



São Paulo, 15 de abril de 2021

À

**Comissão de Valores Mobiliários – CVM**  
**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM**

At.: Sr. Antonio Carlos Berwanger | Superintendente de Desenvolvimento de Mercado  
Sr. Daniel Walter Maeda Bernardo | Superintendente de Supervisão de Investidores Institucionais

Enviado via correio eletrônico a [audpublicaSDM0820@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0820@cvm.gov.br).

Ref.: Edital de Audiência Pública CVM/SDM 8/2020 | Novo Marco Regulatório dos Fundos de Investimento

Prezadas e prezados,

**Kobold Gestora de Fundos Ltda.**, sociedade limitada inscrita no CNPJ sob o nº 07.852.196/0001-91 (“Kobold”), vem, por meio da presente, encaminhar suas sugestões e comentários ao edital da audiência pública CVM/SDM nº 08/20, divulgado em 1º de dezembro de 2020 e 3 de dezembro de 2020 por essa Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), por meio do qual foi submetida à audiência pública, nos termos do art. 8º, § 3º, inciso I, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, conforme alterada, uma minuta de resolução que disciplinará a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações, bem como a prestação de serviços, de todas as espécies e categorias de fundos de investimento registrados na CVM (“Edital de Audiência Pública” e “Minuta”, respectivamente).

**I. Introdução**

Em primeiro lugar, a Kobold elogia a proposta de inovação regulatória apresentada no Edital de Audiência Pública, a qual acreditamos que incentivará a modernização da indústria de fundos de investimento no geral e, em especial, dos fundos de investimento em direitos creditórios (“FIDC”), e elevará o padrão de atuação dos prestadores de serviços do mercado brasileiro.

Antes de adentrarmos em nossos comentários e sugestões à Minuta, tomamos a liberdade de destacar à essa CVM que a Kobold é uma gestora de recursos de terceiros com foco na gestão de FIDC, que atua no mercado brasileiro há 25 (vinte e cinco) anos, com o objetivo de proporcionar uma forma inovadora de antecipar direitos creditórios, com diminuição drásticas dos



riscos usualmente presentes as transações multicedente, multissacado. A Kobold desenvolveu metodologia que lhe permite o acompanhamento de todos os participantes do ecossistema originador do crédito, de forma independente e granular, em sua integralidade, de ponta a ponta.

Mais do que viabilizar a antecipação de direitos creditórios por meio dos FIDC sob sua gestão, e desde que sempre observados os seus respectivos regulamentos, política de investimento e a regulamentação aplicável, a Kobold busca atuar com o objetivo de fortalecer as relações econômicas e gerar valor a toda a cadeia de empresas que contribuem para a originação do direito creditório que poderá elegível à antecipação, por meio de educação financeira e da identificação de oportunidades de aprimoramento em cada ecossistema, previamente à antecipação e, principalmente, por meio do desenvolvimento de dados analíticos, que não são de conhecimento dos próprios originadores.

Para tanto, a Kobold utiliza uma tecnologia proprietária para acompanhar, de forma granular e individual, um direito creditório desde sua originação até seu pagamento com elevado grau de confiança e com flexibilidade para atender pequenas, médias ou grandes empresas e processos de originação de recebíveis de variadas complexidades. Com esse modelo de negócio, a Kobold soma hoje um volume histórico transacionado de R\$ 25,1 bilhões nos FIDC sob sua gestão, com inadimplência média de 0,03% (três centésimos por cento) da carteira de direitos creditórios.

Considerando tal histórico, a sua experiência e a sua capacidade de desenvolvimento de sistemas, a Kobold apresenta a essa CVM suas considerações sobre a proposta de regulação contida na Minuta, notadamente no que se refere ao disposto no Capítulo VIII da resolução e no Capítulo VIII do Anexo Normativo II à resolução contida na Minuta, referente à contratação de prestadores de serviços a FIDC.

## **II. Atribuições do Gestor**

A Minuta proposta prestigia o gestor e reconhece seu fundamental papel na estruturação dos fundos de investimento e na consecução da estratégia de captação de recursos e de gestão da carteira.

Na visão da Kobold, a Minuta acertadamente confere ao gestor a atribuição de verificação do lastro dos direitos creditórios cedidos à carteira de FIDC na etapa de estruturação do FIDC, a fim de verificar a viabilidade da estrutura já existente ou a ser proposta aos investidores, conforme o caso, bem como a atribuição de verificar o enquadramento não apenas às condições de cessão e aos limites de concentração, mas também o atendimento aos critérios de elegibilidade – atribuição que atualmente compete ao custodiante, nos termos da Instrução da CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, conforme alterada ("Instrução CVM 356").



Isso porque os gestores, ao analisarem e selecionarem direitos creditórios para a carteira de FIDC, devem analisar tais circunstâncias, inclusive, à medida em que a qualidade do lastro e sua segurança jurídica implicam a precificação do direito creditório a ser antecipado.

Contudo, apesar de todo esse avanço no alargamento das competências dos gestores, a Minuta atribui também aos administradores a responsabilidade por definir o lastro dos direitos creditórios. Como o gestor será responsável por verificar o lastro, a Kobold entende que o gestor deveria também ser responsável por definir quais documentos serão considerados “lastro” para cada tipo de direito creditório objeto de cessão, de forma independente, sem a ingerência do administrador, de forma a permitir ao gestor o exercício pleno de seu novo papel como “prestador de serviços essenciais”, sem estar subordinado ao administrador – que, diga-se, não tem a mesma visibilidade sobre o lastro, uma vez que não atua na análise e seleção de direitos creditórios para a carteira.

Ainda, a Kobold acredita que a ausência da prerrogativa exclusiva do gestor para definição do lastro implicará na não materialização do reconhecimento do gestor como um prestador de serviços essencial independente, visto que este estaria sempre sujeito à ingerência do administrador. Essa ingerência, em nossa visão, acabaria por resultar em uma responsabilidade apenas proforma do administrador, visto que esse não terá a mesma visibilidade que o gestor na estruturação dos FIDC, ou no aumento dos custos para as estruturas de FIDC no geral, visto que haverá uma redundância das responsabilidades do administrador e do gestor.

### **III. Contratação de prestadores de serviços**

#### Taxatividade da lista de prestadores de serviços

A Kobold nota que tanto o art. 76 quanto o art. 80 da Minuta de Resolução (Parte Geral) preveem uma lista taxativa de prestadores de serviços que podem ser contratados pelo administrador fiduciário ou pelo gestor de recursos. Essa limitação é demasiadamente restritiva e atua no sentido de limitar a capacidade inovadora da indústria, uma vez que impede a estruturação de FIDC que dependa de qualquer serviço não contido nesse rol.

Em nossa visão, essa CVM deveria buscar prescrever a regulação de forma tal que não limite o desenvolvimento de indústrias inovadoras, capazes de aumentar a competitividade e melhorar a eficiência dos serviços prestados. Adicionalmente, a Kobold entende que a taxatividade dos prestadores de serviços é uma previsão que não coaduna com o propósito do Edital de Audiência Pública, uma vez que este busca regulamentar as inovações da indústria de fundos de investimento introduzidas pela Declaração dos Direitos de Liberdade Econômica, promulgada pela Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019 (“Lei da Liberdade Econômica”).



Diante de tal diploma normativo e dos princípios lá estatuídos, o ambiente de contratação dos FIDC deveria ser livre, com uma liberdade contratual efetiva. Em nossa opinião, a regulamentação dessa CVM deveria ter como foco a transparência de informações, a adequação dos produtos ao perfil dos investidores e a supervisão e responsabilização (*accountability*) dos prestadores de serviços – tais como o gestor.

Dessa forma, a Kobold sugere que essa CVM torne a lista de prestadores de serviços exemplificativa e não taxativa, para todas as espécies e categorias de fundos de investimento e, especialmente, para FIDC.

Analogamente, os serviços não deveriam ser de contratação obrigatória – especialmente a contratação de agente de cobrança e de consultoria especializada. A Kobold, em suas operações, não contrata tais prestadores de serviço, desempenhando ela mesma todas as atividades relacionadas à análise e seleção de direitos creditórios e os procedimentos judiciais e extrajudiciais de cobrança dos direitos creditórios inadimplidos.

A Kobold almeja continuar a poder ela mesma desempenhar tais serviços, considerando a possível perda de controle na delegação dessas funções a um prestador de serviços contratados. Em linha com a liberdade de pactuação ressaltada anteriormente, a Kobold ressalta que não apenas deveria estar autorizada a contratar os prestadores de serviço que queira, mas também deveria estar autorizada a não contratar qualquer prestador de serviço, à medida em que, no exercício de seus deveres fiduciários para com o FIDC sob gestão, entenda que essa é a melhor estrutura e o melhor arranjo para a consecução da estratégia de investimento.

#### **IV. Registro de direitos creditórios**

Uma das propostas apresentadas no Anexo Normativo II da Minuta é a contratação obrigatória de um prestador de serviços autorizado a funcionar pelo Banco Central do Brasil, que será responsável pelo registro de direitos creditórios. A Kobold não só entende que tal medida representa excessiva carga regulatória, como também acredita que não servirá para melhorar a segurança sobre os direitos creditórios.

Isso porque, em nossa experiência, no processo de registro junto a uma registradora, não há juízo por parte da entidade registradora em relação à regularidade de constituição do direito creditório objeto de registro, tampouco sobre o seu lastro subjacente. Porém, à medida em que o responsável por informar à registradora os dados relativos ao direito creditório objeto de registro é o próprio cedente, nada impede, de forma prática e efetiva, que esse cedente emita mais de um título referente a uma mesma obrigação subjacente. Assim, como a registradora não faz juízo sobre o lastro, esta não averigua se o crédito registrado poderia estar duplicado.



Em nossa visão, o único risco que o registro junto à registradora serviria a coibir, isto é, o risco de um crédito ser cedido duas vezes a cessionários diferentes, não seria de todo mitigado com o registro obrigatório, uma vez que a registradora não têm como controlar se o cedente que efetua o registro emitiu mais de um documento comprobatório para a mesma relação creditícia subjacente ao direito creditório – o que faria com que aparentemente existisse mais de um direito creditório, os quais seriam igualmente registráveis.

Por sua vez, os sistemas de controle adotados pela Kobold e aperfeiçoados ao longo dos últimos 25 (vinte e cinco) anos, ao monitorarem o crédito desde sua origem, incluindo a performance da obrigação subjacente, protegem contra a possibilidade de dupla emissão de documentos comprobatórios e, conseqüentemente, contra a evicção do FIDC adquirente de tais créditos. Assim, a capacidade de combate a fraudes desses sistemas é muito superior à dos sistemas de registro adotados pelas registradoras.

#### *Base legal para autorizar a registradora a funcionar*

Some-se ao argumento apontado acima o fato de o Banco Central do Brasil não ter competência para autorizar o funcionamento de qualquer entidade registradora de direitos creditórios, mas apenas daqueles aos quais a lei a ele expressamente atribuiu tal competência. Atualmente, existe base normativa para o registro de ativos financeiros, recebíveis constituídos no âmbito de arranjos de pagamento regulados pelo Banco Central do Brasil e duplicatas e CCB emitidas de forma escritural. Vários dos recebíveis com os quais os FIDC geridos pela Kobold operam não estão cobertos por esse rol. Nesse sentido, preocupa a Kobold o limitado número de direitos creditórios que será passível de aquisição no caso de ser obrigatório o registro, que poderá representar enorme diminuição do mercado potencial de atuação de FIDC.

Além disso, é da própria característica do direito que evolua de forma menos ágil que o mundo dos negócios. Porém, estruturas que poderiam vir a surgir estariam impedidas de utilizar a antecipação de recebíveis via FIDC por não existir uma registradora apta a realizar o registro desses direitos creditórios. Tal limitação prejudicaria o acesso ao crédito de um sem-número de empresas, agindo contra o desenvolvimento econômico, a geração de empregos e a geração de renda tributável.

Mesmo nos casos em que haja base legal, pode haver dificuldade técnica para a operacionalização do registro, de modo que este só venha a se tornar prático muito tempo depois da entrada em vigor da norma do Banco Central do Brasil que autorize o registro de tais direitos creditórios junto a uma entidade registradora. Nesse sentido, cite-se como exemplo as sucessivas prorrogações da entrada em vigor da Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 4.734 e da Circular do Banco Central do Brasil nº 3.952, ambas de 27 de junho de 2019.



### *Custos*

O registro junto a uma registradora, quando for a única forma admissível no direito brasileiro para a constituição de ônus e gravames sobre o direito creditório em questão ou para sua oponibilidade contra terceiros, poderá ser buscado pela gestora como parte da própria estratégia de investimento do FIDC. De forma similar, atualmente alguns FIDC optam por registrar publicamente a cessão dos direitos creditórios junto a um oficial de registro de títulos e documentos, para que seja oponível contra terceiros. Contudo, ressalte-se que o registro público da cessão ao FIDC representa custos e muitas vezes é mais vantajoso para a estratégia de investimento não realizá-lo. Essa situação deve sempre ser adequadamente comunicada aos investidores, mas não deve ser proibida.

Dessa forma, considerando os possíveis custos do registro junto a uma registradora e a inviabilidade de determinadas operações que dependeriam da cobrança de uma taxa de desconto bastante reduzida, sugerimos que, caso mantida a obrigatoriedade do registro, esse seja facultativo, podendo optar por ele o gestor que entenda benéfico para a estratégia de investimento, dando adequado *disclosure* em relação à não-contratação, quando for o caso.

Assim, cremos que a obrigatoriedade do registro de quaisquer direitos creditórios em registradora não só é desnecessária por não trazer claros benefícios aos cotistas ou ao mercado.

A previsão normativa da possibilidade – em vez da obrigatoriedade – de contratação de registradora traria maior flexibilidade aos prestadores de serviços para avaliarem a aplicabilidade no caso prático. Acreditamos que, ao invés de buscar impor ao mercado de FIDC a contratação de um novo prestador de serviço, essa CVM deveria exigir dos gestores que tenham como realizar o controle sobre os direitos creditórios de modo a prevenir, com elevado grau de segurança, que sejam cedidos direitos creditórios inexistentes ou cedidos em duplicidade.

Alternativamente, a Kobold sugere que essa flexibilidade para não contratar o registro dos direitos creditórios seja assegurada, ao menos, às classes de cotas destinadas exclusivamente à colocação junto a investidores qualificados, como já é feito hoje. Isso porque a tais classes de cotas deveria ser garantida ampla liberdade contratual, nos termos da Lei da Liberdade Econômica, de modo que os investidores e o gestor possam pactuar a estratégia de investimento que melhor lhes aprouver, considerando o apetite de risco dos investidores.



Colocamo-nos à disposição da CVM para esclarecer qualquer um dos pontos aqui apresentados e pedimos a gentileza de que quaisquer comunicações, entendimentos ou esclarecimentos com relação aos nossos comentários e sugestões nos sejam enviados aos contatos indicados abaixo:

**Kobold Gestora de Fundos Ltda.**

Avenida Angélica, nº 2.346, 16º andar, conj. 161B  
Consolação – São Paulo – SP – 01403-001

At.: Sr. Fernando Ribeiro | [fernando.ribeiro@kobold.com.br](mailto:fernando.ribeiro@kobold.com.br)

Aproveitamos a oportunidade para renovar nossos votos de estima e consideração para com essa CVM e seus colaboradores.

Sendo o que nos cumpria para o momento, subscrevemo-nos.

Cordialmente,

**KOBOLD GESTORA DE FUNDOS LTDA.**