



### 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 23/2024/CVM/SSE

São Paulo, na data da assinatura eletrônica.

De: SSE  
Para: SGE

**Assunto: Recurso da Forte Securitizadora S.A. contra o entendimento da SSE sobre a interpretação dos arts. 30 e 31 da Resolução CVM nº 60/21 - Processo CVM nº 19957.014176/2023-72.**

Senhor Superintendente Geral,

1. Trata-se de Recurso interposto por FORTE SECURITIZADORA S.A., CNPJ: 12.979.898/0001-70 (“Fortesec”, “Securitizadora”, “Recorrente”), em 19/07/2024, contra o entendimento desta SSE manifestado no Ofício nº 12/2024/CVM/SSE/SSE-Assessoria (“Ofício SSE 12/24”) em face da consulta realizada sobre o adequado quórum de deliberação da assembleia de titulares dos CRI Aquan Prime (“CRI” ou “Emissão”), realizada em 18/10/2023 (“AGT”): baseado “*nas posições dos titulares dos CRI mais próximas possíveis de sua realização – isto é, nas posições da véspera –, e não na data de convocação*”.

#### **I - HISTÓRICO DOS FATOS**

2. Apenas para contextualizar os contornos da consulta, esta SSE relata abaixo um breve resumo de parte dos acontecimentos envolvendo a referida AGT. A controvérsia se refere à interpretação mais adequada dos arts. 30 e 31 da RCVM 60:

"Art. 30. As deliberações da assembleia especial de investidores são tomadas por maioria de votos dos presentes, sem prejuízo do disposto no § 3º deste artigo.

§ 1º Para os efeitos de cômputo de quórum e de manifestação de voto, a cada investidor cabe a quantidade de votos representativa de sua participação no patrimônio separado.

§ 2º Na hipótese de a emissão contar com mais de uma classe de títulos de securitização, o instrumento de emissão pode dispor sobre a existência de direitos políticos especiais e o exercício do direito de voto na assembleia em relação a cada classe em separado.

§ 3º O instrumento de emissão pode estabelecer quórum para as deliberações da assembleia especial de investidores distinto da maioria simples prevista no caput, para cada matéria que especificar.

§ 3º-A Caso a deliberação da assembleia especial de investidores seja relacionada à insuficiência de ativos integrantes do patrimônio separado para a satisfação integral dos títulos de securitização correlatos, serão consideradas válidas as deliberações tomadas pela maioria dos presentes, em primeira ou segunda convocação.

§ 4º O quórum de deliberação requerido para a substituição da companhia securitizadora na administração do patrimônio separado não pode ser superior a títulos de securitização representativos de mais de 50% (cinquenta por cento) do patrimônio separado.

§ 5º O instrumento de emissão pode dispor sobre a possibilidade de as deliberações da assembleia serem adotadas mediante processo de consulta formal, sem necessidade de reunião dos investidores, observado que nesse caso deve ser concedido aos investidores prazo mínimo de 10 (dez) dias para manifestação."

Art. 31. Somente podem votar na assembleia especial os investidores detentores de títulos de securitização na data da convocação da assembleia, seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos há menos de 1 (um) ano."

3. Em 02/10/2023, a Oliveira Trust DTVM ("OT" ou "Agente Fiduciário") publicou edital de convocação da AGT dos CRI Aquan Prime, a ser realizada, em 18/10/2023, de modo exclusivamente digital. Dentre os itens da ordem do dia constava a deliberação da "destituição e substituição da Securitizadora, nos termos do art. 39 da Resolução CVM 60" e, em caso de aprovação da matéria, seria deliberada a proposta da BSI Capital Securitizadora S.A. ("BSI") assumir como nova cia emissora.

4. Compareceram à AGT 100% dos titulares dos CRI em circulação. Logo à abertura, no entanto, a Fortesec se manifestou no sentido de que:

*"a convocação desta assembleia foi marcada por uma série de vícios que afrontam a regulamentação aplicável. Em primeiro lugar, o Agente Fiduciário não observou o rito previsto no art. 27 da Resolução CVM nº 60/2021, que estabelece que o pedido de convocação oriundo de titulares de CRI deve ser encaminhado à Securitizadora, para que esta proceda à convocação da assembleia. Nota-se que isto não ocorreu, tendo o Agente Fiduciário se incumbido de um papel que não lhe foi atribuído pela CVM, qual seja: o de convocar e conduzir a presente assembleia, atuando em prol dos interesses particulares de um dos investidores. Como se não bastasse, a convocação desta assembleia também não observou o disposto no art. 26, § 1ª, da Resolução CVM nº 60/2021, de modo que enquanto o referido dispositivo estabelece um prazo mínimo de 20 dias de antecedência da data de realização da assembleia para sua convocação, o presente conclave foi convocada com apenas 16 dias de antecedência. Para além destes vícios formais - que por si só já seriam suficientes para macular a realização da presente assembleia -, o item I da ordem do dia da convocação, que diz respeito à destituição e substituição da Fortesec na administração do patrimônio separado, também demonstra a falta de diligência que marcou a atuação do Agente Fiduciário. Observa-se que o item em questão refere-se, de maneira ampla e genérica, ao art. 39 da Resolução CVM nº 60/2021, sem indicar e comprovar qual de seus incisos teria se materializado e fundamentaria a proposta de deliberação - informação essencial para que os investidores possam analisar adequadamente o assunto e formar suas convicções. Todos estes vícios, inclusive, já foram apontados para o Agente Fiduciário em notificação extrajudicial enviada pela Securitizadora em 16/10/2023, tendo a Oliveira Trust DTVM S.A. deliberadamente optado pela instalação de um conclave eivado de irregularidades, em inobservância ao melhor interesse dos titulares de CRI como um todo. A Securitizadora manifesta ainda que o posicionamento do Agente Fiduciário, manifestado apenas no curso da assembleia, de que teria sido verificada a hipótese prevista no Art 39º, I da*

*Resolução CVM nº 60/2021, não corresponde à realidade e é manifestamente ilegal. Reitera que nenhuma das hipóteses previstas na legislação e regulamentação em vigor que justificariam a substituição da Securitizadora foram verificadas. Além das impugnações já manifestadas, a Forte Securitizadora S.A. também consigna sua discordância acerca do cálculo da participação detida pelos investidores, que é manifestamente ilegal, em razão de sua violação ao estabelecido pela Resolução CVM nº 60/2021 e pelo Termo de Securitização. A Securitizadora registra, com relação ao item “(v)” da Ordem do Dia, que o Novo Assessor Legal é o mesmo representante legal de um dos titulares de CRI, que está atuando em benefício exclusivo deste investidor, em disputas judiciais travadas contra a Securitizadora. A sua nomeação como advogado no âmbito dos CRI envolve potencial conflito de interesses e pode prejudicar a defesa dos interesses do patrimônio separado e dos demais titulares de CRI. Ressalta ainda que conforme informado pelo Agente Fiduciário, o mesmo indicou o nome do referido assessor legal, potencialmente conflitado, conforme interesse de um único investidor e não ofereceu a oportunidade aos demais investidores de indicarem outros assessores legais para substituição.”*

5. A Mesa, por sua vez, pontuou que a convocação da AGT teria sido regular, uma vez que além do fato de estarem presentes 100% dos investidores, o Agente Fiduciário tem competência para o exercício de tal ato. Quanto aos questionamentos da Fortesec acerca da legitimidade de sua destituição e substituição, a Mesa informou que o art. 39 da Resolução CVM 60 não exige a anuência da Securitizadora quando estiver verificada a *“insuficiência dos bens do patrimônio separado para liquidar a emissão de títulos de securitização”*.

6. Iniciada a apuração das deliberações, os representantes da [REDACTED] anunciaram que gostariam *“de se manifestar acerca da contagem do seu percentual de participação no patrimônio separado para fins de formação de quórum de deliberação”*, tendo em vista que o Agente Fiduciário teria utilizado o percentual detido pela [REDACTED] na data de convocação da assembleia e não o percentual referente à posição detida no dia anterior à AGT. Segundo a [REDACTED], tal ato *“configura prática incompatível com as regras aplicáveis à assembleia por 4 razões”*:

1. *“O art. 31 da Resolução CVM nº 60/2021 trata da determinação daqueles que poderão votar em assembleia, ou seja, da formação do colégio eleitoral. Para tal, estabelece que somente podem votar aqueles que já ostentam a condição de titulares de CRI na data de convocação da assembleia. Não obstante, o Agente Fiduciário pretende, neste conclave, utilizar a posição acionária detida pelos investidores na data de convocação da assembleia como base para o cálculo do quórum de deliberação”*;

2. *O Termo de Securitização prevê expressamente que “[s]erá considerada parte legítima para comparecer e votar nas assembleias o investidor que for titular de CRI na data de realização da assembleia, mesmo que um outro investidor tenha sido titular de referido CRI na data de convocação da assembleia”*;

3. *Ainda que a regra estabelecida pela regulamentação da CVM se referisse à quantidade de títulos detidos por cada investidor, a baliza da data de convocação se destinaria apenas a garantir ao condutor da assembleia os meios necessários para assegurar a participação dos investidores na data de sua realização, seja pela presença de ferramentas operacionais limitadas, seja por dificuldades tecnológicas na obtenção de titularidade mais recente dos investidores*;

4. *A verificação da posição dos investidores na data de véspera das assembleias se configura como um procedimento historicamente adotado pelo mercado, tratando-se, portanto, de prática consolidada”*.

7. Referida manifestação redundou na interrupção dos trabalhos, para análise das questões pelo Agente Fiduciário. Este, ao retornar, informou que

submeteria a matéria à CVM, salientando, contudo, que o quórum da presente assembleia seria verificado de acordo com a prática de mercado, que seria a contagem dos quóruns utilizando os percentuais dos investidores na data de convocação da assembleia, e não na data de sua realização. Restou consignado pela Mesa, ainda, que após a decisão da CVM, caso se verifique “a necessidade de alterar o cômputo utilizado na AGT, seria realizado novo conclave para tanto”.

8. Com relação à ordem do dia, considerando a posição dos investidores no dia da convocação, titulares dos CRI representando 63,56% aprovaram e 36,44% reprovaram a destituição e substituição da Fortesec pela BSI Capital Securitizadora S.A., como nova securitizadora responsável pela administração do Patrimônio Separado dos CRI Aquan Prime. Ao se considerar a posição dos investidores na data da realização da assembleia, a destituição e substituição seria reprovada.

## **II - DA CONSULTA**

9. Tendo em vista os fatos acima descritos, em 26/10/2023, a Fortesec encaminhou Consulta solicitando o entendimento desta área acerca da definição da data de corte para a apuração do número de investidores com direito a voto com base nas respectivas posições de certificados, em assembleia de títulos de securitização, à luz dos artigos 30 e 31 da Resolução CVM nº 60/21 (“RCVM 60”).

10. Inicialmente, na defesa de seu pleito, a Fortesec argumentou que “[a]o contrário do que o Agente Fiduciário indicou durante a Assembleia, o art. 31 da Resolução CVM nº 60/2021 é inequívoco quanto ao conjunto definido de investidores legitimados a votar, mas não no que diz respeito à posição desses investidores que deve ser considerada”:

"Art. 31. Somente podem votar na assembleia especial os investidores detentores de títulos de securitização na data da convocação da assembleia, seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos há menos de 1 (um) ano."

11. Defendeu, do mesmo modo, que “[e]mbora os precedentes e a regulamentação da CVM, assim como a Lei nº 14.430/2022, sejam silentes em relação a que momento considerar para fins do quórum de deliberação de assembleias de títulos de securitização, o [item 12.8.2] Termo de Securitização não poderia tratar disso de maneira mais direta em relação aos CRI”:

"12.8.2. Será considerada parte legítima para comparecer e votar nas Assembleias o investidor que for titular de CRI na data de realização da Assembleia, mesmo que um outro investidor tenha sido titular de referido CRI na data de convocação da Assembleia."

12. A Consulente sugeriu a seguir, que sua interpretação estaria “em absoluta harmonia com o disposto no art. 30, §1º, da Resolução CVM nº 60/2021, que estabelece expressamente que “[p]ara efeitos de cômputo de quórum e de manifestação de voto, a cada investidor cabe a quantidade de votos representativa de sua participação no patrimônio separado””; e que “a prática no âmbito das assembleias de acionistas das sociedades anônimas consiste em verificar a posição dos investidores em data tão próxima da realização de cada conclave quanto possível para a formação do quórum de deliberação”.

13. Nesse sentido, alegou que “o instituto da assembleia de titulares de títulos de securitização evidentemente se baseia na figura da assembleia geral de acionistas. Tal fato é apenas reforçado, no caso concreto, pela previsão expressa no Termo de Securitização da aplicação do regime legal das assembleias de acionistas às assembleias dos titulares de CRI”.

14. Argumentou, ainda, que, conforme relatório da Audiência Pública SDM nº

07/2014, “a CVM deixou claro que a limitação do exercício do direito de voto a titulares de cotas na data da convocação decorre apenas da existência de dificuldades operacionais para identificar os cotistas na data da assembleia, e que o ideal mesmo é que cotistas registrados na data de realização da assembleia possam votar”.

15. Nessa perspectiva, a Consulente concluiu que os pontos de vista por ela aludidos, são reforçados “pelos procedimentos normalmente adotados para as assembleias de acionistas de companhias abertas, em que se espera que as companhias apurem o quórum de deliberação até a data mais próxima possível da assembleia”. Por esse motivo, entendem que a SEP, no Ofício Circular/Anual-2023-CVM/SEP, item 7.2.7, determinou que nos casos em que “o acionista alienar ações entre a data da transmissão da instrução de voto (boletim de voto a distância) e a data da assembleia, somente devem ser computados os votos das ações que permanecerem em sua propriedade, sendo competência da companhia a verificação deste saldo no momento da assembleia.”

16. Por último, a Fortesec solicitou “que essa d. CVM reconheça que o quórum de deliberação da Assembleia deveria ter se baseado nas posições dos titulares dos CRI mais próximas possíveis de sua realização – isto é, nas posições da véspera, em linha com a prática adotada pela Securitizadora e validada diversas vezes pela Oliveira Trust – e não na data de convocação da Assembleia, em direta observância da cláusula 12.8.2. do Termo de Securitização e da regulamentação aplicável”.

### **III - MANIFESTAÇÃO DA SSE À CONSULTA**

17. Em resposta encaminhada em 28/06/2024, por meio do Ofício nº 12/2024/CVM/SSE/SSE-Assessoria (“Ofício 12”) esta área técnica esclareceu à Fortesec que o art. 31 é explícito ao dispor que “[s]omente podem votar na assembleia especial os investidores detentores de títulos de securitização na data da convocação da assembleia”. Estabelecendo, desse modo, como marco temporal - para a verificação dos investidores e de suas posições detidas - a data da publicação do Edital de Convocação da AGT.

18. Foi, igualmente, ressaltado, que há no texto do dispositivo supracitado, nítida vinculação entre os titulares dos certificados e as respectivas posições de títulos detidas na data da convocação. Caso contrário, não haveria necessidade de que o texto do dispositivo fizesse menção aos “títulos de securitização”, bastando a referência aos “detentores” ou “investidores”.

19. Do mesmo modo, esta área técnica manifestou o entendimento de que a interpretação proposta pela Consulente - de que seria lícito que investidores aumentassem indiscriminadamente suas posições de CRI, após a publicação da ordem do dia da AGT, visando influenciar o resultado de deliberações em que tivessem eventual interesse - criaria estímulo a atos oportunistas e à arbitragem regulatória, com o condão de comprometer a higidez do mercado de títulos de securitização.

20. Comunicamos, ainda, que o item 12.8.2 do Termo de Securitização da Emissão, utilizado pela Fortesec como principal argumento na defesa de sua interpretação, ao dispor que “[s]erá considerada parte legítima para comparecer e votar nas Assembleias o investidor que for titular de CRI na data de realização da Assembleia, mesmo que um outro investidor tenha sido titular de referido CRI na data de convocação da Assembleia”, contraria, frontalmente, o disposto no art. 31 da RCVM 60. Referido item ao contraditar a RCVM 60 se torna ineficaz/nulo e não poderia produzir efeitos.

21. Quanto ao art. 30, §1º, foi esclarecido que o texto faz referência,

somente, à quantidade de votos representativa da participação de cada investidor em relação ao patrimônio separado; não fazendo qualquer menção à data de corte, que está delimitada pelo art. 31, que vem a seguir, como sendo a data da convocação da assembleia. Ou seja, a leitura conjunta dos dispositivos permite concluir que o voto do investidor deve ser representado pelo percentual do patrimônio separado por ele detido na data da convocação da AGT.

22. Relativamente à utilização de forma subsidiária, pela Recorrente, do Relatório da Audiência Pública SDM/CVM nº 07/2014, para sugerir que *"a CVM deixou claro que a limitação do exercício do direito de voto a titulares de cotas na data da convocação decorre apenas da existência de dificuldades operacionais para identificar os cotistas na data da assembleia, e que o ideal mesmo é que cotistas registrados na data de realização da assembleia possam votar"*, esta área técnica consignou por meio do Ofício 12 sua discordância com tal afirmação.

23. Nesse sentido, observou-se que a proposta veio da B3 no âmbito do Relatório de Audiência Pública SDM/CVM nº 07/2014 (item 3.9.7), sobre a edição da então Instrução CVM nº 571, para os FII, com sugestão de *"alteração do caput do art. 22 da Instrução CVM nº 472, de 2008, para prever que somente poderão votar na assembleia geral os cotistas inscritos no registro de cotistas na data de realização da assembleia, e não aqueles inscritos na data de convocação"*, para que fosse *"assegurado o direito de voto àqueles que adquirem cotas após a convocação das assembleias gerais"*, aproximando *"o mecanismo aplicável aos FII daquele existente para as companhias abertas"*.

24. Na ocasião, esta CVM entendeu que *"a proposta apresentada pela BM&FBOVESPA [i.e., B3] aproximaria as regras aplicáveis aos fundos de investimento imobiliário daquelas atualmente vigentes para as companhias abertas, bem como apresentaria como benefício a representação dos interesses dos efetivos cotistas do fundo na data de tomada da decisão"*, contudo, reconheceu que *"a modificação do art. 22, da Instrução CVM nº 472, de 2008, requereria a adaptação de procedimentos operacionais observados pelos administradores de fundos de investimento imobiliário e que não foram detalhadamente discutidos no âmbito desta audiência pública"*. Do mesmo modo, esta Autarquia depreendeu que *"a alteração dessa regra mereceria uma reflexão mais profunda acerca do mecanismo de consulta formal, o qual depende do envio de notificação aos cotistas do fundo na data da convocação da assembleia (e não aos cotistas do fundo na data de realização da reunião)"*.

25. Vale destacar que a dinâmica aplicável às assembleias de CRI e CRA buscou, desde o início, replicar o modelo adotado para os FII, sendo que a redação das normas é similar. Por exemplo, o disposto no parágrafo único, art. 16, do Anexo Normativo III à Resolução CVM 175, que trata dos percentuais para aprovação de matérias, deixa claro que estes devem ser considerados e apurados na data da convocação:

*"Os percentuais referidos nos incisos do caput devem ser determinados com base no número de cotistas indicados no registro de cotistas na data de convocação da assembleia, cabendo ao administrador informar no edital de convocação qual será o percentual aplicável nas assembleias que tratem das matérias sujeitas à deliberação por quórum qualificado."*

26. Nesse sentido, apesar de a proposta da B3 não ter sido acatada, a CVM pontuou que a sugestão *"poderá vir a ser objeto de futuras ponderações"*; e concluiu esclarecendo que *"para viabilizar o cumprimento da regra prevista no atual art. 22 da Instrução CVM nº 472, de 2008, compete ao administrador solicitar ao escriturador, na data da convocação das assembleias gerais, a relação dos cotistas que dela poderão participar, considerando nessa relação os cotistas cujas operações*

de compra e venda de cotas tenham sido liquidadas até o dia imediatamente anterior à divulgação do edital de convocação".

27. Desse modo, a SSE entendeu que a possibilidade defendida pela Consulente só poderia se concretizar com a alteração do art. 31 da Resolução CVM nº 60/21. Haja vista que a Lei 14.430/22 - que dispõe sobre as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de Certificados de Recebíveis, entre outras matérias - estabelece, em seu art. 19, que “[c]ompete à CVM editar as normas sobre a emissão pública de Certificados de Recebíveis e outros valores mobiliários representativos de operações de securitização de tais direitos”.

28. Por fim, a área técnica concluiu que, à luz do disposto no art. 31 da Resolução CVM nº 60/21, só poderão votar em assembleia de títulos de securitização os investidores detentores de títulos na data da convocação da assembleia, sendo que o número (i.e., proporção) de votos a serem exercidos por titular deverá ser calculado na data da convocação da mesma.

#### **IV - RECURSO**

29. Nesse cenário, a Fortesec interpôs, em 19/07/2024, de forma tempestiva, Recurso contra o entendimento manifestado pela SSE no Ofício 12.

30. A Recorrente, preliminarmente, argumenta que a prática adotada - com base em interpretação do art. 31 da RCVM 60 - pela Oliveira Trust, na AGT de 18/10/2023, desconsiderando do cômputo dos votos dos titulares de CRI “parcela dos CRI de titularidade do [REDACTED]”, sob o argumento de que esses títulos não poderiam ser incluídos no quórum de deliberação por terem sido adquiridos após a data de convocação da Assembleia” estaria “[e]m dissonância com a prática historicamente adotada nas assembleias do CRI Aquan Prime”.

31. A Fortesec sustenta que “essa interpretação, além de contrária à que sempre se adotou nas assembleias do CRI Aquan Prime”, dado que “usualmente sempre se levou em consideração, para o cálculo do quórum, a posição dos titulares de CRI na data mais próxima da realização da assembleia - isto é, à véspera do conclave”, redundou na alteração do “resultado da deliberação justamente por desconsiderar parcela dos votos do [REDACTED]”. E, desse modo, “contrastava com a prática adotada em todas as assembleias anteriores de titulares do CRI Aquan Prime e de outras operações de emissão da Fortesec, inclusive aquelas que têm a Oliveira Trust como agente fiduciário, que sempre validou a metodologia da Recorrente”.

32. O representante do [REDACTED], no mesmo rumo, “manifestou sua irrisignação com a nova interpretação dada pela Oliveira Trust à forma de contagem dos votos. Apontou que ela não observaria nem a regulamentação aplicável nem o termo de securitização do CRI Aquan Prime”.

33. Diante do ocorrido, o Agente Fiduciário “suspendeu os trabalhos e, ao retomá-los, manteve seu posicionamento, comprometendo-se”, no entanto, a submeter a controvérsia a esta CVM e, segundo a Recorrente, “suspender os efeitos das deliberações assembleares tomadas até que houvesse uma decisão da autarquia quanto ao tema”.

34. Na sequência, a Recorrente reitera os argumentos previamente apresentados na Consulta:

(i) “ao afirmar que “[s]omente podem votar na assembleia especial os investidores detentores de títulos de securitização na data da convocação da assembleia” (destacou-se), o art. 31 da Resolução CVM nº 60/2021 estabelece apenas quais investidores estariam aptos a exercer o direito de voto em tais

*assembleias, e não qual posição deve ser considerada para esses feitos. Em outras palavras, o referido dispositivo trata apenas da identidade dos investidores que podem votar, e não da quantidade de títulos com que podem votar”;*

*(ii) “o item 12.8.2 do Termo de Securitização prevê que “[s]erá considerada parte legítima para comparecer e votar nas Assembleias o investidor que for titular de CRI na data de realização da Assembleia, mesmo que um outro investidor tenha sido titular de referido CRI na data de convocação da Assembleia”;*

*(iii) “mesmo que o Termo de Securitização nada dispusesse sobre a matéria, o correto seria considerar as posições mais recentes detidas pelos investidores, de modo a refletir sua real participação na emissão e a representar fielmente a vontade da coletividade dos titulares”;*

*(iv) “a posição atualizada dos investidores representa de forma mais fidedigna a participação no patrimônio separado, em estrita observância ao art. 30, §1º, da Resolução CVM nº 60/2021, que estabelece que “[p]ara efeitos de cômputo de quórum e de manifestação de voto, a cada investidor cabe a quantidade de votos representativa de sua participação no patrimônio separado”;*

*(v) “o Termo de Securitização prevê, no item 12.5 que “[a]plicar-se-á à Assembleia Geral, no que couber, o disposto na Lei 9.514 e na Lei das Sociedades por Ações, a respeito das assembleias de acionistas”<sup>13</sup>. Embora tais diplomas sejam silentes quanto ao tema, é prática consagrada a verificação da posição dos investidores em data tão próxima da realização do conclave quanto possível”;*

*(vi) “ao tratar do art. 70 da Resolução CVM nº 175/2022 (que disciplina a assembleia de fundos de investimento), a CVM deixou claro que a limitação do exercício do direito de voto a titulares de cotas na data da convocação decorreria apenas da existência de dificuldades operacionais para identificar os cotistas na data da assembleia, e que o ideal mesmo é que cotistas registrados na data de realização da assembleia possam votar”;*

*(vii) “ao discorrer sobre o cômputo de votos à distância em assembleia de acionistas, a CVM indicou expressamente que “se o acionista alienar ações entre a data da transmissão da instrução de voto (boletim de voto a distância) e a data da assembleia, somente devem ser computados os votos das ações que permanecerem em sua propriedade, sendo competência da companhia a verificação deste saldo no momento da assembleia””.*

35. Em suma, a Fortesec “discorda da posição adotada pela SSE. No entendimento da Recorrente, a interpretação sugerida no Ofício avança de forma indevida sobre os contornos do art. 31 da Resolução CVM nº 60/2021, é inconsistente do ponto de vista sistêmico com a regulamentação da CVM, além de criar distorções no mercado”.

36. A Recorrente, a seguir, sugere “que o presente recurso deveria ser provido com base tão-somente nos fundamentos já apresentados na consulta formulada à SSE” e transcritos acima, contudo, aproveita a oportunidade “para reforçar os motivos pelos quais o cômputo dos votos dos titulares de CRI deve ser realizado em consideração à data mais próxima possível da realização do conclave”.

37. Após breve digressão sobre a disciplina jurídica das assembleias de investidores, onde reforça a noção de que as “regras assembleares constituem o instrumento jurídico pelo qual são organizadas e se fazem convergir as vontades individuais dos investidores” e que a “assembleia geral de titulares de CRI também é alçada a órgão supremo do patrimônio separado, a que competem as decisões mais importantes da vida da operação”, a Recorrente argumenta que a “contagem dos votos deve ser realizada justamente conforme a posição do investidor no momento da assembleia. Fixar essa posição com referência a um momento anterior, não

*havendo necessidade ou impedimento de ordem prática, vai de encontro ao fundamento e aos pressupostos de um processo coletivo de deliberação”.*

38. Desse modo, segundo a Recorrente, *“a decisão da SSE, ao se deparar com duas interpretações possíveis ao art. 31 da Resolução CVM nº 60/2021, buscou privilegiar aquela que mais distanciaria a assembleia da vontade real da maioria dos investidores na data da realização do conclave. O Ofício vai, nesse sentido, contra as tendências regulatórias de aproximação da assembleia à real composição da operação e o faz, em nossa opinião, também sem fundamento no quanto disposto na própria norma”.*

39. Afirma ainda que a interpretação da área técnica de que o disposto no art. 31 da RCVM 60 expressa uma *“clara vinculação entre os investidores dos certificados e suas respectivas quantidades de títulos detidas na data da convocação”* não condiz com o texto da norma, que *“em nenhum momento estabelece uma vinculação entre a data da convocação e o cálculo da participação dos investidores; o dispositivo trata apenas de quais investidores podem participar da assembleia”.*

40. Nessa esteira, a Recorrente infere que *“a referência normativa a representantes legais e procuradores, que se segue à referência aos próprios investidores, deixa claro que o propósito do dispositivo é tratar da identidade de quem pode votar. Fosse outro o objetivo da norma, não haveria razão para referir esses outros sujeitos”.* E que *“o objetivo da norma com a referência à “data de convocação da assembleia” deve ser igual e coerentemente interpretado à luz da referência subsequente[:]*”há menos de 1 (um) ano”.* Em ambos os casos, o que a norma quer com o emprego desses complementos é, apenas e tão-somente, *qualificar o termo anterior”.**

41. No mesmo rumo, a Recorrente deduz que a *“interpretação proposta pela SSE, portanto, contraria os princípios da hermenêutica jurídica: não se pode adicionar palavras onde elas não existem – especialmente quando se trata de regulamentação do mercado de capitais, em que a previsibilidade e segurança, basilares para seu bom funcionamento, decorrem primordialmente da interpretação textual dos comandos normativos expedidos pela autarquia”.*

42. Alega, ainda, que *“a decisão recorrida criaria distorção relevante entre a vontade coletiva manifestada na assembleia e a maioria efetiva, tendo em vista a distância temporal que impõe entre a contagem dos votos e a realização do conclave. Afinal, nos termos do art. 26, §1º, da Resolução CVM nº 60/2021, o prazo para convocação da assembleia deve respeitar, no mínimo, 20 dias de antecedência”.*

43. Para a Recorrente, *“é o §1º do art. 30 da Resolução CVM nº 60/2021 que disciplina o aspecto quantitativo da definição da participação do investidor e estabelece o critério a ser seguido para cômputo dos direitos políticos dos titulares de CRI”:*

*“Para os efeitos de cômputo de quórum e de manifestação de voto, a cada investidor cabe a quantidade de votos representativa de sua participação no patrimônio separado”. [RCVM 60; Art. 30, §1º]*

44. Nesse caso, a Recorrente entende que *“o dispositivo associa a contagem dos votos de um investidor à proporção da sua participação no patrimônio separado, também sem impor ou cravar a data base a ser considerada. [...] Ao não estabelecer uma data para essa contagem, é natural que se entenda que o comando normativo buscou garantir (ou no mínimo favorecer ou permitir, visà-vis alternativas mais extemporâneas) a seleção da data mais próxima possível da realização da assembleia”.*

45. Cita, ainda, subsidiariamente, o Ofício Circular/Anual-2024- CVM/SEP, item 7.2.7, e o art. 6º, §2º, da Resolução CVM nº 81/2021, que faculta ao acionista de companhia aberta “comprovar a sua condição de sócio no momento da realização da assembleia”; onde “*diferentemente das operações de CRI – que usualmente se concentram em poucos investidores –, é comum que existam milhares e milhares de acionistas*”. Para com fundamento nesses argumentos concluir que “[n]ão existe nenhuma diferença ontológica entre essas diferentes assembleias que justifique um tratamento distinto para a mesma matéria, cabendo à CVM proteger a coerência sistêmica de sua regulamentação”.

46. Em seguida reitera a justificativa de que o “*presente Recurso deve considerar também o item 12.8.2 do Termo de Securitização, que é explícito ao referir a data de realização da assembleia: “[s]erá considerada parte legítima para comparecer e votar nas Assembleias o investidor que fortitular de CRI na data de realização da Assembleia, mesmo que um outro investidor tenha sido titular de referido CRI na data de convocação da Assembleia*””. [grifou-se]

47. Sugere, no entanto, que “[a]inda que esse não fosse o caso, é de se reconhecer, no mínimo, que o art. 31 da Resolução CVM nº 60/2021 é obscuro e comporta dúvidas legítimas sobre o seu real significado – a ponto de o próprio agente fiduciário reconhecê-lo no curso da Assembleia e se comprometer a consultar esta CVM”.

48. E, ato contínuo, insinua que a afirmação desta área técnica de que a possibilidade de o “*investidor aumentar a sua posição entre a data da convocação e a da assembleia, propositadamente, para influenciar a deliberação*” poderia comprometer a higidez deste mercado, teria na verdade, efeito contrário ao tornar “*aptos a votar investidores que à altura da assembleia já não detenham um CRI sequer*”. Fenômeno este denominado “empty voting”; e que contraria a “*lógica que disciplina o próprio funcionamento da assembleia*”.

49. Por fim, a Recorrente “*requer que o Colegiado confirme que o quórum de deliberação da Assembleia deveria ter se baseado nas posições dos titulares dos CRI mais próximas possíveis de sua realização – isto é, nas posições da véspera –, e não na data de convocação da Assembleia*”.

## **V - CONSIDERAÇÕES DA ÁREA TÉCNICA**

50. Preliminarmente, esta SSE adianta a sua opinião pelo indeferimento do recurso, com base no exposto a seguir, pois entende como adequada a decisão do Agente Fiduciário de não incluir no cômputo do quórum e deliberações os votos referentes à parcela de certificados de recebíveis imobiliários adquiridos pelo investidor após a data da convocação da AGT de 18/10/2023, nos termos do disposto nos artigos 30, § 1º, e 31 da RCVM 60.

51. De início, cabe destacar que, diferentemente do que afirma a Recorrente, o entendimento da SSE não cria um novo regramento ou traz insegurança jurídica sobre a matéria. Em contrário, a SSE tem convicção de que o seu entendimento é prática adotada pelo mercado, haja vista que o próprio Agente Fiduciário da emissão, que atua em diversas outras emissões de securitização, agiu de pronto para corrigir o quórum de deliberação com base na prática de mercado.

52. Ainda, cumpre destacar a percepção desta SSE de que, considerando a baixa liquidez dos CRI, é incomum a mudança de posição com compras ou vendas significativas de certificados pelo investidor entre a data da convocação e a data da realização da assembleia. Assim, o entendimento que vem sendo adotado pelo Agente Fiduciário e, repisa-se, a prática de mercado, não havia sido questionada até o momento.

53. Dito isto, procede-se à análise dos dispositivos que disciplinam a data de corte - com referência aos titulares e às respectivas posições de CRI detidas - para o exercício do direito ao voto em assembleia de titulares de títulos de securitização.

54. Esta SSE entende que a leitura conjunta dos artigos 30 e 31 da RCVM 60, que estão ordenados de forma consecutiva na norma em comento, claramente, foram inseridos no texto nessa ordem, com um objetivo específico: dar um sentido claro ao teor dos dois dispositivos, que só pode ser obtido através de sua leitura conjunta e ordenada. Veja-se:

*Art. 30. As deliberações da assembleia especial de investidores são tomadas por maioria de votos dos presentes, sem prejuízo do disposto no § 3º deste artigo*

*§ 1º Para os efeitos de cômputo de quórum e de manifestação de voto, a cada investidor cabe a quantidade de votos representativa de sua participação no patrimônio separado. [...]*

*Art. 31. Somente podem votar na assembleia especial os investidores detentores de títulos de securitização na data da convocação da assembleia, seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos há menos de 1 (um) ano. [grifamos]*

55. A propósito, qual seria a interpretação adotada pela Recorrente ao defender que o quórum de deliberação na AGT “*deveria ter se baseado nas posições dos titulares dos CRI mais próximas possíveis de sua realização – isto é, nas posições da véspera –, e não na data de convocação da Assembleia*”? A Recorrente parece não aceitar a imposição de que na leitura da norma se busque respeitar o sentido integrado e associativo de todos comandos nela contidos.

56. Teria, então, a Recorrente empregado a interpretação “literal”, que busca o sentido normativo nas regras da língua; ou a interpretação histórica, a analógica, a sistemática; ou, ainda, a teleológica, que permite determinadas liberdades interpretativas na busca do objetivo desejado, mesmo quando o objetivo pode refletir um interesse pessoal?

57. Esta área técnica adotou o “princípio da parcimônia”, ou seja, por meio da utilização da menor quantidade de premissas em busca da melhor solução, e, assim, propõe a utilização de duas interpretações: (i) a “autêntica”, que provém do Regulador, que é o redator e editor da regra, e, portanto, reflete o objeto e o espírito da norma; e (ii) a “literal” que busca extrair o significado óbvio, imediato, das palavras empregadas no texto.

58. Na visão da SSE, não há, com efeito, como dissociar o significado do art. 30, § 1º, do disposto no art. 31, caput, ambos da RCVM 60. Para isso, basta que se faça a leitura dos dois comandos de forma conjunta e sucessiva:

*“Para os efeitos de cômputo de quórum e de manifestação de voto, a cada investidor cabe a quantidade de votos representativa de sua participação no patrimônio separado”.*

*“Somente podem votar na assembleia especial os investidores detentores de títulos de securitização na data da convocação da assembleia, seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos há menos de 1 (um) ano. [grifos nossos]*

59. Nessa perspectiva, esta SSE presume que não faria nenhum sentido inserir os dois dispositivos supra, em artigos subsequentes, na RCVM 60, se não fosse com o intuito de que ambos os comandos sejam conjuntamente/associadamente interpretados e respeitados.

60. A esta altura, esta área técnica entende que os argumentos apresentados já seriam suficientes para elucidar qualquer dúvida acerca da matéria. Contudo, há outra justificativa elaborada pela Recorrente, para fundamentar sua

tese, que também chamou a atenção.

61. Nesse caso, a Recorrente solicita *“que essa d. CVM reconheça que o quórum de deliberação da Assembleia deveria ter se baseado nas posições dos titulares dos CRI mais próximas possíveis de sua realização – isto é, nas posições da véspera, em linha com a prática adotada pela Securitizadora e validada diversas vezes pela Oliveira Trust – e não na data de convocação da Assembleia, em direta observância da cláusula 12.8.2. do Termo de Securitização [abaixo] e da regulamentação aplicável”*:

*12.8.2. Será considerada parte legítima para comparecer e votar nas Assembleias o investidor que for titular de CRI na data de realização da Assembleia, mesmo que um outro investidor tenha sido titular de referido CRI na data de convocação da Assembleia. [grifamos]*

62. Ora, na visão desta SSE o teor do item 12.8.2 contraria, frontalmente, o disposto no art. 31 da RCVM 60, haja vista que referido comando, ao contrariar norma cogente, como a RCVM 60, torna-se ineficaz/nulo e inapto a produzir efeitos.

63. Ao mesmo tempo, a Recorrente faz alusão, ainda que subsidiariamente, ao Ofício Circular/Anual-2024- CVM/SEP, item 7.2.7, e o art. 6º, §2º, da Resolução CVM nº 81/2021, que faculta ao acionista de companhia aberta *“comprovar a sua condição de sócio no momento da realização da assembleia”*; onde *“diferentemente das operações de CRI – que usualmente se concentram em poucos investidores –, é comum que existam milhares e milhares de acionistas”*. Para com fundamento nesses argumentos concluir que *“[n]ão existe nenhuma diferença ontológica entre essas diferentes assembleias que justifique um tratamento distinto para a mesma matéria, cabendo à CVM proteger a coerência sistêmica de sua regulamentação”*.

64. Sobre esse ponto cabem dois comentários. O primeiro, é que a adoção subsidiária de outras normas só é empregada quando a regra específica é silente sobre a matéria. Não há, assim, sentido em se adotar normas que disciplinam outros ativos, ou classes de ativos, de forma a se sobrepor à norma especificamente editada para o ativo em comento. Principalmente, não há sentido em se comparar os certificados com as ações, que são ativos que geralmente possuem média/alta liquidez e com dinâmica própria de assembleia.

65. Em segundo lugar, o argumento de que a utilização da data da assembleia como data de corte para validação do direito ao voto, ocorre em assembleias de companhias abertas onde *“diferentemente das operações de CRI – que usualmente se concentram em poucos investidores –, é comum que existam milhares e milhares de acionistas”* serve, na verdade, para confirmar o fato de que nos mercados *“que usualmente se concentram em poucos investidores”* a possibilidade de manipulação de resultados de deliberações assembleares, baseada em arbitragem regulatória, através da aquisição oportunista de uma quantidade limitada de certificados de recebíveis, entre a data da convocação e data da realização da assembleia, é infinitamente superior à de influenciar o resultado de deliberações em assembleias de ativos de alta liquidez e com grande número de investidores.

66. Do mesmo modo, a afirmação da Recorrente de que o *empty voting* - i.e., a possibilidade de que investidores que alienaram suas posições entre a data da convocação e a data da realização da assembleia, possam votar sem possuir nenhum ativo - seria mais danoso à hignidade das assembleias do que a aquisição oportunista de ativos visando influenciar as deliberações, nos parece sem sentido, pois não haveria razão ou motivação para que investidores desprovidos de ativos se dessem ao trabalho de comparecer a assembleias, presenciais ou digitais, para votar.

67. Contudo, a situação de um investidor que venha a votar na assembleia sem possuir o ativo na data, apesar de singular, se equipara a situação de um investidor que vota na assembleia por ter adquirido títulos momentos antes sem ter sido convocado para participar, pois, na data da publicação do edital de convocação não era investidor. Portanto, ambas as situações possuem suas particularidades ou imperfeições, não cabendo, assim, justificar a adoção do método defendido pela Recorrente como um método melhor sob essa ótica.

68. Ainda sobre a interpretação literal do texto normativo, esta área técnica reitera que não é coerente que a norma determine a data da convocação como a "data de corte" para estabelecer quais investidores estão aptos a votar e, por outro lado, estabeleça a data da assembleia como a "data de corte" para fins do cálculo da representatividade do investidor para fins de quórum e deliberação. Ou seja, uma vez que a norma estabelece o critério da data da convocação para definição dos titulares aptos a votar, essa data deve também servir de parâmetro para fins de cômputo do número de votos por titular.

69. Portanto, a forma defendida pelo Recorrente deveria ensejar uma alteração normativa para que, além de utilizar a representatividade do investidor na data da assembleia, a norma também permita que todos aqueles que são investidores nessa data possam votar.

70. No que diz respeito à alegação da Recorrente, baseada no Relatório de Audiência Pública SDM/CVM nº 07/2014 ("Relatório de Audiência"), de que *"a CVM deixou claro que a limitação do exercício do direito de voto a titulares de cotas na data da convocação decorre apenas da existência de dificuldades operacionais para identificar os cotistas na data da assembleia, e que o **ideal** mesmo é que cotistas registrados **na data de realização da assembleia** possam votar"*, em primeiro lugar, cabe observar que referida audiência pública teve como objetivo aperfeiçoar aspectos da Instrução CVM nº 472/08, norma recém revogada de fundos de investimento imobiliário ("FII"), *"sobretudo quanto: i) à divulgação de informações periódicas e eventuais pelos administradores de FII; e ii) à governança dos fundos, aprimorando regras relacionadas à convocação, participação dos cotistas e tomada de decisões em assembleias gerais, bem como atuação dos representantes de cotistas"*.

71. À época, esta CVM reconheceu que a proposta apresentada pela B3 *"aproximaria as regras aplicáveis aos fundos de investimento imobiliário daquelas atualmente vigentes para as companhias abertas, bem como apresentaria como benefício a representação dos interesses dos efetivos cotistas do fundo na data de tomada da decisão"*. Porém, identificou que **"a modificação do art. 22, da Instrução CVM nº 472, de 2008, requereria a adaptação de procedimentos operacionais observados pelos administradores de fundos de investimento imobiliário e que não foram detalhadamente discutidos no âmbito desta audiência pública"**. Do mesmo modo, esta Autarquia entendeu que **"a alteração dessa regra mereceria uma reflexão mais profunda acerca do mecanismo de consulta formal, o qual depende do envio de notificação aos cotistas do fundo na data da convocação da assembleia (e não aos cotistas do fundo na data de realização da reunião)**. [grifamos]

72. Deve ser destacado que a dinâmica aplicável às assembleias de CRI e CRA buscou replicar o modelo adotado para os FII. Nesse sentido, o disposto no parágrafo único, art. 16, do Anexo Normativo III à Resolução CVM 175, transcrito a seguir, que trata dos percentuais para aprovação de matérias em assembleias de FII, deixa claro que estes devem ser considerados e apurados na data da convocação: "Os percentuais referidos nos incisos do caput devem ser determinados com base no número de cotistas indicados no registro de cotistas na data de

convocação da assembleia, cabendo ao administrador informar no edital de convocação qual será o percentual aplicável nas assembleias que tratem das matérias sujeitas à deliberação por quórum qualificado." [grifamos]

73. Por conseguinte, apesar de a proposta da B3 não ter sido acatada, esta CVM pontuou que a sugestão "poderá vir a ser objeto de futuras ponderações" e concluiu, esclarecendo que "**para viabilizar o cumprimento da regra prevista no atual art. 22 da Instrução CVM nº 472, de 2008, compete ao administrador solicitar ao escriturador, na data da convocação das assembleias gerais, a relação dos cotistas que dela poderão participar, considerando nessa relação os cotistas cujas operações de compra e venda de cotas tenham sido liquidadas até o dia imediatamente anterior à divulgação do edital de convocação**"; buscando, desse modo, prover a devida simetria informacional a todos os participantes desse mercado. [grifamos]

74. Em vista disso, pode-se constatar que foi na estrutura regulatória criada para os FII, e não nos mercados de ações e/ou de debêntures, como argumenta a Recorrente, que foi procurada a inspiração e os subsídios para a regulamentação do mercado de securitização.

75. Some-se a isso, o fato de que, recentemente, foi editada a Resolução CVM nº 194/23 ("RCVM 194"), precisamente, com o objetivo de alterar a RCVM 60 nos pontos trazidos pelos participantes do mercado de securitização, sem que tenha havido qualquer menção ou proposta de alteração do art. 31 de referida norma.

76. Portanto, esta SSE considera que a interpretação da Recorrente para os argumentos apresentados no Relatório de Audiência Pública SDM/CVM nº 07/2014, não deve prosperar.

## **VI - CONCLUSÃO**

77. Em face de todo o exposto, esta SSE propõe que o Colegiado delibere pelo indeferimento do recurso e pelo reconhecimento de que a redação dos arts. 30, § 1º, e 31, da Resolução CVM nº 60/21, impõem a data da convocação da assembleia tanto para fins da elegibilidade dos investidores aptos a votar quanto para o cálculo das posições investidas que serão consideradas para fins de quórum e deliberação na data da assembleia.

78. Por fim, propomos que a relatoria seja conduzida por esta SSE.

Atenciosamente,

Luiz Alfredo Artmann Rangel

Analista - SSE

Bruno de Freitas Gomes

Superintendente de Securitização e Agronegócio - SSE



Documento assinado eletronicamente por **Bruno de Freitas Gomes Condeixa Rodrigues, Superintendente**, em 15/10/2024, às 18:35, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

---



Documento assinado eletronicamente por **Luiz Alfredo Artmann Rangel, Analista**, em 15/10/2024, às 18:37, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

---