



**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 8/2025/CVM/SSE/GSEC-1

São Paulo, na data de assinatura.

De: SSE/GSEC-1

Para: SGE

**Assunto: Pedido de dispensas de cumprimento de requisitos da RCVM 175 para FII - autorização para emissão de subclasses seniores e subordinadas e dispensa do art. 119, inciso II do § 1º e § 2º, da Parte Geral da Resolução CVM nº 175/2022 - Processo: 19957.001217/2025-22.**

Senhor Superintendente Geral,

1. Trata-se de dois pedidos relacionados ao Witex Fundo de Investimento Imobiliário Responsabilidade Limitada (“Fundo”), feitos em conjunto por Banco Genial S.A., Genial Gestão Ltda. e Brookfield Properties Brasil Realty Administrações de Imóveis Ltda. (“Administrador”, “Gestor”, e “Consultor Especializado”, respectivamente, e “Consulentes”, no conjunto), na forma a seguir:

a) Autorização para que o Fundo seja estruturado com ao menos duas subclasses diferentes, com estrutura de subordinação entre elas; e

b) Dispensa da aplicabilidade do inciso II, § 1º do art. 119 da Parte geral da Resolução CVM nº 175/2022, que trata sobre o reembolso de cotistas dissidentes da deliberação em assembleia de cotistas que tratar sobre incorporação, cisão, fusão ou transformação em classes fechadas.

Art. 119. As operações de incorporação, fusão, cisão e transformação devem observar as seguintes condições:

[...]

§ 1º No caso de incorporação, cisão, fusão ou transformação envolvendo classe fechada, o administrador deve:

[...]

II - acatar a solicitação de reembolso de cotas dos cotistas que

dissentirem da deliberação da assembleia de cotistas, se absterem ou não comparecerem à assembleia.

§ 2º O pedido de reembolso de cotas previsto no inciso II do § 1º deve ser formulado em até 10 (dez) dias após a comunicação da deliberação aos cotistas, e o pagamento do valor do reembolso realizado no máximo 10 (dez) dias após a solicitação do cotista.

2. A autorização pleiteada para que o Fundo seja estruturado com ao menos duas subclasses diferentes, sendo uma delas a subclasse sênior, visaria destinar aos investidores não qualificados, de varejo, condições especiais no recebimento de amortizações de cotas e na distribuição de lucros ao Fundo.

3. Já com relação à desejada inaplicabilidade do direito de reembolso citado, o interesse dos Consulentes estaria ligado ao próprio objetivo de constituição do Fundo e a potencial existência de futuras incorporações de outros fundos de investimento controlados por afiliadas do Consultor Especializado, em linha com a estrutura e a plataforma de investimentos que se pretende montar com este Fundo.

4. Os Consulentes solicitam, ainda, o envio do pedido ao Colegiado, caso o entendimento desta SSE seja pelo seu indeferimento:

3.1. Na hipótese de o entendimento desta SSE ser o de impossibilidade de concessão dos pedidos formulados no âmbito do Pedido de Dispensa e considerando a possibilidade de impacto dos pedidos para a indústria de fundos de investimento imobiliário como um todo, requer-se a esta D. CVM a remessa do requerimento para análise do D. Colegiado da CVM em caráter prioritário.

## **I - ARGUMENTOS APRESENTADOS PELA CONSULENTE**

5. No que tange ao pedido de autorização para que o Fundo seja estruturado com ao menos duas subclasses diferentes, os Consulentes expuseram as seguintes razões:

5.1. O Anexo Normativo III da Resolução CVM 175 não apresentaria vedações ou requisitos expressos para a existência de FIs com subclasses diferentes, ao contrário da Instrução da CVM 472, antigo normativo que tratava dos fundos imobiliários, que limitava a emissão de cotas com características distintas a fundos destinados exclusivamente a cotistas qualificados.

5.2. O mesmo Anexo permitiria a possibilidade de constituição de fundos imobiliários cujas classes estejam subdivididas, desde que disposto em seu respectivo regulamento, conforme trecho abaixo:

Art. 11. Em acréscimo às matérias previstas no art. 48 da parte geral da Resolução, o regulamento deve dispor sobre:

[...] IV - número de cotas a serem emitidas para a constituição do patrimônio inicial e sua divisão em subclasses, se for o caso.

5.3. Ainda, o art. 5º, § 5º, II, da Parte Geral da Resolução CVM nº 175 autoriza a diferenciação das subclasses por "*prazos e condições de amortização e resgate*" para qualquer público-alvo.

5.4. Considerando que a Resolução CVM 175 permite aos FIDCs, fundos com riscos hipoteticamente distintos e mais críticos do que aqueles associados a investimentos em ativos imobiliários, a oferta de cotas de fundos com subclasses diferentes ao público em geral, com a única restrição de não poder adquirir cotas subordinadas, não haveria motivo para que o mesmo não fosse possível no caso dos FIs, mantendo-se tal restrição.

5.5. A estruturação de um FII com subclasses que se diferenciariam pela subordinação quanto ao recebimento das amortizações e à distribuição de lucros do Fundo, em que a Subclasse Sênior seria destinada aos investidores não-qualificados de varejo, não agregaria riscos adicionais ao investimento.

5.6. Já haveria no mercado FIIs, registrados ainda sob a égide da Instrução CVM 472, cujas cotas estão listadas em bolsa que utilizam da estrutura de cotas sêniores e cotas subordinadas, tal como o BTHI11 (BTG PACTUAL HOTÉIS FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII, que prevê um “rendimento prioritário” aos cotistas sêniores, cabendo aos cotistas subordinados apenas distribuições excedentes ao rendimento prioritário.

6. No que se refere ao pedido de dispensa da aplicabilidade do direito de reembolso de cotistas, exposto no item ‘b’ do parágrafo 01 retro, os Consultentes trouxeram os seguintes principais argumentos:

6.1. A inserção de determinadas regras para todas as espécies de fundos de investimento, como a que trata do Direito de Reembolso disposto no art. 119, § 1º, inciso II em conjunto com seu prazo observado no § 2º, geraria uma problemática quando aplicável aos fundos estruturados e ilíquidos, o que poderia dificultar o exercício dos direitos de governança dos cotistas, conflitando com a natureza de determinado fundo, como o deste caso.

6.2. Neste sentido, ressaltaram que tal direito sempre esteve restrito a fundos cujos ativos eram líquidos - regrados sobretudo pela Instrução CVM 555 (artigo 134, §§1º e 2º), cujo conteúdo foi agora importado à Parte Geral da Resolução CVM 175. Naqueles casos, era plenamente justificável a previsão do Direito de Reembolso haja vista que a carteira dos “fundos 555” (atualmente, os fundos de investimento financeiros) é composta, via de regra, por ativos com liquidação financeira imediata ou ao menos programável, muitas vezes realizada em mercado organizado de bolsa ou balcão. Ainda que houvesse riscos de liquidez ou perda de patrimônio aos cotistas por conta da liquidação forçada dos ativos financeiros, atender ao reembolso em casos de discordância de deliberações em assembleia seria plenamente possível, sobretudo no prazo de 10 (dez) dias.

6.3. Dando continuidade ao raciocínio, alegaram que esta regra não se aplicava, no entanto, em relação aos fundos estruturados. Em especial no caso dos FIIs, a Instrução CVM 472 previa um regramento específico para os casos de incorporação, cisão, fusão ou transformação, impondo condições que faziam sentido econômico e jurídico do ponto de vista da proteção aos cotistas. Sabendo que os ativos da carteira de FIIs são ilíquidos por natureza, a Instrução CVM 472 se preocupava com outras questões típicas de carteiras imobiliárias, como, por exemplo, a necessidade de que os ativos estivessem com seu *valuation* atualizado na data do evento de reorganização, e a necessidade de que o administrador verificasse a compatibilidade da política de investimentos do fundo incorporador.

6.4. Defenderam que a aplicação de tal normativo a fundos ilíquidos poderiam gerar danos irreparáveis aos cotistas, tais como:

I - **Dificuldade na liquidação de ativos ilíquidos**: fundos como FIIs frequentemente investem em ativos não facilmente negociáveis (no caso do FII, imóveis, participações societárias, certificados de

recebíveis imobiliários, entre outros títulos ilíquidos).

II - **Desequilíbrio operacional e financeiro:** a necessidade de obter liquidez em um prazo tão curto de 10 (dez) dias pode comprometer a estratégia de investimento de longo prazo desses fundos, o que pode afetar negativamente o retorno esperado aos cotistas remanescentes e impor uma distorção na governança e gestão do fundo.

6.5. Por estes motivos, reforçaram que a determinação de um prazo de 10 (dez) dias para a devolução de valores aos cotistas dissidentes é incompatível com a realidade dos ativos que compõem a carteira da classe fechada de um FII, sobretudo considerando que o processo de venda de um imóvel, por exemplo, pode levar meses ou até anos.

6.6. Dentre as medidas adversas a que o fundo estaria sujeito, no caso de se fazer necessária uma liquidação rápida de ativos ilíquidos, citaram:

I - Venda de ativos a preços depreciados;

II - Financiamento emergencial ou contratação de dívidas ou empréstimos para fazer frente ao pagamento do reembolso aos cotistas dissidentes; e

III - Efeitos na estrutura de governança, uma vez que a pressão para atender o Direito de Reembolso de determinados cotistas em um curto prazo pode afetar diretamente as decisões de gestão do fundo sem guardar o devido dever fiduciário do gestor que, no limite, leva ao não atendimento ao melhor interesse do cotista.

6.7. Finalizaram alegando que, historicamente, sobretudo quando observadas operações mais recentes, processos de incorporações de FIIs nunca tiveram previsão do Direito de Reembolso automático para cotistas que não votaram a favor da incorporação ou que se abstiveram. Em operações recentes não houve qualquer previsão de Direito de Reembolso, com todas as decisões tendo sido aprovadas em Assembleia Geral de Cotistas, de modo que os cotistas do fundo incorporado passaram a integrar o novo fundo de forma automática sem nenhum prejuízo àqueles que se opuseram à incorporação.

## II - ANÁLISE SSE/GSEC-1

### **Subclasses de cotas em FIIs:**

7. Conforme os próprios Consulentes lembraram em suas colocações, a divisão de cotas em subclasses diferentes é algo permitido pela Resolução CVM 175 para fundos imobiliários, não havendo, entretanto, a mesma previsão para estrutura de subordinação entre elas para o público de investidores em geral.

8. Os Consulentes invocam o art. 5º, § 5º, II, da Parte Geral da Resolução CVM nº 175 como uma possibilidade para a criação da estrutura de subordinação. Contudo, o referido dispositivo deve ser lido em conjunto com o § 6º, conforme reproduzido abaixo:

*"§ 5º As subclasses de cotas podem ser diferenciadas exclusivamente por:*

*I - público-alvo;*

*II - prazos e condições de aplicação, amortização e resgate; e*

*III - taxas de administração, gestão, máxima de distribuição, ingresso e saída.*

*§ 6º As subclasses de classes restritas podem ser diferenciadas no regulamento por outros direitos econômicos e direitos políticos. "*

9. Assim, no entendimento desta SSE, a estrutura de subordinação e senioridade entre as classes de cotas só se aplica às classes restritas de FII, o que inclui aquelas investidas por investidores qualificados. Trata-se de diferenciação dos direitos econômicos entre as classes e não de simples prazos e condições de aplicação, amortização e resgate, com os Consulentes induzem no seu entendimento do § 5º, inciso II.

10. Esse entendimento se alinha com os dispositivos da Instrução CVM nº 472, revogada. Ou seja, no entendimento desta SSE, nada foi alterado na estrutura de possibilidades para as subclasses de FII e não houve inovação nesse sentido com o Anexo Normativo III, e nem poderia, haja vista a ausência de consulta pública sobre o tema, como explorado adiante. O art. 55, V, da Instrução CVM nº 472, dispunha da seguinte forma:

*"Art. 55. O fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados, desde que previsto em seu regulamento, pode:*

*(...)*

*V - prever a existência de cotas com direitos ou características especiais quanto à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos periódicos, no reembolso de seu valor ou no pagamento do saldo de liquidação do fundo; e*

*VI - prever a existência de classes de cotas com distintos critérios quanto à fixação da taxa de administração e de performance, definindo suas respectivas bases de cálculo"*

11. A revogação da Instrução CVM nº 472 e a edição do Anexo Normativo III não buscaram trazer significativas inovações, mas apenas promoveram adaptação dos FII ao novo regime de prestadores de serviços essenciais e a estrutura de um condomínio de natureza especial de que dispôs o Código Civil. O Anexo Normativo III não passou por um processo normativo completo, como ocorreu com a revogação da Instrução CVM nº 555 e Instrução CVM nº 356, que culminou com a edição da Parte Geral e dos Anexos I e II à Resolução CVM nº 175.

12. Tanto a Parte Geral da Resolução CVM nº 175 quando os Anexos Normativos I e II foram objeto de consulta pública, com amplo debate e recebimento de comentários, que demandaram ajustes finais previamente as suas edições. Não foi o caso do Anexo Normativo III e outros que apenas foram objeto de consolidação.

13. Observa-se, assim, que a autorização que o art. 55, V, da Instrução CVM nº 472 conferia aos FII voltados para investidores qualificados previa a possibilidade de cotas com direitos e características especiais quanto à ordem de preferência no pagamento, ou seja, exatamente a estrutura de subordinação pretendida.

14. Nesse sentido, esta área técnica considera que não seria possível interpretar que o art. 5º, § 5º, II, da Parte Geral da Resolução CVM nº 175 permite o uso da mesma estrutura, haja vista que os prazos e condições de amortização e resgate não implicam em ordens distintas de preferência na amortização e resgate (subordinação) o que só os diferentes direitos econômicos entre classes podem conferir, conforme § 6º do mesmo artigo.

15. Uma inovação no sentido de se permitir subclasses subordinadas e seniores em FII voltados para o público em geral, na visão desta SSE, demandaria um debate mais amplo por meio de consulta pública. Além disso, seria necessário replicar, com adaptações, as regras da norma de FIDC que se encontram exclusivamente previstas no Anexo Normativo II e não na Parte Geral, haja vista que a Parte Geral permite tal estrutura apenas para classes restritas, como mencionado anteriormente. Necessariamente, ainda, os FII deveriam contar com um regime informacional específico, semelhante ao dos FIDC.

16. O Anexo II da norma traz uma série de detalhes a respeito da estrutura

de subordinação de subclasses para os FIDCs, e os arts. 2º (incisos VIII, IX, X e XV), 8º (§ 1º, § 2º e § 3º), 13 ao 17, 20, 28, 33, 55, e 57 são exemplos disso.

17. Importante lembrar que um pedido de autorização como o aqui analisado, que visa estruturar fundo com características distintas das previstas em norma, deve trazer elementos de fundamentação que sejam circunscritos, exclusivos e não permitam a replicação ampla das suas condições frente a todos os participantes do mercado, de modo a não atingir de forma generalizada algo que deveria ter impacto restrito a poucos casos.

18. Não é o que se verifica no presente caso, pois, autorizar a estrutura proposta nas condições e pelas razões expostas seria praticamente o mesmo que implementar uma alteração da própria norma, na medida que ela alcançaria todos os FII, o que foge do escopo de um pedido de dispensa e pode ser melhor acomodado no âmbito de um processo de alteração normativo. Aliás, há na agenda regulatória de 2025 desta Autarquia um projeto de ajustes no Anexo Normativo III.

19. Adicionalmente, a respeito da alegação dos Consulentes de que já haveria no mercado FIIs, cujas cotas estão listadas em bolsa e que utilizam da estrutura de cotas sêniores e cotas subordinadas, verifica-se que o fundo mencionado, BTG PACTUAL HOTÉIS FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII, de acordo com seu regulamento, tem como público-alvo "investidores qualificados", o diferenciando do caso objeto do presente pedido de dispensa.

20. Nesse sentido, como já pontuado, o §6º do art. 5º da Parte Geral da Res. CVM 175 permite que "*as subclasses de classes restritas podem ser diferenciadas no regulamento por outros direitos econômicos e direitos políticos*". Assim, enquanto o presente pedido envolve oferta de cotas a investidores em geral, o exemplo citado trata de fundo destinado a investidores qualificados, grupo tratado de forma diferenciada pela norma.

### **Direito de reembolso em FIIs**

21. Antes de adentrar na análise do direito de reembolso de cotistas de fundos de investimento propriamente dito, vale destacar direito equivalente previsto para as sociedades por ações, denominado pela Lei 6.404/76 como "direito de retirada", frisa-se, direito garantido desde sua criação em 1976, conforme trechos da norma transcritos a seguir:

Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, do total de votos conferidos pelas ações com direito a voto, se maior quórum não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre:

(...)

IV - fusão da companhia, ou sua incorporação em outra;

(...)

VI - incorporação da companhia em outra, sua fusão ou cisão;

(...)

IX - cisão da companhia;

(...)

Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas:

(...)

22. Verifica-se inclusive um direito a reembolso aqui também, neste caso

vinculado ao valor correspondente às ações do acionista dissidente, vinculado ao direito de retirada.

23. Relevante destacar o quão importante este direito é para a legislação. No entendimento desta área técnica, o direito de retirada (ou de recesso) pode ser considerado um direito essencial e irrenunciável do acionista, não podendo ser privado nem mesmo pelo estatuto social da companhia ou pela assembleia geral. De acordo com o art. 109, § 2º, da Lei 6.404/76, os direitos essenciais do acionista incluem a participação nos lucros sociais, a participação no acervo da companhia em caso de liquidação, a fiscalização da gestão dos negócios sociais, a preferência para subscrição de ações e o **direito de recesso ou de retirada**.

24. Isto se explica pelo fato de tais operações societárias, ainda que comuns no âmbito empresarial, poderem afetar sobremaneira os direitos dos acionistas. O direito de recesso ou retirada surge então como uma forma de proteger os acionistas que discordam dessas operações, permitindo-lhes se retirar da sociedade e receber o valor correspondente às suas ações.

25. Em paralelo a isso, como os próprios Consulentes citaram, a Instrução CVM 555/2014, que dispunha sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações de todos os fundos de investimento, seguindo na mesma linha de garantias dada pela Lei das S.A., também trazia em seu escopo sua versão de “direito de retirada”, o direito ao reembolso, mais tarde transposto para a Resolução CVM 175, conforme constam nos seguintes trechos:

*"Art. 134. São permitidas as operações de incorporação, fusão e transformação de fundos nas seguintes condições:*

*(...)*

*§ 1º No caso de incorporação, cisão ou fusão envolvendo fundo organizado sob a forma de condomínio fechado, o administrador deve proceder às alterações de regulamento nos termos do art. 45 e acatar a solicitação de reembolso de cotas dos cotistas que dissentirem da deliberação da assembleia geral, se abstiverem ou não comparecerem à assembleia.*

*§ 2º O pedido de reembolso de cotas previsto no parágrafo anterior deve ser formulado em até 10 (dez) dias após a comunicação da deliberação aos cotistas, e o pagamento do valor do reembolso realizado no máximo 10 (dez) dias após a solicitação do cotista."*

26. Importante mencionar que tal Instrução, ao contrário do que defenderam os Consulentes, era de obrigatoriedade a todo e qualquer fundo de investimento, não somente a “fundos cujos ativos eram líquidos” ou que não se aplicava aos “fundos estruturados” (parágrafos 6.2 e 6.3 retro). Seu primeiro parágrafo é bastante claro neste sentido:

*"Art. 1º A presente Instrução aplica-se a todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à CVM, observadas as disposições das normas específicas aplicáveis a estes fundos."*

27. Como o próprio dispositivo ressaltou, “observadas as disposições das normas específicas aplicáveis a estes fundos”, os FIs tinham como norma específica e norteadora a Instrução CVM 472/2008. Esta, porém, não entrava no mérito do direito a reembolso, tampouco colidia com ele, tornando-o, portanto, válido inclusive aos FIs.

28. Como norma geral dos fundos de investimento à época, e até pelo fato de ter entrado em vigor em momento posterior à Instrução CVM 472, a Instrução CVM 555 tinha todas as condições, se assim entendessem necessário e aplicável os responsáveis por sua elaboração, de trazer exceção quanto à aplicabilidade deste

mecanismo de retirada e reembolso para os FIs ou para os fundos “estruturados” ou “ilíquidos”, como os Consulentes chegaram a dizer, mas isso não se deu.

29. Outro ponto importante que deve ser levado em conta são os impactos que uma dispensa como esta teria em todo o mercado. Por não se tratar de condição excepcional, que justifique um tratamento igualmente excepcional de desobrigação legal, uma decisão favorável ao pedido realizado seria aproveitada não somente pelo Fundo, mas por outros, o que traduziria em verdadeira alteração normativa e uma interferência nos objetivos buscados pelas normas.

30. Além disso, esta questão do direito de recesso (ou “de retirada”) de cotistas dissidentes foi levantada por participante do mercado durante a fase de elaboração da norma aqui tratada, inclusive. De acordo com o exposto no relatório elaborado por ocasião da Audiência Pública SDM nº 08/20 (Processo CVM nº 19957.009249/2019-28), a B3 defendeu que a reforma da regulamentação dos fundos seria uma boa oportunidade para que a CVM disciplinasse de modo pormenorizado os procedimentos relacionados ao direito de recesso dos cotistas dos fundos fechados, disciplinando prazos, condições e forma de divulgação de informações.

31. Em suas razões para rejeitar a sugestão àquela ocasião, a CVM, fazendo correlação com o mesmo direito previsto para as companhias abertas, conforme já explanado anteriormente, argumentou o seguinte:

***A operação de uma classe fechada pode em muito se assemelhar ao que faz uma companhia, especialmente no que diz respeito aos fundos estruturados. Isto posto, em certa medida é natural que a indústria de fundos de investimento lide com matérias e eventos que são típicos do ambiente corporativo, tais como - no caso concreto - o tratamento a ser dado a investidores discordantes das decisões da assembleia geral.***

*A afirmação acima é reforçada pela existência de precedente na regulamentação, relacionado à dissidência de cotistas sênior de FIDC na hipótese de a assembleia de cotistas afastar a incidência de hipótese de liquidação antecipada prevista no regulamento.*

*Por outro lado, a matéria não foi proposta na Minuta submetida à audiência pública; a sugestão recebida de B3 foi conceitual somente, sem conter uma sugestão textual; e o precedente existente é muito específico e diz respeito a um produto onde existe subordinação entre as subclasses.*

*Diante de todo o acima exposto, a sugestão não foi acatada, sem prejuízo de a questão ser revisitada no futuro.*

32. Entende-se que a manutenção da garantia aqui tratada é tão fundamental para a proteção do investidor dissidente, preceito basilar a que esta Autarquia sempre esteve sujeita, que torna a comparação com eventuais efeitos colaterais de sua aplicação, tais como as hipotéticas dificuldades no trabalho do gestor de carteira ou os supostos custos extras citados pelos Consulentes, injustificável. Até mesmo porque, efeitos estes que não seriam particulares aos FIs, mas a qualquer fundo ilíquido e/ou estruturado do mercado, tirando mais uma vez o caráter singular esperado por um pedido de dispensa como o aqui tratado.

33. Por todo o exposto, esta SSE considera que os Consulentes não apresentaram justificativas suficientes e adequadas que demonstrassem situações específicas, excepcionais, sui generis, que embasassem os pleitos apresentados, tanto de dispensa quanto de autorização, algo que deve ser feito com muito cuidado e critério, em situações circunscritas, a fim de preservar a eficácia da legislação e o objetivo pretendido por ela.

34. Apenas um aspecto da regulação sobre o direito de reembolso merece manifestação complementar desta SSE, no caso, a previsão de que o pagamento seja realizado em até 10 dias, conforme disposto no art. 119, § 2º, da Parte geral da Resolução CVM nº 175. Nesse sentido, esta área técnica propõe que o entendimento abaixo seja corroborado pelo Colegiado, o que, no entender da SSE, mitiga a justa preocupação dos Consulentes quanto a necessidade de pagamento imediata dos cotistas retirantes.

35. Notadamente, para um fundo com carteira ilíquida, sem disponibilidades em caixa para honrar os reembolsos solicitados, esta área técnica considera que essa previsão não tem como ser aplicada e colocada em prática de forma imediata. Obviamente que, entende esta SSE que a inaplicabilidade imediata de um dispositivo normativo não o torna nulo, sendo que o objetivo do referido dispositivo é o de criar uma obrigação de pagar.

36. Entende-se, assim, que os administradores ou gestores, em casos de justificada iliquidez para pagamento no prazo estipulado, podem realizar a adequada provisão da dívida no FII, momento em que os cotistas dissidentes passam para a qualidade de credores do fundo.

37. Nesse aspecto, esta SSE entende que, previamente à decisão pelos cotistas sobre o eventual exercício do direito de retirada, os administradores ou gestores devem alertar tais investidores sobre a ausência de liquidez do FII para o pagamento do reembolso e que os investidores passarão para a condição de credores.

38. Ainda, o administrador ou gestor deve alertar os investidores retirantes que o pagamento deste passivo fica subordinado à preferência que os cotistas remanescentes possuem em receber os resultados gerados pelo FII, haja vista a necessária prioridade à distribuição de renda aos cotistas, considerando o mínimo obrigatório de 95% dos lucros, conforme previsto no art. 10, parágrafo único, da Lei nº 8.668.

39. O administrador e gestor devem fazer os alertas necessários sobre os riscos envolvidos no exercício do direito de retirada, de forma a que os cotistas tomem a decisão mais informada possível, considerando, ainda, a opção de alienar as suas cotas em mercado organizado.

40. Deve-se pontuar, também, que, no âmbito do seu dever de diligência, o administrador precisará fazer um esforço razoável para controlar os passivos, de modo a manter a identificação e cadastro dos credores atualizados, pois, tendo em vista a natureza de longo prazo dos FII, alguns passivos podem demorar anos para serem liquidados. Esse esforço razoável dos administradores não retira a necessária obrigação dos credores em buscar manter atualizada a sua situação junto ao devedor.

### III - CONCLUSÃO

41. Com base em todo exposto, esta área técnica propõe ao Colegiado o **indeferimento dos pedidos de (i) autorização para que o Fundo seja estruturado com ao menos duas subclasses diferentes, com estrutura de subordinação entre elas, e (ii) dispensa da aplicabilidade do inciso II, § 1º, do art. 119 da Parte geral da Resolução CVM nº 175/2022, que trata sobre o direito de reembolso de cotistas dissidentes.**

42. Propõe-se, ainda, que seja reconhecida a possibilidade de que os cotistas dissidentes passem a ser tratados como credores do FII, desde que seja:

- a) comprovada a impossibilidade de pagamento do reembolso no prazo previsto pela norma, considerando a iliquidez dos ativos;

b) alertado aos dissidentes sobre as características da condição de credores, incluindo a incerteza no prazo de pagamento, haja vista a priorização da distribuição de rendimentos aos cotistas prevista em Lei; e

c) mantida atualizada, pelo administrador, por meio de esforços razoáveis, a relação cadastral dos credores.

43. Por fim, propõe-se que a relatoria seja conduzida pela SSE/GSEC-1.

Atenciosamente,

Frederico Pinto Novaes

Inspetor Federal do Mercado de Capitais

Cynthia Barião da Fonseca Braga

Gerente de Securitização e Agronegócio - GSEC-1

Bruno de Freitas Gomes

Superintendente de Securitização e Agronegócio - SSE



Documento assinado eletronicamente por **Bruno de Freitas Gomes Condeixa Rodrigues, Superintendente**, em 21/05/2025, às 17:30, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Cynthia Bariao da Fonseca Braga, Gerente**, em 21/05/2025, às 17:32, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Frederico Pinto Novaes, Inspetor Federal do Mercado de Capitais**, em 21/05/2025, às 17:42, 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://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **2297182** e o código CRC **0D1CB170**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **2297182** and the "Código CRC" **0D1CB170**.*