



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 19957.010075/2022-41

Reg. Col. nº 2724/22

Requerente: Suno Gestora de Recursos Ltda

Assunto: Quórum aplicável às Assembleias Gerais de Cotistas de Fundos de Investimentos Imobiliários (“FIIs”) destinadas a deliberar sobre a substituição da instituição gestora dos FIIs

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

1. Trata-se de Recurso interposto pela Suno Gestora de Recursos Ltda. (“Suno” ou “Requerente”) contra entendimento manifestado pela Superintendência de Supervisão de Securitização – SSE (“SSE”) acerca do quórum aplicável às deliberações sobre a substituição de instituição gestora de Fundos de Investimentos Imobiliários.
2. Começo elogiando o trabalho apresentado pela SSE no Ofício Interno nº 21/2002/CVM/SSE/GSEC-1 (“Ofício Interno”) e adiantando que irei acompanhar as suas conclusões, mas penso que é fundamental assinalar alguns ângulos, que – em benefício da objetividade – a SSE não detalhou, mas que são importantes para a análise do caso concreto.
3. A questão se coloca à luz do arcabouço normativo dos Fundos de Investimento e dos próprios FIIs, uma vez que – *de um lado* – não há previsão normativa estabelecendo quórum específico para a deliberação de substituição e/ou destituição da instituição gestora dos FIIs, mas – *de outro lado* – tendo em vista que alguns regulamentos dos FIIs possuem a qualificação da instituição gestora do fundo, a substituição e/ou destituição da gestora somente pode ser realizada mediante a concomitante modificação do regulamento; sendo



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

que tal matéria (*i.e.*, modificação do regulamento) requer expressamente quórum qualificado de deliberação para poder ser efetivamente realizada.

4. Como assinalado pela SSE, a prática mais usual e recorrente no mercado é que os regulamentos dos FIIs estabeleçam a instituição responsável pela gestão do fundo. O fato de grande parte da indústria indicar a instituição gestora no regulamento é uma clara demonstração da preferência dos cotistas por aquele prestador de serviço em específico e da sua importância para o FII. Nesses casos, vislumbro argumentos sólidos para sustentar que a substituição do gestor exigiria quórum qualificado, uma vez que a alteração do regulamento é matéria que demanda tal quórum, nos termos do art. 18, II¹, c/c art. 20, §1º² da Instrução CVM nº 472/2008³. Aqui a conclusão é, relativamente, óbvia.

5. Essa constatação, entretanto, não é suficiente para solucionar o problema trazido pelo Ofício Interno. Isso porque, por não ser matéria de disposição obrigatória, há FIIs cujo regulamento não prevê expressamente quem é o gestor.

6. Apesar de essa situação ser menos frequente, é fato que **não faria sentido atribuir quóruns diferentes para a substituição do gestor a depender apenas de existência ou não de previsão no regulamento do fundo**. Seguir por esse caminho significaria submeter uma mesma decisão, de inegável importância para todos os FIIs, a quóruns de deliberação

¹ “Art. 18. Compete privativamente à assembléia geral deliberar sobre: [...] II – alteração do regulamento, ressalvado o disposto no art. 17-A”.

² “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”.

³ Reconheço que há precedente desta CVM em que já foi defendida posição contrária (Processo CVM nº RJ2012/2986, de relatoria da diretora Luciana Dias, decidido em 13/08/2013). Entretanto, na minha visão, ainda que se trate de matéria que não é de disposição obrigatória no regulamento do fundo conforme especificado na regulamentação, caso os cotistas decidam por incluir determinado assunto no regulamento, é intuitivo que a alteração desse documento demandará quórum qualificado, pois é exatamente isso que dispõe o art. art. 18, II, c/c art. 20, §1º da Instrução CVM nº 472/2008. As hipóteses em que a alteração do regulamento não demandará realização de assembleia geral estão expressamente excepcionadas no art. 17-A da Instrução CVM nº 472/2008. Além disso, deve-se ressaltar, conforme destacado no Relatório da Audiência Pública SDM nº 07/14, 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*”.



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

distintos, criando um tratamento diferenciado na indústria que careceria de fundamentação e justificativa lógica.

7. Portanto, para enfrentar adequadamente o problema, é necessário buscar uma solução homogênea, que alcance todos os FIIs, partindo de uma interpretação das normas aplicáveis que seja coerente com o seu espírito e finalidade e que considere a relevância que o gestor efetivamente possui nos FIIs.

8. De forma a subsidiar a minha conclusão, quero explorar os seguintes fatores nos capítulos abaixo: **(i)** Princípios que Devem Guiar a Interpretação e Integração Normativa; **(ii)** Evolução da Regulamentação sobre o Quórum de Decisão sobre a Alteração do Administrador nos Fundos de Investimentos Imobiliários; e **(ii)** Co-protagonismo do Gestor e sua Relevância à luz, inclusive, da Lei de Liberdade Econômica. São fatores que auxiliam na construção da conclusão que será apresentada ao final.

9. Antes de passar a cada um desses tópicos, contextualizo o tema com as manifestações prestadas pela própria SSE no Ofício Interno, no sentido de que:

- (i) A Instrução CVM nº 472/2008 determina os aspectos do FII que obrigatoriamente devem ser incluídos no regulamento do fundo, sendo que não é obrigatória a qualificação do gestor em tal documento;
- (ii) À luz do art. 20, §1º, da Instrução CVM nº 472/2008 as deliberações relativas à destituição/substituição do gestor não constam do rol de matérias que dependem de aprovação por quórum qualificado, que faz menção, apenas, à substituição do administrador; e
- (iii) Não obstante, a deliberação de destituição/substituição do gestor, por se tratar de matéria especialíssima deve ser tomada pelo quórum qualificado previsto no art. 20, §1º, da Instrução CVM nº 472/2008.



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

II. PRINCÍPIOS QUE DEVEM GUIAR A INTERPRETAÇÃO E INTEGRAÇÃO DAS NORMAS

10. A realidade é inevitavelmente mais complexa do que o regulador pode prever. Por isso, com o passar do tempo, é natural que surjam questões inicialmente não abarcadas expressamente pelas regras, que deverão ser resolvidas pelos aplicadores do Direito a partir de ferramentas de interpretação e integração normativa.

11. É essa a situação que se tem no presente caso. O art. 18 da Instrução CVM nº 472/2008 não prevê dentre as matérias de competência da assembleia geral de cotistas dos FII a alteração do gestor, dispondo apenas que compete aos cotistas deliberar sobre a substituição do administrador (art. 18, inciso III).

12. Alguns motivos podem explicar a falta de menção nesse rol à alteração do gestor. Talvez o principal deles, que já foi explorado pela SSE em seu Ofício Interno, está ligado ao fato de que, quando da elaboração da norma, em 2008, o administrador na grande maioria dos fundos de investimento concentrava também a atividade de gestão. Essa era a realidade da indústria na época, especialmente em relação aos FII, que são mercados, ainda, pela particularidade de a sua lei de regência, a Lei nº 8.668/1993, proibir a segregação entre a atividade de administração e gestão nos fundos que investem diretamente em imóveis⁴.

13. Com a evolução e especialização da indústria, a figura do gestor de recursos foi ganhando relevância e independência em relação ao administrador, de modo que, atualmente, é inegável a importância da instituição gestora, como responsável pela definição de estratégias e tomada de decisões de investimento.

14. Nesse novo cenário, é necessário dar uma resposta à questão suscitada no Ofício Interno: dada a ausência de previsão na Instrução CVM nº 472/2008, qual seria o quórum

⁴ Conforme esclarecido no Edital de Audiência Pública nº 01/08, que deu origem à Instrução CVM nº 472/2008: “A CVM entende que a Lei nº 8.668 impede a segregação entre as atividades de administração e gestão dos ativos imobiliários do FII. Há uma série de artigos que apontam para esta situação, em especial o art. 9º [...]. Por essa razão, a minuta estabelece que apenas os valores mobiliários integrantes da carteira do fundo possam ser geridos por uma entidade que não o próprio administrador (art. 29, VI). Vale reiterar que, nesta hipótese, a entidade responsável pela gestão deve estar autorizada pela CVM para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários”.



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

aplicável à decisão da assembleia geral que pretendesse alterar o gestor?

15. Diversos autores se dedicaram a estudar os princípios que devem guiar a interpretação da lei. Não é objeto deste voto discorrer sobre esse assunto, mas me parece útil no caso recorrer às regras de integração normativa. Aponta-se, nesses casos, para a utilização da analogia, que pode ser entendida como a aplicação *“de princípios extraídos de uma lei a casos juridicamente semelhantes, isto é, que são essencialmente iguais nos aspectos importantes e desiguais nos secundários”*⁵.

16. No mesmo sentido, a doutrina ressalta a importância de, **ao interpretar a lei**, sempre buscar o sentido que **privilegie a igualdade de tratamento entre situações juridicamente semelhantes**, em linha com a ideia de justiça⁶.

17. Sob essa lente e como demonstrarei abaixo, entendo que, tendo em vista o protagonismo que o administrador e o gestor compartilham nos FIIs e considerando que a regra prevê que a alteração do administrador deve se dar por quórum qualificado, o mesmo quórum deveria se aplicar para a substituição do gestor.

18. É justamente essa a linha que o Poder Judiciário tem seguido na interpretação de questões de natureza similar que lhe foram submetidas. Um bom exemplo disso é o debate sobre o quórum aplicável nas sociedades limitadas em relação à aprovação da cisão da sociedade. O art. 1.071 do Código Civil não prevê expressamente essa operação dentre as matérias que depende de deliberação dos sócios, dispondo, apenas, que a incorporação, fusão, dissolução da sociedade e cessação do estado de liquidação dependem de quórum qualificado de aprovação.

⁵ FERRAZ JR., Tercio Sampaio, *Introdução ao Estudo do Direito: Técnica, Decisão, Dominação*, São Paulo: Atlas, 2018, p. 328.

⁶ *“De entre os critérios de interpretação teleológico-objectivos, que decorrem dos fins objetivos do Direito, mais rigorosamente: da ideia de justiça, cabe uma importância decisiva ao princípio da igualdade de tratamento do que é (segundo as valorações gerais do ordenamento jurídico) igual (ou de sentido idêntico). A diferente valoração de previsões valorativamente análogas aparece como uma contradição de valores, que não é compaginável com a ideia de justiça, no sentido de igual medida. Evitar tais contradições de valoração é, portanto, uma exigência tanto para o legislador como para o intérprete”* (LARENZ, Karl, *Metodologia da Ciência do Direito*, Tradução de José Lamego, Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1997, p. 472).



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

19. Ao analisar a questão, o Conselho de Justiça Federal firmou entendimento, por meio do Enunciado nº 227 aprovado na III Jornada de Direito Civil, no sentido de que o quórum deliberativo para a aprovação da cisão nas sociedades limitadas também deveria ser qualificado⁷.

20. Como tive a oportunidade de explicar em artigo em co-autoria com Amir Achcar Bocayuva Cunha:

“O Enunciado nº 227, aprovado na III Jornada de Direito Civil do Conselho de Justiça Federal propõe que o quórum deliberativo para a aprovação da cisão nas sociedades limitadas deve ser de três quartos. Como se nota, a ausência de referência expressa à cisão no rol de matérias do artigo 1.071 dá margem a controvérsias. Diante das similaridades entre as operações de fusão, cisão e incorporação, parece-nos temerário sustentar ser possível aprová-la por maioria simples. De toda sorte, considerando que a cisão, em regra, importará na modificação do contrato social, esta discussão carece de importância prática, uma vez que será exigido o quórum de deliberação de três quartos do capital para a modificação do contrato social”⁸ (grifei).

21. Me parece que uma lógica similar deve se aplicar ao presente caso. Para demonstrar esse ponto, na próxima seção, trato da evolução da regulamentação dos FII acerca do quórum aplicável à decisão sobre a alteração do administrador nesses fundos.

22. Na **Seção IV**, trato da importância e co-protagonismo que o gestor assume nos fundos de investimento, analisando o assunto à luz, inclusive, da Lei de Liberdade Econômica e da reforma da regra geral dos fundos de investimento.

⁷ III Jornada de Direito Civil, Enunciado 227. “O quórum mínimo para a deliberação da cisão da sociedade limitada é de três quartos do capital social” Disponível em: <<https://www.cjf.jus.br/enunciados/enunciado/443>>. Acesso: 21/02/2022.

⁸ “Apontamentos Sobre as Deliberações dos Sócios nas Sociedades Limitadas” in NASCIMENTO, João Pedro Barroso do, *Temas de Direito Empresarial*, São Paulo: Quartier Latin, 2022.



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

23. Por fim, na **Seção V**, concluo que diante da relevância que o gestor apresenta nos FIIs e considerando os precedentes deste Colegiado sobre o assunto e o fato de o quórum para alteração do administrador nesses fundos ser qualificado, o mesmo quórum deveria se aplicar para a mudança do gestor.

III. EVOLUÇÃO DA REGULAMENTAÇÃO SOBRE O QUÓRUM DE DECISÃO SOBRE A ALTERAÇÃO DO ADMINISTRADOR NOS FUNDOS DE INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS

24. Começo a minha análise retomando a evolução da regulamentação dos Fundos de Investimento Imobiliário em relação ao quórum aplicável à decisão de alteração do administrador desses fundos.

25. A Instrução CVM nº 205/1994, primeira a regulamentar os FII, previa que a alteração da administradora demandava quórum qualificado, **correspondente a metade das cotas emitidas**. Diante de comentários do mercado no sentido de que tal quórum era muito difícil de ser atingido, a Instrução CVM nº 472/2008 **relativizou as matérias que necessitariam de quórum qualificado**, excluindo desse rol a deliberação de substituição e/ou destituição do administrador.

26. Contudo, a Instrução CVM nº 571/2015 introduziu significativos aprimoramentos à disciplina dos FIIs estabelecida pela Instrução CVM nº 472/2008, para, dentre outros pontos, reconhecer o caráter sensível da matéria de substituição e/ou destituição do administrador dos fundos imobiliários, porquanto essencial ao produto⁹.

27. Nessa direção, a Instrução CVM nº 571/2015 voltou a incluir a substituição do administrador como matéria sujeita ao quórum qualificado, mas, em atenção aos comentários da indústria, promoveu uma **redução desse quórum**.

⁹ Relatório de Audiência Pública SDM nº 07/14 (doc. 1566864, p. 44): “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.” (grifei)



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

28. Assim, a instrução em questão estabeleceu que a alteração do administrador demandaria aprovação de:

- (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.

29. Como registrado no Relatório de Audiência Pública, a fixação desses percentuais:

“teve como ponto de partida estudo conduzido pela SIN sobre o grau de concentração da titularidade das cotas de emissão dos fundos registrados na CVM e uma avaliação do número de cotistas necessário para o alcance de diferentes percentuais, buscando a identificação de valores que, de um lado, permitissem atingir quoruns diferenciados e, de outro, não impedissem a formação de tais quoruns e a tomada de decisão” (grifei).

30. Dois pontos me chamam atenção a partir da análise desse histórico.

31. O **primeiro** é que a CVM reconheceu que a substituição e/ou destituição da entidade responsável pela administração do fundo perpassa questões relevantes à vida dos fundos, que estão diretamente vinculadas às suas características essenciais. Dessa forma, trata-se de matéria que só pode ser realizada com a aprovação de parcela significativa dos cotistas (*i.e.*, voto da maioria qualificada e não apenas da maioria simples).

32. Como bem assentado pela ex-Diretora Luciana Dias em seu voto no Processo Administrativo CVM nº RJ2012/2986, a exigência de aprovação por quórum qualificado é resguardada para matérias especialíssimas, na medida em que implica em custosa campanha da administração e no engajamento de relevante parcela dos cotistas para a sua aprovação.

33. Sem dúvidas, a inclusão no rol de matérias sujeitas à quórum qualificado, que não



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

estejam expressamente elencadas na Instrução CVM nº 472/2008, inspira a máxima cautela do regulador, sob pena de ultrapassar os limites delineados pela norma.

34. Não por outra razão, o Colegiado da CVM fixou alguns vetores para que uma matéria seja considerada especialíssima e requeira a aprovação de maioria qualificada dos cotistas. Os vetores que devem nortear tal decisão são: **(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 fundo¹⁰.

35. O **segundo** é que o quórum aplicável à decisão de substituição do administrador nos FIIs passou por um movimento pendular, influenciado pela percepção da indústria de que o quórum de metade das cotas emitidas seria muito difícil de ser atingido. Esse movimento resultou na disciplina atual da matéria, que **adotou uma solução situada no meio termo**: a substituição do administrador é condicionada ao atingimento de quórum qualificado, mas esse quórum, nos veículos com razoável dispersão de cotistas, é de 25% das cotas emitidas e não 50%.

IV. A IMPORTÂNCIA DO GESTOR NOS FIIS

36. Feita essa contextualização, passo a analisar o ponto central objeto deste processo: qual seria o quórum aplicável à decisão de substituição do gestor? A resposta a essa questão, como adiantado, passa pelo reconhecimento de que o gestor é o responsável pela tomada das decisões de investimento nos fundos, exercendo papel essencial, que impacta profundamente a vida dos cotistas, tanto quanto o administrador.

37. Não é desde sempre, porém, que as funções de gestão são exercidas por prestador de serviço diferente do administrador. E até por esse motivo a Instrução CVM nº 472/2008 mencionava apenas a alteração “*do administrador*” e não do gestor dentre as matérias submetidas à assembleia de cotistas que necessitava de quórum qualificado.

¹⁰ Processo CVM nº RJ2012/2986, de relatoria da diretora Luciana Dias, decidido em 13/08/2013.



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

38. No início da indústria de FIIs, não havia uma segregação clara entre as figuras e atribuições do administrador e gestor de FIIs. Tanto a lei quanto a regulação tratavam a gestão do patrimônio do fundo como mais uma atividade de “administração” do fundo¹¹.

39. Do ponto de vista prático, seja por conta da fase incipiente da indústria ou da complexidade dos projetos desenvolvidos, também não se observou inicialmente uma segregação substancial entre as figuras do administrador e gestor de FIIs.

40. Todavia, com o desenvolvimento da indústria e a ampliação dos produtos e estratégias desenvolvidas por meio dos FIIs, percebeu-se o surgimento de agentes especializados no planejamento e gestão do patrimônio dos FIIs, o que desencadeando uma série de mudanças para esse mercado.

41. Atualmente, a **relevância das funções exercidas pelos gestores** no âmbito dos fundos de investimento é **patente** e já foi, inclusive, **reconhecida em diversos precedentes** deste Colegiado, como se verifica de trechos de votos colacionados abaixo:

- (i) *“O gestor é quem detém a prerrogativa de negociar ativos para o fundo nos termos do regulamento, e se é ele quem compra e vende os ativos, é ele afinal quem tem a função primordial de assegurar que o ativo adquirido é condizente com a política de investimento, ele é o executor da vontade dos cotistas”*¹² (grifei);

¹¹ A redação dos artigos 12 e 19 da Instrução CVM nº 205/1994 denotam que a responsabilidade pela gestão do patrimônio do fundo imobiliário competia exclusivamente à instituição administradora. Confirma-se: *“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.”*

“Art. 19. É vedada à instituição administradora, no exercício das funções de gestora do patrimônio do Fundo e utilizando os recursos do Fundo:” (grifei)

¹² PAS CVM nº RJ2012/4472, de relatoria do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 20/08/2013.



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

- (ii) *“Faço essa observação, pois sabemos que embora, na prática, a gestora de recursos seja sempre formalmente contratada pelo administrador (art. 56, §1º, I, da Instrução CVM nº 409/04), há casos em que é a gestora quem de fato procura uma instituição financeira para servir como administradora do fundo de seus clientes. Nesses casos, o administrador geralmente cuida da custódia, escrituração, do envio de informações periódicas aos cotistas e à CVM e, ainda, da tesouraria do fundo, enquanto a gestora se responsabiliza pela gestão da carteira propriamente dita e, frequentemente, é quem lida com o cotista do fundo no dia a dia. Independentemente da dinâmica entre administrador e gestor, o administrador é sempre responsável por fiscalizar os atos do gestor, inclusive mediante o controle (a posteriori) da composição da carteira e de seu enquadramento à política de investimento do fundo e às regras aplicáveis. Nos casos em que a gestora procura o administrador, é também importante que o administrador se certifique de quem ele está ‘contratando’ como gestora, fazendo uma análise criteriosa da gestora e de seu histórico de atuação no mercado”*¹³ (grifei); e
- (iii) *“Trata-se, a meu ver, da única interpretação que se coaduna à realidade da indústria de fundos brasileira. Afinal de contas, os administradores fiduciários – em especial aqueles que atuam em fundos com a carteira administrada por gestores independentes – são responsáveis pela contabilidade de muitos fundos e, conseqüentemente, pelo registro de uma enorme quantidade de operações”*¹⁴ (grifei).

42. **A importância dos gestores** para a indústria de fundos de investimento teve a sua **demonstração máxima** com a edição da Lei nº 13.874/2019 (**Lei de Liberdade Econômica**) e a **reforma do arcabouço dos fundos de investimento atualmente em discussão no Colegiado**.

¹³ PAS CVM nº RJ2012/6987, de relatoria da Diretora Ana Novaes, j. em 13/08/2013.

¹⁴ PAS CVM nº RJ2016/295, de relatoria do Diretor Gustavo Machado, j. em 07/05/2019.



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

43. Em reconhecimento a esse compartilhamento de protagonismo entre administradores e gestores de fundos de investimento, a Lei de Liberdade Econômica estabeleceu um regime de responsabilidade que contemplava os deveres particulares de cada um destes prestadores de serviços. Nesse sentido, assevera André Santa Cruz:

“Quanto à responsabilidade dos prestadores de serviços dos fundos (administradores, gestores etc.), as regras do Código Civil incluídas pela Lei de Liberdade Econômica também trouxeram inovações relevantes, como a possibilidade de “limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços do fundo de investimento, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade (art. 1.368-D, II do CC)”¹⁵ (grifei).

44. Na mesma linha, a minuta da resolução que substituirá a Instrução CVM nº 555/2014 reconhece o co-protagonismo entre administrador e gestor, como assinado no Edital de Audiência Pública SDM nº 08/20:

“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 reflète 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

¹⁵ RAMOS, André Luiz Santa Cruz. *Direito empresarial: volume único*. 10. ed. – Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: MÉTODO, 2020, p. 1155.



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

da carteira de ativos, que passam a ser denominados, em conjunto, como prestadores de serviços essenciais (art. 2º, XXVIII)”¹⁶ (grifei).

45. Os trechos reproduzidos acima sobre a importância dos gestores dizem respeito a fundos de investimento em geral, mas a mesma lógica se aplica para os FII, especialmente os FII de Papel. É o gestor dos FII que possui a função relevantíssima de montar a estratégia de investimento do fundo e, com base nela, selecionar, analisar e decidir sobre quais títulos serão adquiridos, sendo responsável pela gestão dessa carteira. Os dados juntados pela SSE em seu Ofício Interno demonstram do ponto de vista prático essa importância do gestor nos FII, aos quais remeto por brevidade.

46. Cabe, por fim, enfrentar um último argumento suscitado pelos representantes da Requerente, no sentido de que o quórum qualificado para alteração do gestor poderia dar ensejo a dificuldade de substituição de tal prestador de serviço em situações de desempenho insatisfatório.

47. Sou sensível ao argumento. Não se pretende defender neste processo um protecionismo aos gestores, no sentido de permitir que prestadores de serviço se perpetuem em suas funções quando os cotistas pretenderem substituí-lo. Entendo, entretanto, que a leitura ora defendida corresponde à melhor interpretação da regra disponível no momento, por todos os motivos expostos acima.

48. De todo modo, inclusive à luz das discussões havidas no âmbito do presente processo, é recomendável que, no contexto da agenda regulatória da CVM, dialogando com os regulados por meio de Audiências Públicas, se pondere e estude o tema de forma aprofundada.

49. Tal discussão, entretanto, deve ser reservada ao foro adequado, no âmbito da pauta regulatória, mediante o cumprimento de todas as etapas do processo normativo estabelecidas na Resolução CVM nº 67/2022, inclusive a eventual necessidade de realização ou dispensa

¹⁶ Doc. nº 1618228.



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

de Análise de Impacto Regulatório (AIR) e, posteriormente, até mesmo eventual Análise de Repercussão Regulatória (ARR).

50. Por fim, observo que, em casos excepcionais de dificuldade ou impossibilidade prática de substituição do gestor, há, ainda, a possibilidade expressa de requerer a dispensa da observância de tal quórum, como já se verificou em casos precedentes¹⁷. Da mesma forma, convém sublinhar que a CVM está atenta e reforçando as ferramentas disponíveis para o uso de tecnologias às assembleias de cotistas de fundos de investimento¹⁸, no sentido de permitir a participação remota de investidores, buscando reduzir o fenômeno do absenteísmo e estimular o comportamento ativo.

V. CONCLUSÃO

51. À luz das considerações feitas acerca da evolução do arcabouço normativo e do inegável co-protagonismo da figura do gestor, acompanho integralmente o entendimento da SSE no sentido de que a substituição do gestor é matéria sensível e que impacta a vida dos fundos, atendendo aos requisitos necessários para sujeição ao crivo de maioria qualificada para sua aprovação.

52. Ressalto que não se cuida aqui de criar um mecanismo de blindagem à alteração do gestor de FIIs, dificultando a sua troca pela imposição do requisito de aprovação por maioria qualificada. Na verdade e sem prejuízo de uma rediscussão mais ampla da matéria em sede de futura alteração normativa, entendo que a Instrução CVM nº 571/2015, ao reduzir de metade para 25% o quórum qualificado exigido para a aprovação de matérias em FII com mais de 100 cotistas, foi sensível aos pleitos do mercado e pretendeu estabelecer um quórum de aprovação de fato atingível, embora diferenciado em relação ao quórum simples.

¹⁷ Conforme: (i) Processo CVM nº 19957.007019/2022-20, decidido em 09.08.2022; e (ii) Processo CVM nº 19957.008766/2018-07, decidido em 25.09.2018.

¹⁸ Veja-se Ofício-Circular CVM/SIN nº 06/2020, arts. 21 e 23 da Instrução CVM nº 472/2008 e arts. 71 a 73 da Instrução CVM nº 555/2014. No que se refere à introdução de tecnologias no âmbito das assembleias de cotistas, como já tive oportunidade de opinar, “no caso específico dos fundos de investimento, a Assembleia Digital se faz ainda mais importante a fim de reduzir barreiras e criar incentivos mais concretos para que os cotistas possam comparecer e participar dos conclaves. (NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Temas de Direito Empresarial: Direito Societário, Mercado de Capitais e Direito da Insolvência*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 499).



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

53. A meu ver, a exigência de quórum qualificado para a alteração do gestor nos FIIs promove coerência com a disciplina aplicável ao administrador, reconhecendo que ambos figuram como prestadores de serviço essenciais, e contribui ao propósito de promover um ambiente de confiança e previsibilidade aos investidores, em reforço da credibilidade do mercado de capitais.

54. Pelo exposto, voto pelo indeferimento do Recurso, de modo a reconhecer que a destituição e substituição do gestor estará sujeita à deliberação dos cotistas com quórum qualificado.

Rio de Janeiro, 29 de novembro de 2022.

João Pedro Nascimento

Presidente