



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.gov.br/cvm

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM 19957.001217/2025-22

Reg. Col. nº 3284/25

Recorrentes: Banco Genial S.A.
Genial Gestão Ltda.
Brookfield Properties Brasil Realty Administrações de Imóveis Ltda.

Assunto: Pedido de autorização para emissão de subclasses seniores e subordinadas e pedido de dispensa do art. 119, inciso II do § 1º e § 2º, da Parte Geral da Resolução CVM nº 175/2022

Relatoria: Superintendência de Securitização e Agronegócio - SSE

Voto: Presidente João Pedro Nascimento

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. BREVE RELATÓRIO

1. Este processo tem origem em documento¹⁻² protocolado junto à Superintendência de Securitização e Agronegócio (“SSE” ou “Área Técnica”) por Banco Genial S.A., Genial Gestão Ltda. e Brookfield Properties Brasil Realty Administrações de Imóveis Ltda (“Requerentes”), na qualidade de prestadores de serviços do Witex Fundo de Investimento Imobiliário Responsabilidade Limitada (“Fundo”)³.
2. Os Requerentes solicitam: **(a)** dispensa da aplicabilidade do inciso II, §1º, do art. 119 da parte geral da Resolução CVM nº 175/2022 (“RCVM 175”), que trata do reembolso de cotistas dissidentes em deliberações de Assembleia de Cotistas, que tratem sobre incorporação, cisão, fusão ou transformação em classes fechadas; e **(b)** autorização para que o Fundo seja estruturado com, ao menos, 2 (duas) subclasses diferentes, com estrutura de subordinação entre elas.
3. Passo à análise de mérito dos referidos pedidos.

II. CONSIDERAÇÕES A RESPEITO DO DIREITO DE REEMBOLSO DE COTISTAS DISSIDENTES EM FUNDOS DE INVESTIMENTO ESTRUTURADOS

4. A meu ver, a análise neste tópico deve ser organizada em três subseções: **(i)** em

¹ Doc. nº 2255256.

² Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no Ofício Interno nº 12/2024/CVM/SSE.

³ Sendo, na qualidade de prestadores de serviços essenciais: (i) Banco Genial S.A. o administrador do Fundo; e (ii) Genial Gestão Ltda. o gestor do Fundo.



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
www.gov.br/cvm

primeiro lugar, deve-se diferenciar, *de um lado*, o direito de retirada⁴ atribuível aos acionistas nas companhias, conforme previsto na Lei nº 6.404/1976; e, *de outro lado*, o regime jurídico do direito de reembolso dos fundos de investimento; **(ii) em segundo lugar**, será descrita a regra geral do direito de reembolso dos fundos de investimento e a sua hipótese de incidência; e **(iii) por fim**, a análise do pedido de dispensa no caso concreto.

i. O direito de retirada dos acionistas (Lei nº 6.404/1976) e a dissidência de cotistas no contexto dos fundos de investimento (RCVM 175)

5. Na visão da SSE, o direito de reembolso de cotistas de fundos de investimento seria equiparável ao direito de retirada previsto na Lei nº 6.404/1976.

6. No contexto da lei societária, o direito de retirada é uma proteção atribuível aos acionistas da companhia de, nos casos especificamente previstos da Lei nº 6.404/1976⁵, poderem exercer tal direito para se retirarem da companhia recebendo o valor de reembolso de suas respectivas ações de emissão da companhia. Trata-se de direito essencial do acionista, que não pode ser suprimido e/ou de qualquer outra forma privado, nem mesmo pelo Estatuto Social e/ou pela Assembleia Geral, na forma do art. 109 da Lei nº 6.404/1976; funcionando como uma espécie de “contrapeso à competência reconhecida à Assembleia Geral, de modificar as bases essenciais do contrato de companhia”⁶.

7. Concordo com a SSE que, em muitos contextos, as classes fechadas de fundo de investimento podem reunir características similares às sociedades anônimas. Assim como nas companhias, o capital integralizado pelos investidores tende a ser imutável por determinado período para a consecução de um fim comum. Nos fundos estruturados, não raro os recursos aportados são imobilizados em ativos ilíquidos, reduzindo os recursos disponíveis em caixa enquanto perdurar o investimento. Nesse contexto, tende a ser mais comum a relação de longo prazo entre os cotistas e os prestadores de serviços essenciais do fundo.

8. Diferente são as classes abertas, em que os cotistas possuem maior liberdade de resgatar a parte do patrimônio que lhe cabe. Neste caso, normalmente o fundo de investimento possui estratégia de investir parte considerável de seu patrimônio em ativos com liquidez imediata ou, ao menos, programável. Esse cenário permite aos prestadores de serviços a recomposição do caixa para o pagamento do cotista retirante mediante um menor impacto na

⁴ Também chamado de direito de recesso.

⁵ As matérias ensejadoras do direito de retirada pelo acionista dissidente no contexto da legislação societária são *numerus clausus* (i.e., art. 137 em remissão ao art. 136; art. 221; art. 231; art. 236; art. 252; art. 256; art. 264; e art. 270, § único, da LSA).

⁶ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 326.



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
www.gov.br/cvm

estratégia de investimento e gestão de liquidez do fundo.

9. Apesar das similaridades, o direito de reembolso do cotistas dissidente nos fundos de investimento não parece integralmente equiparável ao direito de retirada dos acionistas nas companhias. Há razões jurídicas e econômicas que levam a esta conclusão.

10. Do ponto de vista **jurídico**, conforme positivado no art. 1.368-C do Código Civil⁷, os fundos de investimento são condomínios de natureza especial, regulados pela CVM. Portanto, cabe ao regulador, em atenção às características próprias da indústria, determinar o regramento aplicável à constituição e ao funcionamento dos fundos de investimento no Brasil em dado momento, independentemente da lei societária.

11. O direito de retirada é excepcional e somente pode ser exercido nas hipóteses minuciosamente previstas na Lei nº 6.404/1976⁸, dentro dos limites e procedimentos legalmente estabelecidos. Para além disso, reconhecendo que em determinadas hipóteses o pagamento do preço do reembolso das ações aos acionistas dissidentes que exerceram o direito de retirada poderá colocar em risco a estabilidade financeira da empresa, a legislação societária prevê a possibilidade de reconsideração da deliberação societária que deu ensejo ao direito de retirada, nos termos do §3º do art. 137 da Lei nº 6.404/1976.

12. Veja-se o regime na Lei nº 6.404/1976:

- (i) A Lei nº 6.404/1976 prevê, no rol do art. 136 e em artigos esparsos, as hipóteses taxativas de existência do direito de retirada⁹;

⁷ Código Civil. Art. 1.368-C. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza. (...) § 2º Competirá à Comissão de Valores Mobiliários disciplinar o disposto no caput deste artigo.

⁸ “O recesso apresenta natureza excepcional, uma vez que, como é a própria companhia que deve arcar com o pagamento do reembolso devido ao dissidente, o seu exercício pode colocar em risco a sua saúde financeira, além de dificultar ou onerar mudanças estruturais que podem ser necessárias ao desenvolvimento dos negócios da empresa” (EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada: Arts. 80 a 137. 3º ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 586).

⁹ Cita-se, como hipóteses de existência de direito de retirada previstas na lei societária: “(i) criação de ações preferenciais ou aumento de classes de ações preferenciais sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já autorizado pelo estatuto social (artigo 136, inciso I); (ii) alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de I (uma) ou mais classes de ações preferenciais (artigo 136, inciso II); (iii) criação de nova classe mais favorecida (artigo 136, inciso II); (iv) redução do dividendo obrigatório (artigo 136, inciso III); (v) fusão da companhia ou sua incorporação em outra (artigo 136, inciso IV); (vi) participação em grupo de sociedades (artigo 136, inciso V); (vii) mudança do objeto da companhia (artigo 136, inciso VI); (viii) cisão da companhia, se importar mudança do objeto social, redução do dividendo obrigatório ou participação em grupo de sociedades (artigo 136, inciso IX, c/c artigo 137, inciso III); (ix) inserção da convecção de arbitragem no estatuto social (art. 136-A); (x) transformação em outro tipo societário (artigo 221); (xi) não abertura de capital de sociedade sucessora de companhia aberta envolvida em processo de fusão, incorporação ou cisão (artigo 22, §4º); (xii) aquisição de controle acionário por pessoa jurídica de direito público em virtude de desapropriação de ações (artigo 236, parágrafo único); (xiii) incorporação de ações (artigo 252,



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
www.gov.br/cvm

- (ii) De acordo com a sistemática dos art. 137 e art. 45 da Lei nº 6.404/1976, ao optar pelo exercício do direito de retirada, o acionista dá início ao procedimento de reembolso, que é a operação pela qual a companhia paga aos acionistas dissidentes de deliberação da Assembleia Geral o valor de suas ações (art. 45 Lei nº 6.404/1976);
- (iii) Para o cálculo do valor de reembolso, a lei faculta a definição dos critérios a serem utilizados no Estatuto Social, sendo que tal montante “*somente poderá ser inferior ao valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembléia-geral [...] se estipulado com base no valor econômico da companhia*” (art. 45, §1º), que deve ser calculado por três peritos ou empresa especializada (art. 45, §3º);
- (iv) A lei disciplina, também, o processo de seleção dos peritos ou empresa especializada responsável pela definição do valor econômico da companhia (art. 45, §4º);
- (v) É facultado à administração a convocação de assembleia geral de acionistas para ratificar ou reconsiderar a deliberação que causou o direito de retirada, caso seja entendido que o pagamento do reembolso porá em risco a estabilidade financeira da companhia (art. 137, §3º); e
- (vi) Nas hipóteses de fusão, incorporação ou participação em grupo de sociedades (que são os casos equiparáveis à hipótese que está sendo aqui avaliada em relação aos fundos de investimento), o direito de retirada não se aplica para companhias abertas cujas ações apresentem liquidez e estejam dispersas no mercado, nos termos do art. 137, II, da Lei nº 6.404/1976. Acredita-se que, por conta da liquidez e dispersão, nestes casos o acionista interessado em se retirar da companhia poderá fazê-lo vendendo as suas ações no mercado (e não forçando a companhia a lhe pagar o reembolso das suas ações).

13. Como será explorado na próxima subseção, diferente do direito de retirada previsto na lei societária¹⁰, o direito de reembolso nos fundos de investimento não é regulado por

§1º); e (xiv) aquisição do controle de outra sociedade mercantil quando o preço de aquisição ultrapassar os parâmetros previstos na Lei das S.A. (artigo 256, §2º).” (EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada: Arts. 80 a 137. 3ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2021, p. 586).

¹⁰ A respeito do histórico de normatização do direito de retirada, leia-se: MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. Reflexões sobre o Direito de Recesso na Lei das Sociedades por Ações. In: LOBO, Jorge (coord.). Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001. Rio de Janeiro: Forense, 2002. Pp. 285-306.



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
www.gov.br/cvm

procedimentos e condições específicas e detalhadamente dispostas na lei ou regulamentação, como aquelas listadas acima.

14. Sob a ótica jurídica, o regime aplicável aos cotistas dissidentes não prevê, por exemplo: (i) a possibilidade de reconsideração da deliberação ensejadora do direito de retirada nas hipóteses em que pagamento do preço do reembolso das ações dos acionistas que exerceram o direito de retirada poderá colocar em risco a estabilidade financeira da empresa; e (ii) a exceção de que o direito de retirada não é exercível nos casos em que há liquidez e dispersão.

15. Na perspectiva **econômica**, a previsão do direito de retirada dos acionistas como essencial e irrenunciável é fruto de construção que respeita as relações típicas de sociedades empresárias. O legislador buscou reduzir o *problema de agência* que poderia existir entre os acionistas minoritários e o controlador¹¹, caso este último tome decisões que alterem substancialmente as bases essenciais inicialmente pactuadas.

16. Dessa forma, a doutrina cita que o direito de retirada atende a diferentes funções no contexto societário, como: (i) proteção e previsibilidade jurídica aos dissidentes¹²; e (ii) valorização e preservação da empresa, enquanto atividade com importância social e que se relaciona com terceiros¹³.

17. Tal perspectiva não pode ser inteiramente importada para a realidade dos fundos de investimento, especialmente no que tange ao item (ii) do parágrafo acima. Isso porque, em regra, não há que se falar em reunião societária para o desenvolvimento de atividade empresarial determinada. Do contrário, a reunião dos cotistas nos fundos de investimento não está amparada na perspectiva de preservação de atividade empresarial. As relações mantidas no fundo estão

¹¹ A respeito do possível problema de agência entre acionistas minoritários e controladores, explico no âmbito do PAS CVM nº 19957.005248/2021-29, Pres. Rel. João Pedro Nascimento, j. em 05/09/2023, que: “*Os problemas de agência mais tradicionais são aqueles decorrentes das relações entre: (i) acionistas controladores e minoritários; (ii) acionistas em geral e administradores; e (iii) agentes internos e agentes externos (stakeholders). As soluções oferecidas pela governança corporativa concentram esforços no fortalecimento de um sistema de freios e contrapesos para as relações, que funciona em camadas de responsabilidades e atribuições. Aos acionistas são outorgados poderes e direitos que funcionam como ferramentas de proteção contra eventuais abusos praticados pelos próprios acionistas, notadamente aqueles típicos da relação acionistas controladores vs minoritários.*” (grifei)

¹² “*Instrumento dos acionistas minoritários, o direito de retirada constitui uma ‘válvula de escape’ do contrato associativo. O acionista tem o poder de dispor de suas ações e pode a qualquer momento desligar-se da companhia alienando as ações, mas nem sempre consegue encontrar adquirente. O direito de retirada assegura-lhe o poder de obrigar a companhia a pagar-lhe o valor de reembolso das ações, nos casos previstos em lei*” (LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 241).

¹³ “*Deve-se, portanto, entender o recesso como um mecanismo de equilíbrio das relações societárias, cuja função é a manutenção da sociedade apta e eficiente para a realização de seu objetivo social, mantendo íntegros os interesses de seus acionistas e dos terceiros que com ela se relacionam e contribuindo para o desenvolvimento daquela atividade econômica a que se dedica*” (MARANGONI, Sérgio Ricardo. Direito de Recesso e Respectivo Valor de Reembolso em Companhia. São Paulo: Quartier Latin, 2016. p. 39).



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
www.gov.br/cvm

centradas na confiança dos investidores sobre o trabalho dos prestadores de serviços essenciais, em especial, o gestor de recursos. Cabe a este a busca pela maximização do retorno do capital investido, dentro da estratégia de investimento previamente aprovada, e sob acompanhamento do administrador fiduciário e demais *gatekeepers* existentes. Em muitos casos, findo o prazo do resgate e o pagamento da remuneração aos cotistas da classe fechada, os administradores procedem com a liquidação e extinção do condomínio.

18. De toda forma, a meu ver, o item *(i)* acima merece atenção no contexto da regulação dos fundos de investimento. A proteção dos investidores e a previsibilidade jurídica são dois princípios norteadores do mercado de capitais, de modo que devem ser levados em consideração pelo regulador nos direitos de dissidência e reembolso dos cotistas de fundos de investimento.

19. Feita esta breve diferenciação entre a lei societária e o regime jurídico dos fundos de investimento, passo à análise do direito de reembolso no contexto da RCVM 175.

ii. Regra geral da RCVM 175: o direito de reembolso e a dissidência em assembleia geral de cotistas

20. A regra geral é que, no caso das classes fechadas, com relação às deliberações de incorporação, cisão, fusão ou transformação, os cotistas dissidentes, aqueles que se abstiverem ou aqueles não comparecerem à assembleia, poderão requerer a solicitação de reembolso, que deve ser pago em no máximo 10 (dez) dias após a solicitação¹⁴.

21. Na visão da SSE, em casos de justificada iliquidez para o pagamento no prazo estipulado, o fundo poderá proceder com o reembolso dos cotistas pela concessão de crédito aos dissidentes.

22. A construção sugerida pela SSE destaca a importante preocupação sobre o possível ônus excessivo que a exigência do pagamento do reembolso pode representar em alguns contextos, especialmente no caso de fundos com política de investimento em ativos ilíquidos e que tenham a pretensão de realizar reorganizações ao longo de sua existência. A depender do caso concreto, entendo que a necessidade e a forma do reembolso pode ser objeto de pedido de dispensa ou modulação junto à CVM, desde que atendidos determinados pressupostos, conforme descrevo a seguir.

¹⁴ RCVM 175. Art. 119. (...) § 1º No caso de incorporação, cisão, fusão ou transformação envolvendo classe fechada, o administrador deve: I – proceder às alterações de regulamento que sejam pertinentes à operação; e II – acatar a solicitação de reembolso de cotas dos cotistas que dissentirem da deliberação da assembleia de cotistas, se abstiverem 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.



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
www.gov.br/cvm

iii. Análise do pedido de dispensa no caso concreto

23. Os chamados “fundos estruturados”¹⁵ investem em ativos ilíquidos e com perspectiva de rentabilidade no longo prazo, de modo que normalmente são constituídos sob a forma de classes fechadas. Como explorado acima, é da natureza deste tipo de fundo ter mais dificuldades para recompor o caixa em caso de eventos não planejados¹⁶.

24. No limite, com o objetivo de honrar o direito de reembolso de cotistas dissidentes, o gestor de recursos diligente poderia ser obrigado a dedicar parte do patrimônio para este fim ou, no caso de dissidência, proceder com a liquidação dos ativos da carteira antes do tempo planejado.

25. Ambas as medidas parecem incompatíveis com o interesse do conjunto de cotistas, que destinam seus recursos com o objetivo de, confiando na tese de investimentos do gestor de recursos, maximizar o retorno do valor investido. Desse modo, o direito de reembolso poderia ser considerado um ônus incompatível com a própria natureza da estratégia de investimentos do Fundo. Esta não parece ser uma consequência desejada pela regulação da CVM.

26. O raciocínio desenvolvido nos parágrafos acima justifica que o regulador dê tratamento diferenciado ao direito de reembolso no caso dos fundos estruturados, especialmente quando a realização de reorganizações compõe a estratégia de investimentos do gestor, de modo a incentivar o adequado e eficiente funcionamento da indústria. Entretanto, por si só, a natureza do fundo **não** deve ser capaz de autorizar a dispensa da regra geral do direito de reembolso.

27. Entendo que a eventual dispensa do requisito normativo deve ser solicitada caso a caso, e deve ser acompanhada de elementos que demonstrem, no mínimo:

- (i) a incompatibilidade entre (a) o exercício regular da política de investimentos e (b) o direito de reembolso no caso de dissidência decorrente da deliberação sobre operações de incorporação, cisão, fusão ou transformação envolvendo o fundo; e
- (ii) o *disclosure* no Regulamento do fundo sobre as hipóteses de não concessão do direito de reembolso, esclarecendo a sua compatibilidade com a estratégia de investimentos; bem como outras eventuais medidas para salvaguardar os interesses dos cotistas dissidentes nessas situações.

¹⁵ Alguns dos fundos que podem reunir tais características, por exemplo, são o Fundos de Investimento Imobiliários – FII, o Fundo de Investimento em Participações – FIP e o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC.

¹⁶ Nesse sentido, a própria SSE reconhece que: “*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*” (Doc. nº 2297182, §35).



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
www.gov.br/cvm

28. Caso estes requisitos sejam cumpridos, a depender das características de cada caso concreto, entendo que pode ser analisada concessão da dispensa. Essa flexibilização *in casu* pode, *de um lado*, colaborar com o bom funcionamento da indústria de fundos ilíquidos, e, *de outro lado*, colaborar com previsibilidade aos investidores sobre as consequências de eventual dissidência em Assembleia Geral de Cotistas.

29. Neste caso concreto, entendo que os Requerentes devem adaptar o Regulamento do Fundo com o objetivo de (i) prever expressamente a possibilidade de dispensa do reembolso no caso de cotistas dissidentes em operações de reorganização que reúnam determinadas características; e (ii) explicitar a pertinência entre (a) o não pagamento de reembolso em determinadas hipóteses e (b) a execução da estratégia de investimentos.

30. Os referidos ajustes no Regulamento devem atender os procedimentos exigidos na regulação, incluindo, a princípio, a convocação e aprovação em Assembleia Geral de Cotistas (conforme art. 70, inciso V, da RCVM 175¹⁷).

31. Pelo exposto, entendo que o presente processo deve retornar à SSE para que proceda com a notificação dos interessados, que, caso seja de seu interesse, realizem as alterações necessárias para adequação dos documentos aos termos deste Voto. A Área Técnica poderá, após nova avaliação, autorizar diretamente a dispensa pleiteada.

32. Por fim, entendo que outros pedidos de dispensa sobre o pagamento de reembolso aos cotistas devem ser deliberados pelo Colegiado da CVM, órgão competente para tal matéria¹⁸, que deverá analisar a conveniência e oportunidade à luz das características de cada caso concreto.

¹⁷ RCVM 175. Art. 70. Compete privativamente à assembleia de cotistas deliberar sobre: (...) V – a alteração do regulamento, ressalvado o disposto no art. 52;

¹⁸ Conforme extrato da ata da Reunião do Colegiado de 12/01/2021, PA CVM nº 19957.006243/2020-32, Rel. SEP: “O Diretor Gustavo Gonzalez começou assinalando que o fato de uma norma não prever expressamente a possibilidade de a CVM dispensar o cumprimento de exigências nela contidas não constitui óbice à concessão de dispensas em um caso concreto. **Quando a exigência não tem fundamento legal, mas normativo, pode o Colegiado, a quem compete editar as normas, afastá-las à luz das características do caso concreto.** O Diretor Gustavo Gonzalez destacou que, diferentemente do observado em outros casos recentemente analisados pelo Colegiado, as questões que motivam este processo não decorrem das mudanças introduzidas pela Resolução CVM nº 3. Nesse sentido, lembrou que outras sociedades de investimento estrangeiras já realizaram ofertas públicas no Brasil, que alcançaram, inclusive, os investidores de varejo. Para Gonzalez, **a decisão acerca da concessão da dispensa deve considerar as finalidades da regra que se pretende afastar e as características do caso concreto.** Segundo o Diretor, o caso em tela não indica uma situação em que uma companhia genuinamente brasileira constitui uma holding no exterior para não ter de se sujeitar às regras contidas na Lei nº 6.404/1976, preocupação que motivou a atual definição normativa de emissor estrangeiro, mas sim uma verdadeira sociedade de investimentos estrangeira que busca rentabilidade em investimentos em diferentes mercados, inclusive o brasileiro” (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
www.gov.br/cvm

III. CONSIDERAÇÕES A RESPEITO DA POSSIBILIDADE DE EMISSÃO DE COTAS SENIORES DE FIIS DESTINADAS AO PÚBLICO DE VAREJO

33. Em seu pedido, os Requerentes pleiteiam a confirmação ou reconhecimento:
- (i) “[D]a possibilidade de constituição de FIIs com subclasses de cotas que se diferenciem pelas regras de amortização e [da] distribuição dos lucros do fundo, inclusive por meio de relação de subordinação e preferência”; e
 - (ii) “[D]a inexistência de restrição para a subscrição de cotas por investidores não qualificados de FIIs que contem com tal estrutura, em conformidade com disposições da Parte Geral, do Anexo III e, por analogia, do Anexo Normativo II da Resolução CVM 175”.
34. Alternativamente, solicitam a autorização para a constituição do fundo com estrutura de subclasses e regras de subordinação, com a distribuição exclusiva da subclasse Sênior ao público em geral.
35. Conforme disposto na parte geral da RCVM 175, em seu art. 5º, o regulamento do fundo de investimento pode prever a existência de diferentes classes de cotas, com direitos e obrigações distintos. As classes são arranjos para organização dos ativos de acordo com suas características, estratégias e políticas de investimento.
36. Por sua vez, a RCVM 175 também permite a segregação de uma classe em subclasses, como mecanismo para a organização do passivo, admitindo diferenciações entre as obrigações assumidas perante os diferentes cotistas. Nos termos do art. 5º, §5º, da RCVM 175, as subclasses podem ser diferenciadas com base nos seguintes critérios: (i) público-alvo; (ii) prazos e condições de aplicação, amortização e resgate; e (iii) taxas de administração, gestão, máxima de distribuição, ingresso e saída.
37. Além disso, o art. 5º, §6º, da parte geral da RCVM 175, prevê expressamente a possibilidade de “subclasses de classes restritas pode[re]m ser diferenciadas no regulamento por outros direitos econômicos e direitos políticos”.
38. Nota-se, portanto, que não há dúvidas de que os FIIs voltados a investidores qualificados e profissionais podem adotar estrutura de subordinação e senioridade em relação a diversos direitos econômicos e políticos, em linha com aquela prevista para os FIDC¹⁹.

¹⁹ Conforme mencionado pelo Requerente, especificamente em relação aos FIDCs, o Anexo Normativo II autoriza a criação de uma estrutura de subordinação entre as subclasses, por meio da diferenciação entre subclasses sênior,



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
www.gov.br/cvm

39. Além disso, conforme expressamente autorizado pelo art. 5º, §5º, II, RCVM 175, também é possível a criação de estruturas de cotas sênior e subordinadas destinadas ao varejo que tenham como objetivo unicamente diferenciar as subclasses em função (i) do público-alvo; (ii) dos prazos e condições de aplicação, amortização e resgate; e (iii) taxas de administração, gestão, máxima de distribuição, ingresso e saída.

40. Nota-se, portanto, que o regime regulatório vigente já autoriza o pleito dos Requerentes para a diferenciação sobre os termos e condições de **amortização** entre as cotas sênior e subordinada. No entanto, para além da criação de condições diferenciadas de “amortização”, os Requerentes também solicitam autorização para o estabelecimento de condições distintas sobre a **distribuição de lucros** das subclasses do FII.

41. Ao analisar a natureza da lista de critérios de diferenciação de subclasses elencada no art. 5º, §5º, o Ofício-Circular-Conjunto nº 1/2023/CVM/SIN/SSE esclarece que se trata de rol taxativo, sendo admitidos apenas os critérios expressamente previstos na norma. Não obstante, tal como informado no referido Ofício, é possível que outros critérios possam eventualmente ser incluídos no futuro, após um refletido e debatido processo normativo próprio com esse objetivo.²⁰

42. A taxatividade dos critérios de diferenciação entre subclasses de fundos destinados ao varejo se justifica também pela necessidade de comparabilidade e proteção aos investidores do público em geral.

43. De toda forma, sem prejuízo do rol taxativo de critérios de diferenciação entre subclasses distribuídos junto ao varejo, o Colegiado da CVM pode ser provocado a autorizar determinada estrutura que respeite os objetivos da norma vigente.

44. Dito isso, passo à análise do pedido deste caso concreto. A meu ver, a possibilidade de criação de estrutura de subordinação entre subclasses de cotas de FII destinadas ao público em geral, para além das hipóteses previstas no art. 5º, §5º da RCVM 175, como pretendido pelos Requerentes, merece algumas ponderações.

mezanino e subordinada. Nos termos do art. 3º do referido Anexo Normativo, as subclasses de FIDC podem ser diferenciadas no regulamento de acordo com os seus direitos econômicos e políticos, inclusive com regras diferentes sobre a prioridade no recebimento de juros e amortizações, e sobre o valor de resgate (liquidação). RCVM 175. Anexo II. Art. 2º Para fins deste Anexo Normativo II, entende-se por: VIII – cota de subclasse sênior (“cota sênior”): cota de emissão de subclasse que não se subordina a qualquer outra subclasse para fins de amortização e resgate; (...)

²⁰ Cf. consta do Ofício-Circular-Conjunto nº 1/2023/CVM/SIN/SSE, pág. 5: “A lista de critérios de separação em subclasses é exaustiva? A CVM pretende permitir eventuais outras separações de acordo com a experiência internacional? Resposta: Os critérios admitidos, por ora, são aqueles expressamente previstos na norma. Outros critérios poderão ser incluídos no futuro, mas a depender de processo normativo próprio com esse objetivo”.



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
www.gov.br/cvm

45. Em primeiro lugar, com base nas informações apresentadas nos autos, cabe ressaltar que a estrutura apresentada pelos Requerentes parece demonstrar, a princípio, um alinhamento de interesses entre os cotistas seniores e os cotistas subordinados. Ambos estariam interessados na maior rentabilização do fundo no curto prazo, a fim de que a distribuição por cota atinja o valor de R\$9,00 (nove reais) por ano no menor período possível. Quando esta condição ocorrer, o cotista sênior terá a rentabilização esperada do investimento e o cotista subordinado poderá realizar a conversão de suas cotas para tornar-se cotista sênior, com o posterior registro para negociação do ativo em mercado de bolsa.

46. Em segundo lugar, os investidores de varejo, enquanto cotistas seniores, seriam beneficiados com a prioridade sobre a distribuição de lucros, em linha com os objetivos da regra do art. 5º, §5º da RCVM 175. Segundo consta no documento protocolado, as cotas seniores teriam rendimentos adicionais durante o período de subordinação, tornando o investimento mais atrativo e seguro ao público em geral, enquanto os investidores profissionais assumem o risco da subordinação²¹.

47. Entretanto, apesar do aparente alinhamento de interesses entre os cotistas e da proteção concedida ao investidor de varejo, entendo que os Requerentes deveriam detalhar mais detidamente a estrutura de subordinação proposta antes da eventual concessão da autorização ou dispensa pleiteada. Cita-se, por exemplo:

- (i) Explicações adicionais a respeito das condições que tornarão o investimento atrativo para os cotistas profissionais, que assumirão o risco da subordinação, bem como esclarecimentos sobre de que forma esses eventuais atrativos

²¹ Segundo o Requerente, as cotas seriam divididas entre “cotas (a) da subclasse sênior (“Subclasse Sênior”), destinada ao público em geral e objeto da Oferta Pública, que gozará da prioridade nos rendimentos e/ou amortizações do Fundo durante o período de até 3 (três) anos contados a partir da data da 1ª (primeira) integralização de as Cotas da Subclasse Sênior (“Período de Subordinação”) de tal forma que as Cotas da Subclasse Sênior receberão de forma adicional (a) R\$ 1,00 por cota por ano, durante o primeiro ano do Período de Subordinação, (b) R\$ 0,75 por cota por ano do Período de Subordinação, durante o segundo ano e (c) até R\$ 0,50 por cota por ano, durante o terceiro ano do Período de Subordinação, até atingir uma distribuição por cota, por ano, de R\$ 9,00 ao ano, após o qual referidos valores adicionais de distribuição cessarão imediatamente; e (b) cotas da subclasse subordinada (“Subclasse Subordinada”), cujas cotas serão limitadas a investidores profissionais e seriam, a princípio, detidas pelos atuais cotistas do Fundo e outras partes relacionadas ao Consultor Especializado, que fazem parte do grupo econômico da Brookfield, sendo certo que as cotas da Subclasse Subordinada não farão jus a quaisquer rendimentos do Fundo até que seja atingido o limite mínimo da preferência sobre a distribuição outorgada à Subclasse Sênior para viabilizar rentabilidade preferencial aos cotistas da Subclasse Sênior, como já admitido aos fundos de investimento em direitos creditórios, autorizando que as cotas da Subclasse Sênior sejam distribuídas para o público em geral, considerando disposições regulatórias aplicáveis constantes na Resolução CVM 175 e na Resolução CVM 160 (“Pedido de Autorização”). Uma vez atingido o limite, se atingido ou após o Período de Subordinação, as cotas da Subclasse Subordinada terão a opção de serem convertidas em cotas da Subclasse Sênior, a critério do Consultor Especializado, por meio de apresentação de um formulário de conversão de cotas e registro para negociação no mercado de bolsa, conforme procedimentos operacionais da B3 S.A. – Bolsa, Brasil, Balcão”. Doc. 2255256, § 2.1(i).



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
www.gov.br/cvm

- poderiam (ou não) causar riscos aos cotistas seniores²²;
- (ii) Esclarecimentos sobre eventual diferenciação de encargos a serem arcados pelas subclasses seniores ou subordinadas e que seriam de benefício ou utilização em comum (p.ex., custo com prestadores de serviço do fundo ou com consultores especializados);
 - (iii) Esclarecimentos sobre a relação de troca na conversão de cotas subordinadas em seniores, bem como sobre a função do “Consultor Especializado” neste processo e sua eventual vinculação aos cotistas subordinados;
 - (iv) Esclarecimentos a respeito dos valores determinados para o acréscimo dos rendimentos auferidos pelas cotas subordinadas durante o período de subordinação: “(a) R\$ 1,00 por cota por ano, durante o primeiro ano do Período de Subordinação, (b) R\$ 0,75 por cota por ano do Período de Subordinação, durante o segundo ano e (c) até R\$ 0,50 por cota por ano, durante o terceiro ano do Período de Subordinação, até atingir uma distribuição por cota, por ano, de R\$ 9,00 ao ano”; e
 - (v) Esclarecimentos a respeito do regime informacional, incluindo as informações que constarão nos documentos da oferta, no regulamento do fundo e a forma de divulgação de informações periódicas.

48. Tendo em vista a necessidade de diligências adicionais, voto pelo encaminhamento deste processo à SSE para que proceda com a notificação dos Requerentes para os esclarecimentos previstos acima (e outros que entenda necessários ao atendimento dos objetivos da regra, conforme estabelecido acima). Após a realização das diligências adicionais, entendo que o processo deverá ser novamente submetido ao Colegiado, que deverá analisar a conveniência e oportunidade de deferir o pedido.

49. Sem prejuízo da deliberação do Colegiado neste caso concreto, entendo que a estruturação de subclasses que confirmam outros direitos políticos e econômicos diferenciados para subclasses de FIIs ofertadas ao varejo merece análise em processo normativo próprio e adequado, de modo que encaminho o presente voto à SDM para eventuais providências cabíveis.

²² No dia 07/07/2025, na véspera da presente Reunião do Colegiado, os Requerentes protocolaram memorial (docs. nº 2375725 e 2375727) em que argumentam não existir benefícios diferenciados aos cotistas subordinados que causem qualquer tipo de desvantagem aos cotistas seniores. Apesar de reconhecer, em princípio, o mérito do raciocínio, entendo que a SSE deve promover as diligências necessárias para a melhor compreensão da estrutura pretendida. Caso a estrutura pretendida esteja alinhada com os objetivos da regra e a proteção dos investidores de varejo, entendo que poderá ser concedida, a depender das circunstâncias concretas, o pedido de autorização ou dispensa para a distribuição de subclasses seniores junto ao varejo.



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
www.gov.br/cvm

IV. CONCLUSÃO E ENCAMINHAMENTO

50. Por todo o exposto:

- (i) Sobre o pedido de dispensa do direito de reembolso de cotistas dissidentes em deliberações sobre incorporação, cisão, fusão ou transformação em classes fechadas (inciso II, §1º do art. 119 da parte geral da RCVM 175):
 - i. Entendo que o direito de reembolso nas classes fechadas pode ser dispensado pelo Colegiado da CVM, a depender de cada caso concreto e desde que expressamente previsto no Regulamento; e
 - ii. Proponho o encaminhamento deste processo à SSE, para que notifique os interessados a respeito da presente decisão. Caso seja de seu interesse, os Requerentes podem promover as alterações necessárias para adequação do Regulamento do FII aos termos deste Voto. A Área Técnica poderá, após nova avaliação, autorizar diretamente a dispensa pleiteada.
- (ii) Sobre a possibilidade de constituição de FIIs com subclasses de cotas que se diferenciem pelas regras de amortização e de distribuição dos lucros do fundo, inclusive por meio de relação de subordinação e preferência:
 - i. A diferenciação de subclasses de FIIs em função dos prazos e condições de aplicação, amortização e resgate já é permitida por força do disposto no art. 5º, §5º, II, RCVM 175; e
 - ii. Proponho o encaminhamento à SSE para que proceda com diligências adicionais junto aos Requerentes em relação à diferenciação relacionada aos rendimentos do fundo, nos termos deste voto; e
 - iii. Proponho o encaminhamento dos autos do processo à SDM, para que analise, no âmbito da reforma do Anexo III da RCVM 175, a possibilidade de diferenciação de direitos políticos e econômicos não expressamente previstos no art. 5º, §5º, da parte geral da RCVM 175 para subclasses de FIIs destinadas ao varejo.

É como voto.

Rio de Janeiro, 08 de julho de 2025.

João Pedro Nascimento
Presidente