fundo, é importante esclarecer que não se sujeitam à aprovação por maioria qualificada aquelas modificações decorrentes de deliberações por quórum simples mencionadas expressamente no art. 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008, mas não listadas no parágrafo único do art. 20 da mesma instrução."

28. A Recorrente encerrou sua exposição com o seguinte pedido:

"Em vista de todo o exposto, o Recorrente solicita, respeitosamente, que este Recurso seja recebido e processado para que:

(i) a SSE, em juízo de reconsideração, reforme o entendimento constante da Manifestação SSE, de modo a reconhecer que a contratação do Gestor pelo Administrador de FII é matéria sujeita à deliberação por Quórum Simples, independentemente de implicar ajustes ao regulamento do fundo, nos termos do que dispõem o art. 29, §1º, conjugado com o art. 20, §1º, todos da ICVM 472, bem como em consonância com o decidido pela unanimidade do Colegiado no Caso BB Progressivo FII e com o entendimento da SDM manifestado âmbito da Audiência Pública nº 07/14; e

(ii) caso a I. SSE não reconsidere seu entendimento, que o presente Recurso seja submetido ao Colegiado, para que este o admita e, no mérito, reforme o entendimento exposto na Manifestação SSE, pelas mesmas razões e com base nos mesmos fundamentos indicados no item (i) acima."

IV- ANÁLISE SSE/GSEC-1

29. Primeiramente, cabe abordar a evolução da norma de fundos de investimento imobiliário ("FII"), especialmente quanto aos dispositivos relacionados à substituição do administrador e gestor.

30. No início, os fundos imobiliários eram regulados pela Instrução CVM 205/94 ("ICVM 205"). O artigo 23 dessa Instrução estabelecia que a destituição da instituição administradora era matéria de competência privativa da assembleia geral de cotistas (art. 23 III), sendo certo que a substituição da instituição administradora, nos casos de renúncia, descredenciamento, destituição ou decretação de sua liquidação extrajudicial (art. 23 IV, a) deveria ser aprovada por cotistas que representassem metade, no mínimo, das quotas emitidas, se maior quórum não fosse fixado no regulamento do Fundo (artigo 27, §2º da ICVM 205). Ou seja, a matéria estava sujeita a quórum qualificado.

31. As únicas disposições sobre a atividade de gestão no âmbito dos fundos imobiliários constavam nos artigos 12 e 19 da ICVM 205:

*"Art. 12. **Compete à instituição administradora a gestão do patrimônio do Fundo**, podendo realizar todas as operações, praticar todos os atos que se relacionem com seu objeto, e exercer todos os direitos inerentes à propriedade dos bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo, inclusive o de ações, recursos e exceções, podendo abrir e movimentar contas bancárias, adquirir e alienar livremente títulos pertencentes ao Fundo, bem como transigir, desde que observadas as restrições impostas pela Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, por esta Instrução, pelo regulamento do Fundo, ou por deliberação da assembléia geral."*
e

*"Art. 19. É vedada à instituição administradora, **no exercício das funções de gestora do patrimônio do Fundo** e utilizando os recursos do Fundo:(...)" (grifo nosso)*

32. Fica evidente que a responsabilidade pela gestão do patrimônio (ativos e passivos) do fundo imobiliário competia exclusivamente à instituição administradora. A propósito, esclarecemos que, por gestão, se entende a tomada de decisão de investir/desinvestir.

33. Na ocasião da Audiência Pública nº 01/2008 (doc. SEI.1570672), que deu origem à Instrução CVM 472 ("ICVM 472"), a CVM decidiu retirar do rol de matérias com quórum qualificado o artigo 27, §2º da ICVM 205. Portanto, a matéria passou a ter quórum simples de deliberação.

34. Importante mencionar que a ICVM 472 flexibilizou, em parte, a função de gestão no âmbito dos fundos imobiliários. Em especial, destacamos a inclusão do § 1º do artigo 29, que deixou clara a possibilidade de contratação de terceiros habilitados para o exercício desta atividade:

"Art. 29. O administrador deverá prover o fundo com os seguintes serviços, seja prestando-os diretamente, hipótese em que deve estar habilitado para tanto, ou indiretamente:

[...]

VI - **gestão dos valores mobiliários** integrantes da carteira do fundo

(...)

§ 1º Sem prejuízo de sua responsabilidade e da responsabilidade do diretor designado, o administrador poderá, em nome do fundo, **contratar junto a terceiros devidamente habilitados a prestação dos serviços indicados neste artigo, mediante deliberação da assembléia geral ou desde que previsto no regulamento.**

§ 2º Sem prejuízo da possibilidade de contratar terceiros para a administração dos imóveis, **a responsabilidade pela gestão dos ativos imobiliários do fundo compete exclusivamente ao administrador, que deterá a propriedade fiduciária dos bens do fundo.**" (grifo nosso)

35. Como percebemos, a responsabilidade pela gestão dos ativos imobiliários do fundo continuava sendo de competência exclusiva da instituição administradora (art. 29, § 2º). Contudo, foi a autorizada pela ICVM 472 a contratação de terceiros para prestar o serviço de gestão dos valores mobiliários (ativos financeiros com lastro no mercado imobiliário). Tal aprimoramento se mostraria especialmente relevante para o segmento de fundos imobiliários que têm como principal objetivo investir preponderantemente em valores mobiliários (art 45, § 5º). Atualmente, este segmento de FII é comumente denominado como "FII de Papel".

36. Observamos, ainda, quando da origem da ICVM 472, que tanto a deliberação de substituição/destituição do administrador quanto do gestor (terceiros contratados) estavam sujeitas ao quórum simples de aprovação.

37. Ocorre que, posteriormente, no EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 07/14 (doc. SEI. 1618228), que iniciou os debates que deram origem à Instrução CVM 571/2015 ("ICVM 571") foi consignada a seguinte manifestação, pautada na experiência da CVM com relação à supervisão da indústria de FII:

"A Instrução CVM nº 472, de 2008, buscou inicialmente identificar matérias que, por sua natureza e vínculo com características essenciais do fundo, deveriam estar sujeitas a um regime mais rígido de aprovação. Contudo, tendo em vista o caráter excepcional desse regime e a necessidade de se assegurar o devido funcionamento do fundo inclusive por meio de deliberações assembleares, o rol de matérias sujeitas a quorum qualificado sempre foi analisado com bastante cautela.

*Partindo dessa premissa e também da experiência da CVM com relação à supervisão da indústria de FII, a Minuta propõe a extensão do rol previsto no parágrafo único do art. 20 da Instrução CVM nº 472, de 2008, de forma a contemplar também: **i) a destituição ou substituição do administrador e escolha de seu substituto** (art. 18, III da Instrução CVM nº 472, de 2008); e **ii) a alteração da política de investimento e do objeto do fundo descrito no regulamento** (art. 18, XII da Instrução CVM nº 472, de 2008)." (grifo nosso)*

38. No Relatório de Análise da referida audiência pública foi concluído o seguinte:

"Em vista do comentário apresentado pelo GRIFI, cumpre esclarecer que, no Processo Administrativo CVM nº RJ2012/2986, julgado em 13.8.2013, o Colegiado discutiu qual seria o quórum de deliberação aplicável à destituição e substituição do administrador de fundos de investimento imobiliário nos termos da regulamentação atualmente vigente. Entretanto, essa análise foi feita sem prejuízo de novas discussões que pudessem ser conduzidas para a modificação de tal regulamentação, como de fato proposto pela Minuta.

*Dito isso, a Minuta reflete o entendimento da CVM de que a **alteração da administração do fundo se trata de matéria extremamente sensível, relacionada à característica essencial do produto** e que, portanto, deve estar sujeita à apreciação por uma parcela significativa de cotistas. Esse entendimento, inclusive, reflete o posicionamento adotado pela Autarquia no âmbito da Audiência Pública CVM nº 01/2008, que culminou na edição da Instrução CVM nº 472, de 2008."* (grifo nosso)

39. Os aprimoramentos trazidos pela ICVM 571 foram no sentido de reconhecer que a substituição da administração do fundo é matéria sensível, diretamente relacionada às características essenciais do produto, tratando-se, portanto, de matéria especialíssima sujeita ao mecanismo do quórum qualificado. Importante ressaltar que, à época, o papel desempenhado pelo gestor de FII ainda era bastante incipiente, tendo em vista o posterior desenvolvimento dos FII de Papel.

40. Outro ponto de destaque, é que, de fato, a CVM sempre analisou com bastante cautela o rol de matérias sujeitas a quórum qualificado, ponderando que essa análise deve ser feita sem prejuízo de novas discussões. Mesmo porque trata-se de uma indústria extremamente dinâmica.

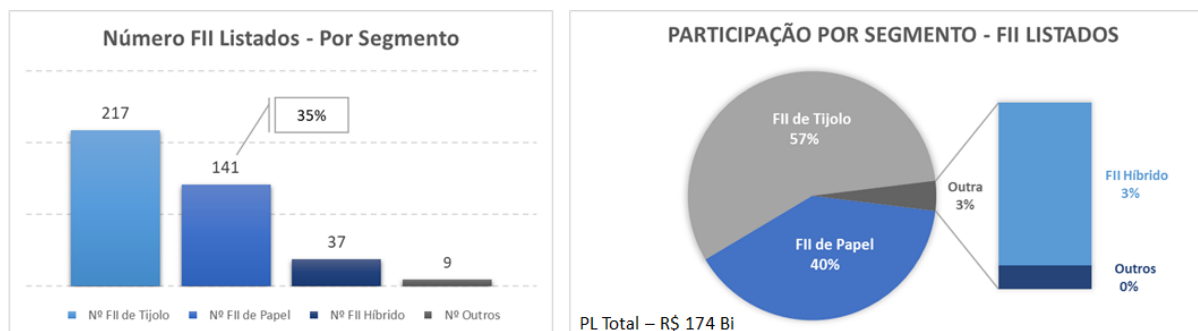
41. Nesse sentido, chamamos a atenção para as discussões trazidas no âmbito do Processo CVM Nº RJ2012-2986, que forneceram importantes subsídios à avaliação da matéria e

que ainda hoje se mostram pertinentes. Naquela ocasião, o Colegiado da CVM esclareceu que o uso do mecanismo mais rígido do quórum qualificado se restringe às matérias especialíssimas, revelando dois requisitos fundamentais norteadores desta avaliação: (i) o grau de sensibilidade da matéria, que deve ser elevado e (ii) sua relação direta com a característica essencial do produto, no sentido de ser matéria com importância na vida do fundo.

42. Nesse contexto, é importante considerar que a indústria de fundos imobiliários se desenvolveu consideravelmente desde 2008, quando da primeira versão da ICVM 472. Os participantes deste mercado usam ferramentas mais sofisticadas e trazem inovações que precisam ser acompanhadas pelo regulador.

43. Como exemplo desta evolução, verificamos que os FII que investem preponderantemente em valores mobiliários (nos quais o gestor é responsável pelas decisões de investimento do fundo) se destacaram no período recente, alcançando participação significativa dentro da indústria de fundos de investimento imobiliários. Nessa linha, os dados do setor revelam que o segmento de FII de Papel já representa 40% do patrimônio líquido total dos fundos imobiliários listados na data-base agosto/2022 (a participação era de 25% em janeiro/2017 - série histórica mais antiga disponível). Ressaltamos que os dados foram levantados para os FII listados, pois são os fundos efetivamente distribuídos ao investidor de varejo, possuindo maior impacto na matriz de riscos da CVM. A divisão por segmento foi baseada no ativo com maior relevância dentro da carteira, dividindo-se em: (i) investimento direto em imóveis ("FIIs de Tijolo"); (ii) investimento em títulos e valores mobiliários ("FII de Papel"); e (iii) investimento em cotas/ações de sociedades ("FII Híbrido")*.

Elaboração SSE/GSEC-1 (data-base agosto/2022):



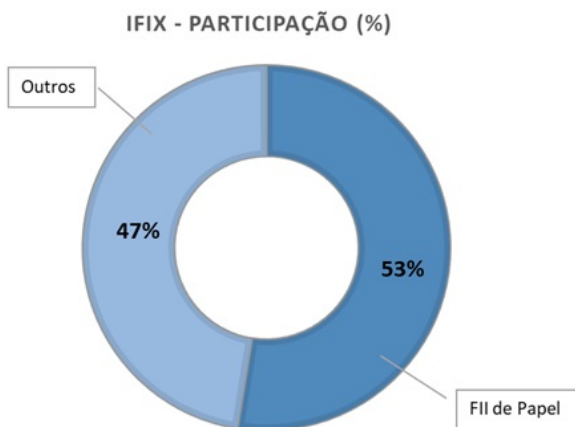
Fontes: Portal de Dados Abertos CVM e FundosNet

[https://dados.cvm.gov.br/#?text=Plano%20de%20Abertura%20de%20Dados%20CVM%20\(2021\)&text=Companhias%3A%20Documentos%20n%C3%A3o%20estruturados%20\(Peri%C3%B3dicos.em%2022%2F03%2F2021](https://dados.cvm.gov.br/#?text=Plano%20de%20Abertura%20de%20Dados%20CVM%20(2021)&text=Companhias%3A%20Documentos%20n%C3%A3o%20estruturados%20(Peri%C3%B3dicos.em%2022%2F03%2F2021)

(*) FII Híbrido: investem indiretamente em imóveis, por meio da aquisição de cotas ou ações de sociedades.

44. Além disso, chamamos a atenção para o fato de que os FII de Papel detêm 53% de participação na carteira teórica do IFIX - "Índice de Fundos de Investimentos Imobiliários - B3", sendo, portanto, o segmento de maior relevância na carteira que mede o desempenho da indústria de fundos imobiliários:

IFIX (carteira teórica de setembro a dezembro de 2022)



45. É clara, portanto, a significância que os FII de Papel assumiram na indústria de fundos imobiliários, o que não pode ser desprezado nesta análise.

46. Ainda, em nossas pesquisas para a elaboração deste Ofício Interno, verificamos, para alguns fundos, a inclusão de cláusula de multa por demissão sem justa causa do gestor no

regulamento dos fundos imobiliários, que deve ser paga como encargo do fundo e, conseqüentemente, possui potencial de afetar a rentabilidade das cotas. Ressaltamos que o propósito deste destaque não é o de concordar ou discordar dessa prática, nem mesmo trazer o tema para debate no âmbito deste Ofício Interno, mas sim o de demonstrar a essencialidade do gestor na prática.

47. Como justificativa para a inclusão da referida cláusula, os participantes alegam que o gestor do fundo tem de investir consideráveis recursos financeiros, humanos, tecnológicos e outros, além de muito tempo, na atividade de gestão. Vale observar que a ausência de clareza sobre o quórum aplicável à matéria de destituição/substituição do gestor contribui para este tipo de situação, como forma de mitigar os riscos associados ao possível tratamento não rigoroso de substituição de um prestador de serviços que efetivamente se relaciona às características essenciais do produto.

48. A propósito, analisamos os regulamentos de um amostra aleatória de 60 fundos de investimento imobiliário com participação no IFIX (55% da população) e verificamos que:

- a. 44 fundos possuem o gestor qualificado em regulamento (73% da amostra), distribuídos em 18 FII de Tijolo; 24 FII de Papel; e 2 FII Híbrido;
- b. 7 fundos possuem multa para destituição do gestor sem justa causa (11,6% da amostra), distribuídos em 4 FII de Tijolo e 3 FII de Papel; e
- c. 4 fundos determinam quórum qualificado para a destituição do gestor (6,67% da amostra).

49. Sem prejuízo da análise da regularidade destes "achados" em relação às normas da CVM, os dados nos permitem fazer três inferências principais: (i) a qualificação do gestor em regulamento é um procedimento amplamente utilizado, com dispersão relevante entre os FII de Tijolo e FII de Papel; e (ii) o segmento FII de Tijolo é, na amostra, o que mais adota a cláusula de multa por demissão sem justa causa do gestor, indicando que tal prestador de serviço é também relevante para este segmento, por desempenhar importante função de aconselhamento e orientação ao administrador no que tange às decisões de investimento do fundo; e (iii) a qualificação do gestor no regulamento não parece refletir um simples procedimento formal, mas algo que, em verdade, demonstra o papel essencial que o gestor desempenha na prática.

50. Como reconhecimento dessa dinâmica de mercado e com fundamento nos aprimoramentos trazidos na Lei de Liberdade Econômica, foi divulgado o Edital de Audiência Pública SDM nº 08/20 com a seguinte redação:

*"Atualmente, sob uma perspectiva formal, o administrador fiduciário é responsável por constituir o fundo, definir os termos de seu regulamento e contratar todos os demais prestadores de serviços, ficando encarregado de fiscalizar as atividades terceirizadas. Caso não estejam previstos no regulamento como encargos do fundo, os serviços são remunerados pelo administrador, que para tanto utiliza recursos oriundos da taxa de administração. **Considerando que norma vigente não reflete a dinâmica que muitas vezes se observa na prática e buscando dar maior efetividade às mudanças trazidas pela LLE, a Minuta propõe que o protagonismo do fundo passe a ser dividido entre o administrador fiduciário e o gestor da carteira de ativos, que passam a ser denominados, em conjunto, como prestadores de serviços essenciais** (art. 2º, XXVIII)." (grifo nosso)*

51. Apesar de a ICVM 472 não ter sido incluída na proposta de Audiência Pública SDM nº 08/20, o intuito da área técnica é o de pontuar que a revisão da regra geral de fundos de investimento é no sentido de reconhecer que o gestor desempenha um papel essencial nos fundos de investimento, passando, inclusive, a ser denominado como prestador de serviço essencial.

52. Em verdade, não poderia deixar de ser. Como bem pontuado pela ex-Diretora no âmbito do Processo CVM Nº RJ2012-2986, a substituição não só do administrador, mas também do gestor, tem condão de afetar a vida do produto, pois são eles que tomam as decisões não submetidas aos cotistas, além de que, sua *expertise* é muitas vezes o principal indutor na tomada de decisão de investimento do cotista, que nele deposita sua confiança:

Voto da ex-Diretora no âmbito do Processo CVM Nº RJ2012-2986 (voto proferido em 2013, pouco antes da Audiência Pública SDM Nº 07/14 - doc. SEI. 1566972, parágrafo 28)

*"Obviamente, não é fácil decidir que matérias merecem o mecanismo mais rigoroso do quórum qualificado. Muitas vezes, todos os aspectos dessa decisão somente são auferíveis nos casos concretos e, por isso, de tempos em tempos, regras merecem ser revistas e talvez essa seja uma delas. **Afinal, as escolhas do gestor e do administrador talvez sejam das matérias de maior importância na vida de um fundo de investimento, uma vez que esses***

profissionais são responsáveis pelas principais decisões não submetidas aos cotistas. Além disso, o gestor e o administrador emprestam ao fundo sua reputação, sua bandeira, e é bastante provável que muitos cotistas tenham tomado sua decisão de investimento levando em conta a confiança que têm nessas instituições. Assim, parece fazer sentido que a alteração dessas figuras esteja dentre as matérias especialíssimas que dependem de um quórum qualificado." (grifo nosso)

53. Passamos, então, a avaliar o uso do mecanismo mais rigoroso do quórum qualificado na substituição do gestor à luz da regulamentação atualmente vigente.

54. A esse respeito, reiteramos que a controvérsia em tela cinge-se à interpretação do disposto no artigo 18, II c/c §1º do artigo 20, ambos da ICVM 472. Para a melhor análise do tema transcrevemos os dispositivos:

"Art. 18. Compete privativamente à assembléia geral deliberar sobre:

I - demonstrações financeiras apresentadas pelo administrador;

II - alteração do regulamento, ressalvado o disposto no art. 17-A;

III - destituição ou substituição do administrador e escolha de seu substituto;

IV - emissão de novas cotas, salvo se o regulamento do fundo dispuser sobre a aprovação da emissão pelo administrador conforme o inciso VIII do art. 15 desta Instrução;

V - fusão, incorporação, cisão e transformação do fundo;

VI - dissolução e liquidação do fundo, quando não prevista e disciplinada no regulamento;

VII - salvo quando diversamente previsto em regulamento, a alteração do mercado em que as cotas são admitidas à negociação;

VIII - apreciação do laudo de avaliação de bens e direitos utilizados na integralização de cotas do fundo;

IX - eleição e destituição de representante dos cotistas de que trata o art. 25, fixação de sua remuneração, se houver, e aprovação do valor máximo das despesas que poderão ser incorridas no exercício de sua atividade;

XI - alteração do prazo de duração do FII;

XII - aprovação dos atos que configurem potencial conflito de interesses nos termos dos arts. 31-A, § 2º, 34 e 35, IX, desta Instrução; e

XIII - alteração da taxa de administração nos termos do art. 36."

"Art. 20. As deliberações da assembleia geral serão tomadas por maioria de votos dos cotistas presentes, ressalvado o disposto no § 1º, cabendo a cada cota 1 (um) voto.

§ 1º As deliberações relativas exclusivamente às matérias previstas nos incisos II, III, V, VI, VIII, XII e XIII do art. 18 dependem da aprovação por maioria de votos dos cotistas presentes e que representem:

I - 25% (vinte e cinco por cento), no mínimo, das cotas emitidas, quando o fundo tiver mais de 100 (cem) cotistas; ou

II - metade, no mínimo, das cotas emitidas, quando o fundo tiver até 100 (cem) cotistas." (grifo nosso)

55. Podemos notar que a norma exige o quórum qualificado para as seguintes matérias: (i) alteração do regulamento, ressalvado o disposto no art. 17-A; (ii) destituição ou substituição do administrador e escolha de seu substituto; (iii) fusão, incorporação, cisão e transformação do fundo; (iv) dissolução e liquidação do fundo, quando não prevista e disciplinada no regulamento; (v) apreciação do laudo de avaliação de bens e direitos utilizados na integralização de cotas do fundo; (vi) aprovação dos atos que configurem potencial conflito de interesses nos termos dos arts. 31-A, § 2º, 34 e 35, IX, desta Instrução; e (vii) alteração da taxa de administração nos termos do art. 36.

56. Defende a Recorrente que a alteração do regulamento somente demanda quórum qualificado quando for referente às matérias expressamente descritas no parágrafo primeiro do artigo 20 citado acima.

57. Com isso, o pleito tem como objetivo final o reconhecimento pelo Colegiado da CVM de que a substituição do gestor em fundo de investimento imobiliário independe de quórum qualificado, tendo em vista que não é matéria específica do artigo 20, §1º, da ICVM 472.

58. Em nossa opinião, ainda que a substituição/destituição do gestor não esteja expressamente prevista no artigo 20, §1º, da ICVM 472, restou demonstrado na análise acima que a qualificação deste prestador de serviço no regulamento do fundo decorre do papel de destaque que o mesmo desempenha.

59. Nesse sentido, a substituição/destituição do gestor que implique alteração do regulamento é matéria extremamente sensível, pois tem condão de afetar a confiança do investidor e; se relaciona à característica essencial do produto, impactando a vida do fundo. Como percebemos, tal matéria preenche os dois requisitos fundamentais para avaliação criteriosa de aplicação do quórum qualificado, à luz da decisão do Colegiado da CVM no âmbito do Processo CVM Nº RJ2012-2986.

60. Concordamos com a Recorrente que, de fato, não são todas as matérias que constam em regulamento que devem ser deliberadas com o quórum qualificado, pois a própria norma já traz alguns exemplos de matérias de regulamento que podem ser alteradas até mesmo sem a realização de assembleia:

"Art. 17-A. O regulamento pode ser alterado, independentemente da assembleia geral, sempre que tal alteração: I - decorrer exclusivamente da necessidade de atendimento a normas legais ou regulamentares, exigências expressas da CVM, de entidade administradora de mercados organizados onde as cotas do fundo sejam admitidas à negociação, ou de entidade autorreguladora, nos termos da legislação aplicável e de convênio com a CVM; II - for necessária em virtude da atualização dos dados cadastrais do administrador ou dos prestadores de serviços do fundo, tais como alteração na razão social, endereço, página na rede mundial de computadores e telefone; e III - envolver redução das taxas de administração, de custódia ou de performance"

61. Vale ressaltar, ainda, a manifestação consignada no Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 07/14 (que deu origem à Instrução CVM 571 - doc. SEI. 1566864), com destaque para os trechos grifados:

*"Para a CVM, o estabelecimento de um quórum qualificado de deliberação tem como intuito assegurar que **matérias relevantes ou sensíveis** sejam apreciadas por uma parcela significativa do universo de cotistas.*

*Dentre as matérias sujeitas a tal quórum, a CVM entende que **devam constar todas aquelas que digam respeito às regras gerais de funcionamento do fundo, às suas características essenciais e aos direitos dos cotistas**. Por essa razão, a alteração do regulamento do fundo e, portanto, das disposições sobre o seu funcionamento, bem como a alteração do prazo de funcionamento do fundo e a aprovação de eventuais operações como fusão, cisão ou incorporação envolvendo o fundo devem estar sujeitas à deliberação por quórum qualificado.*

Por outro lado, matérias que não atendam aos critérios acima mencionados - como a fixação da remuneração do administrador e do representante de cotistas - devem ser deliberadas com base em quórum simples.

***Em relação à alteração do regulamento do fundo, é importante esclarecer que não se sujeitam à aprovação por maioria qualificada aquelas modificações decorrentes de deliberações por quórum simples mencionadas expressamente no art. 18 da Instrução CVM nº 472, de 2008, mas não listadas no parágrafo único do art. 20 da mesma instrução"** (grifo nosso).*

62. Neste contexto, e considerando que a alteração do regulamento decorrente da qualificação do gestor reflete matéria especialíssima, entendemos que o artigo 18, II c/c com os arts. 17-A e 20, § 1º, da ICVM 472 permite que o procedimento mais rigoroso do quórum qualificado seja utilizado.

63. Se considerássemos, como propõe a Recorrente, que apenas as matérias previstas no parágrafo primeiro do artigo 20 teriam quórum qualificado e que o fato de constar em regulamento não poderia representar um aumento desse rol, a inclusão do inciso II do artigo 18 como matéria com quórum qualificado seria inócua. Em outras palavras, não teria razão de se incluir no rol do quórum qualificado a alteração do regulamento se apenas a alteração de regulamento que trata dos incisos III, V, VI, VIII, XII e XIII do art. 18 pudessem ter o quórum qualificado, afinal, tais matérias já possuem referido quórum por disposição expressa da norma.

64. Não apenas isso. Como explicado acima, a gestão de um FII compete ao seu administrador, que pode subcontratar esse serviço. Nesses termos, ao nosso ver, pela atuação do gestor estar diretamente ligada às funções do administrador o art. 18, III, da ICVM 472 lista apenas o administrador, pois, em regra, este também executa as atividades de gestão. Portanto, a contratação de gestor, que se intensificou na indústria apenas após a edição da ICVM 571, não foi contemplada no dispositivo.

65. Assim, considerando que o papel desempenhado pelo gestor está diretamente ligado às funções do administrador no âmbito dos FII, propomos reformar o nosso entendimento de que o quórum para alteração do gestor seja híbrido, ou seja, simples ou qualificado, caso esteja identificado ou não no regulamento do fundo imobiliário.

66. Nesse sentido, a substituição/destituição do gestor é, em si mesma, matéria especialíssima que justifica a adoção do procedimento mais rigoroso do quórum qualificado.

CONCLUSÃO

67. A SSE/GSEC-1 propõe ao Colegiado da CVM a reforma parcial do seu entendimento, reconhecendo a impossibilidade de aplicação de quórum híbrido para a substituição do gestor, ou seja, a depender da identificação do gestor no regulamento do FII. Contudo, propomos o indeferimento do recurso e o reconhecimento de que a destituição/substituição do gestor, em qualquer hipótese, está sujeita à deliberação dos cotistas com quórum qualificado.

68. Nosso entendimento se baseia em todo o exposto, e conforme sumarizado nas "Conclusões Sucintas SSE/GSEC-1", no parágrafo nº 8 deste Ofício Interno.

69. Por fim, propomos que a relatoria do caso seja conduzida pela SSE/GSEC-1.

Atenciosamente,

Andre Aguiar Estellita
Analista GSEC-1

Nathalie de Andrade Araujo Matoso Vidual
Gerente de Supervisão de Securitização 1 - GSEC-1

Bruno de Freitas Gomes
Superintendente de Supervisão de Securitização - SSE



Documento assinado eletronicamente por **Andre Aguiar Estellita, Analista**, em 26/10/2022, às 18:21, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Nathalie de Andrade Araujo Matoso Vidual, Gerente**, em 26/10/2022, às 18:22, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Bruno de Freitas Gomes Condeixa Rodrigues, Superintendente**, em 26/10/2022, às 18:26, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **1567871** e o código CRC **BDF136F4**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1567871** and the "Código CRC" **BDF136F4**.*