

PINHEIRO GUIMARÃES

AV. RIO BRANCO 181, 27º ANDAR
20040-918 RIO DE JANEIRO, RJ

TEL.: (21) 4501-5000
FAX : (21) 4501-5025

Rio de Janeiro, 15 de abril de 2021

Comissão de Valores Mobiliários – CVM
Rua Sete de Setembro 111, 33º andar
20050-901 Rio de Janeiro, RJ

At.: Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)

Audiência Pública SDM n.º 08/20 Sugestões e Comentários

Prezados Senhoras e Senhores,

Fazemos referência ao Edital de Audiência Pública SDM n.º 08/20, datado de 1º de dezembro de 2020 ("Edital de Audiência Pública" e "Audiência Pública"), referente à minuta de Resolução da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") que disporá sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como a prestação de serviços para os fundos ("Resolução"), incluindo anexos normativos referentes aos fundos de investimento financeiros ("FIFs" e "Anexo Normativo I") e aos fundos de investimento em direitos creditórios ("FIDCs" e "Anexo Normativo II").

Primeiramente, servimo-nos da presente para cumprimentar essa D. CVM por, mais uma vez, responder a solicitações e necessidades da indústria e do mercado. Entendemos que as propostas apresentadas por essa D. CVM por meio do Edital de Audiência Pública tendem, em sua grande maioria, a beneficiar a indústria de fundos de investimentos como um todo e, conseqüentemente, o funcionamento do mercado de capitais.

Não obstante, entendemos que existem certos aspectos contidos na Resolução e em seus anexos normativos que deveriam ser aprimorados ou melhor esclarecidos. Neste sentido, na esperança de auxiliarmos no aperfeiçoamento das regras para o mercado como um todo, apresentamos abaixo nossas sugestões e comentários ao Edital de Audiência Pública.

Termos ou expressões indicadas em letras maiúscula nesta correspondência e não aqui definidos, terão os significados a eles atribuídos no Edital de Audiência Pública ou na Resolução, conforme o caso.

A. RESOLUÇÃO

1. Valor da Cota e Valor da Cota para Emissão (Artigos 14 e 19 da Resolução)

O §3º do artigo 14 da Resolução, conforme proposta, dispõe que "*caso o fundo conte com diferentes classes de cotas, o valor da cota do dia de cada classe resulta da divisão do valor do patrimônio líquido da respectiva classe pelo número de cotas da mesma classe.*"

No entanto, caso haja subclasses de cotas, o valor de cada subclasse pode ser diferente. Nossa sugestão seria a inclusão de redação para esclarecer que, em caso de existência de subclasses, a forma de cálculo do valor das cotas será determinada no regulamento do fundo

Em relação ao valor da cota para emissão, conforme proposto no artigo 19 da Resolução, entendemos que no caso de emissão de cotas de fundos fechados o valor de emissão não deveria obrigatoriamente ser o valor da cota do dia ou do dia seguinte. Caso as cotas de fundos fechados sejam, como é usual, negociadas em mercados organizados, pode ocorrer o descasamento entre o valor patrimonial e o valor de mercado das cotas do fundo.

A título meramente exemplificativo, na situação em que o valor de mercado das cotas de determinado fundo negociado em mercado organizado seja substancialmente menor do que o seu valor patrimonial, a utilização do valor patrimonial na emissão de novas cotas, conforme prescrito no artigo 19 da Resolução, poderia inviabilizar a colocação das novas cotas do fundo.

Assim, a mudança ora pleiteada visa a possibilitar que as cotas de fundos negociados em mercado organizado sejam emitidas e integralizadas, conforme for determinado na assembleia (ou ato do administrador) que deliberar a emissão, (a) pelo valor patrimonial; (b) pelo preço obtido mediante a aplicação de ágio ou deságio sobre o valor patrimonial atualizado da cota, conforme definido pelo gestor ou consultor especializado, tendo como base a média do valor de mercado das cotas do fundo apurada em um intervalo mínimo (30 (trinta) dias, por exemplo; (c) pelo valor determinado com base na expectativa de rentabilidade do fundo; ou, ainda, (d) pelo valor aprovado com base em outro critério, conforme previsto previamente no regulamento. Tal preço de emissão e integralização seria definido (a) na deliberação do administrador para as emissões de cotas até o limite do patrimônio autorizado; ou (b) na assembleia geral de cotistas que aprovar a respectiva emissão.

2. Transferência de Cotas de Classe Aberta (Artigo 16 da Resolução)

Sugerimos esclarecer que as cotas de classe aberta podem ser transferidas caso (i) sejam utilizadas para integralizar cotas de outros fundos, passando, assim da propriedade do cotista original para a propriedade de fundo cujas cotas foram integralizadas mediante entrega das cotas de classe aberta, e (ii) sejam originalmente detidas por fundo de investimento, sejam objeto de amortização ou resgate, passando assim à propriedade do cotista do fundo cujas cotas foram amortizadas ou resgatadas.

3. Regras sobre Distribuição de Cotas (Artigos 20 e seguintes, 24 e 65 da Resolução)

Sugerimos esclarecer que é permitido que o regulamento do fundo estabeleça patrimônio autorizado, dentro do qual poderão ser emitidas cotas sem aprovação da assembleia geral de cotistas, em linha com o que já é permitido aos fundos de investimento imobiliário ("FIIs") (cuja regulamentação prevê que o regulamento deve dispor sobre "*possibilidade ou não de futuras emissões de cotas e, se for o caso, autorização para a emissão de novas cotas a critério do administrador, independentemente de aprovação em assembleia geral e de alteração do regulamento*") e fundos de investimento em participações ("FIPs") (cuja regulamentação prevê atualmente que o regulamento deve dispor sobre "*possibilidade ou não de futuras emissões de cotas, direito de preferência dos cotistas à subscrição de novas emissões e, se for o caso, autorização para a emissão de novas cotas a critério do administrador ou gestor, independentemente de aprovação em assembleia geral e de alteração do regulamento*").

Tal disposição está prevista para os FIDCs, conforme artigo 26, inciso X, do Anexo Normativo II, mas entendemos que deveria ser aplicável a todos os fundos e não apenas aos FIDCs. Esse ajuste teria impacto, entre outros, nos artigos 24 e 65 da Resolução.

4. Informação sobre Lista de Subscrição de Cotas de Classe Fechada (Artigo 20, §4º, da Resolução)

Sugerimos que o prazo de envio da lista de subscrição de cotas de classe fechada seja contado do encerramento da distribuição, e não da última subscrição, conforme proposto na Resolução, haja vista a possibilidade de ausência de novas subscrições dentro do período de distribuição sem que o distribuidor saiba que não haverá mais subscrições.

5. Segregação de Valores Integralizados Enquanto não Encerrada a Oferta (Artigo 26, §2º, da Resolução)

Sugerimos que, no contexto da segregação de valores integralizados no decorrer de distribuições públicas de cotas, seja esclarecido que a permissão para que os valores decorrentes de integralizações de cotas sejam aplicados na forma prevista no regulamento após "*alcançado o valor mínimo previsto para a distribuição de cotas*" só deve ser aplicável caso tal valor mínimo desconsidere as cotas cuja subscrição esteja condicionada na forma da regulamentação em vigor ou que tenham sido subscritas por partes relacionadas (conforme regulamentação em vigor).

O objetivo seria evitar que seja equivocadamente considerado que o valor mínimo foi colocado, sendo depois verificado que cotas subscritas foram canceladas em razão de subscrições condicionadas (à colocação do volume total da oferta, por exemplo).

6. Identificação de Fatores de Risco no Regulamento (Artigo 44, IX, da Resolução)

A Resolução propõe, no artigo 44, IX, que sejam obrigatoriamente identificados os fatores de risco no regulamento do fundo.

Em nossa opinião, referida proposta deveria ser excluída, tendo em vista o caráter muitas vezes dinâmico dos fatores de risco, uma vez que, regra geral, o regulamento só pode ser alterado mediante assembleia geral de cotistas.

Deste modo, sugerimos que a exigência de identificação dos fatores de risco seja incluída no Capítulo V – Documentos e Informações do Fundo, Seção II – Lâmina de Informações Essenciais, de cada Anexo, ou que tenha sua inclusão limitada aos documentos de oferta pública de cotas dos fundos.

Entendemos que as informações que podem, independentemente da vontade dos prestadores de serviço do fundo, ou de seus cotistas ser alteradas ou atualizadas, tais como fatores de risco e regras de tributação, não deveriam constar do regulamento do fundo, dada sua natureza dinâmica.

7. Parâmetros das Taxas de Administração e de Gestão (Artigo 44, X e XI, da Resolução)

No artigo 44, X e XI da Resolução, é proposto que as taxas de administração e de gestão sejam fixas e expressas em percentual anual do patrimônio líquido e patrimônio líquido do fundo, respectivamente (base 252 dias).

A nosso ver, as taxas de administração e de gestão de fundos destinados a investidores qualificados podem ter outros parâmetros para sua determinação, tais como capital comprometido ou rentabilidade de determinados tipos de ativos que façam parte da carteira de investimentos do fundo. Portanto, sugerimos que seja permitida, ao menos para fundos destinados a investidores qualificados, a previsão de que devam estar previstas no regulamento "*a remuneração do administrador, do gestor e a taxa total de serviços e o critério para sua fixação*".

Tal liberdade na fixação dos parâmetros de remuneração dos prestadores de serviços está em linha com os princípios trazidos pela Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019 ("LLE"). Entendemos que, observada a transparência com os investidores, as partes devem, em linha com a LLE, ter flexibilidade para pactuar sua remuneração.

8. Referência a "Distribuição de Resultados" (Artigo 44, XVI, da Resolução)

A proposta trazida no artigo 44, XVI da Resolução, dispõe que o regulamento deve, obrigatoriamente, tratar da distribuição de resultados, se for o caso, compreendendo os prazos e condições para pagamento.

Sugerimos que seja esclarecida a referência à "distribuição de resultados", tendo em vista que sempre será realizada mediante amortização de cotas, passando o inciso XVI do artigo 44 da Resolução a vigorar com a seguinte redação: "*XVI – distribuição de resultados mediante amortização de cotas, se for o caso, compreendendo os prazos e condições de pagamento;*". A sugestão visa tão somente esclarecer que os resultados dos fundos são distribuídos sempre mediante amortização (e/ou resgate, no caso de fundos abertos) de suas cotas.

9. Alterações ao Regulamento (Artigo 45, Parágrafo Único, da Resolução)

O parágrafo único do artigo 45 da Resolução, conforme proposta, dispõe sobre as matérias que dependem de aprovação unânime de todos os cotistas do fundo e prevê que "*as alterações de regulamento são eficazes apenas a partir do decurso de, no mínimo, 30 (trinta) dias, ou do prazo para pagamento de resgate estabelecido no regulamento, o que for maior ...*".

Sugerimos inclusão de regra aplicável a tais alterações caso sejam relacionadas a fundos fechados, por exemplo, complementando tal parágrafo com a seguinte redação (sugestões em azul): "*as alterações de regulamento são eficazes apenas a partir do decurso de, no mínimo, 30 (trinta) dias, ou do prazo para pagamento de resgate estabelecido no regulamento, o que for maior, no caso de fundos abertos, e de, no mínimo, 30 (trinta) dias, no caso de fundos fechados, e, em qualquer caso, após a disponibilização do resumo de que trata o art. 75". A sugestão tem apenas o objetivo de esclarecer que a regra se aplica a fundos fechados também.*

10. Administrador Atuando como Gestor (e Custodiante) (Artigos 78 e 80, entre Outros ao Longo da Resolução)

A Resolução propõe, em seus artigos 78 e 80, que os administradores podem ser pessoas jurídicas autorizadas pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários na categoria de administrador fiduciário e que os gestores podem ser pessoa natural ou jurídica credenciada como administradora de carteiras de valores mobiliários pela CVM na categoria de gestor. Propõe também os serviços que podem ser contratados, conforme o caso, pelo administrador e pelo gestor.

Entendemos e estamos de acordo com a redistribuição de atribuições e a retirada do protagonismo do administrador que muitas vezes não refletia a realidade das operações.

No entanto, ao serem redivididas as atribuições do gestor e do administrador, não ficou clara, a nosso ver, que há a possibilidade de a mesma pessoa jurídica (devidamente cadastrada como administrador fiduciário e como gestor perante a CVM) atuar tanto como administrador quanto gestor.

Deste modo, sugerimos que seja esclarecido que tais prestadores de serviço (e o custodiante) não precisam necessariamente ser pessoas distintas, pois tais prestadores de serviço são sociedades reguladas e cadastradas pela CVM, tendo obrigações e normas de conduta a serem observadas e atuando sempre sob fiscalização da CVM.

B. ANEXO NORMATIVO I - FIFs

1. Subclasses de Cotas (Artigo 7º do Anexo Normativo I)

Propõe essa D. CVM, conforme redação do artigo 7º do Anexo Normativo I, que possam ser emitidas subclasses de cotas diferenciadas exclusivamente por: "I – prazos e condições de aplicação, amortização e resgate; e II – taxas de administração, gestão, performance, custódia, entrada e saída".

Sugerimos que possam ser estabelecidos no regulamento do FIFs outras formas de diferenciação entre subclasses quando o fundo for destinado exclusivamente a investidores qualificados, tais como relacionadas à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos, das amortizações ou do saldo de liquidação do fundo.

Tal possibilidade já existe atualmente em relação aos FIIs destinados a investidores qualificados – vide artigo 55, inciso V da Instrução CVM nº 472, 31 de outubro de 2008 ("Instrução CVM 472"), que permite que FIIs destinados exclusivamente a investidores qualificados podem "*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*".

Os FIPs, da mesma forma, também podem atribuir às classes de cotas distintos direitos econômico-financeiros, exclusivamente quanto "*I – à fixação das taxas de administração e de gestão; e II – à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos, das amortizações ou do saldo de liquidação do fundo*", conforme artigo 19 da Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016 ("Instrução CVM 578"). Ainda em linha com a regulamentação atualmente aplicável aos FIPs, caso o fundo seja destinado a investidores profissionais poderiam, ainda, ser atribuídas às classes outros direitos econômico-financeiros.

O objetivo seria para flexibilizar as regras aplicáveis aos FIFs destinados a investidores qualificados e equipará-las a outros fundos de investimento. Uma sugestão seria tratar das subclasses e dos critérios possíveis de diferenciação entre elas na própria Resolução, e não em cada Anexo Normativo (observadas as restrições específicas ou regras adicionais de cada tipo fundo).

2. Prazo para Enquadramento (Artigo 49 do Anexo Normativo I)

Sugerimos esclarecer, no artigo 49, inciso II, do Anexo Normativo I e no §3º do mesmo artigo 49, que os prazos de enquadramento para cotas de classe fechada são aplicáveis a contar "*da data de encerramento de cada distribuição, para as classes fechadas*". A sugestão tem apenas o objetivo de esclarecer que a regra se aplica a cada distribuição de cotas e não apenas da primeira. De outra forma, o fundo precisaria estar enquadrado em seguida de cada captação de recursos, o que muitas vezes não é viável dadas as características de cada fundo e sua política de investimentos.

3. Investimento em Cotas de FIDC por FI-Infra (Artigo 75, §2º, do Anexo Normativo I)

Propõe essa D. CVM, no artigo 75, §2º do Anexo Normativo I, que para fins de aplicação do FI-Infra, os Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI e as classes fechadas de FIDC devem ser de classe única ou de subclasse sênior.

Entendemos, no entanto, que deve ser esclarecido que as cotas podem ser de subclasse sênior ou podem não ser divididas em subclasses, pois a redação, como proposta, pode levar à interpretação de que os FI-Infra só podem investir em fundos que tenham apenas uma classe, ou seja, que não tenham emitido múltiplas classes, ainda que a classe investida não tenha sido dividida em subclasses.

Sugerimos as seguintes alterações: "*§ 2º Para fins de aplicação do FI-Infra, os Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI e as classes fechadas de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC devem ser ~~de classe única-ou~~ de subclasse sênior ou de classe que não conte com subclasses.*"

C. ANEXO NORMATIVO II – FIDCs

1. Definição de Direitos Creditórios não Padronizados (Artigo 2º, XIV, do Anexo Normativo II)

A definição de direitos creditórios não-padronizados, proposta no artigo 2º, XIV do Anexo Normativo II, prevê diversas hipóteses para enquadramento.

É nosso entendimento que a definição deveria ser expandida para incluir "*outros direitos creditórios de natureza diversa*" ou conceito similar. Tal fundo, especialmente tendo em vista os preceitos da LLE, é o veículo para investimentos alternativos e limitar o rol de direitos creditórios pode inviabilizar operações futuras.

2. Permissão para FIDCs Adquirirem Cotas de FIDCs e Extinção dos FIC-FIDCs (Artigos 2º, XV, 47, §3º, e 49 e seguintes do Anexo Normativo II)

O artigo 47, §3º, do Anexo Normativo II proposto por essa D. CVM propõe que seja vedada a aquisição por um FIDC de cotas de emissão de outro FIDC.

Em nossa opinião, deveria-se permitir que FIDCs possam adquirir cotas de outros FIDCs, com a consequente extinção dos FIC-FIDCs, em linha com a regulamentação aplicável a FIIs e FIPs.

A própria Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014 ("Instrução CVM 555") atualmente permite que fundos de investimento (que não fundos de investimento em cotas de fundos de investimento) apliquem seus recursos em cotas de outros fundos, inclusive FIDCs, desde que observados os limites de concentração aplicáveis.

Por sua vez, a Instrução CVM 472, autoriza FIIs a investirem em cotas de outros FIIs¹ e a Instrução CVM 578, permite que FIPs invistam em cotas de outros FIPs².

Inclusive, com vistas à padronização, modernização e simplificação da regulamentação dos fundos de investimento, na Instrução CVM 472 e na Instrução CVM 578 não há sequer a previsão de constituição de fundos para aplicação em cotas de FII ou FIP, respectivamente.

No âmbito da edição da Instrução CVM 472, que teve por objetivo "atualizar a disciplina dos FII, de modo a aproximá-los dos demais fundos regulados pela CVM e modernizar as regras que regem sua constituição e seu funcionamento", a CVM "entendeu não ser necessária no atual estágio a criação do fundo de cotas, dada a expressa autorização para a aquisição de cotas de FII."³

Igualmente, no âmbito da edição da Instrução CVM 578, a CVM entendeu ser pertinente a exclusão da figura do fundo de investimento em cotas de FIP originalmente proposta na minuta de tal instrução, ficando o FIP "autorizado a investir em outros FIP, nos termos do art. 13 da nova Instrução, sem qualquer limitação, assim como já ocorre para os FII, tornando mais simples as regras de enquadramento."⁴

Em linha com o racional adotado para os fundos estruturados mencionados acima, entendemos ser oportuna a avaliação, pela CVM e pelo Banco Central do Brasil, junto ao Conselho Monetário Nacional, sobre a necessidade de manutenção da figura do FIC-FIDC, ou, ainda que se entenda pertinente a manutenção de tal figura, a necessidade de alteração da Resolução CMN nº 2.907, de 29 de novembro de 2001 ("Resolução 2907") para autorizar expressamente a aplicação, por FIDCs, em cotas de outros FIDCs. Afinal, ainda que se entenda

¹ "Art. 45. A participação do fundo em empreendimentos imobiliários poderá se dar por meio da aquisição dos seguintes ativos: VI – cotas de outros FII".

² "Art. 13. Os FIP podem investir em cotas de outros FIP ou em cotas de Fundos de Ações – Mercado de Acesso para fins de atendimento ao limite mínimo de 90% referido no caput do art. 11."

³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Relatório de Análise SDM, Processo nº 2004/4101 – Audiência Pública 01/2008.

⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Relatório de Análise, Audiência Pública SDM Nº 05/2015 – Processo CVM RJ- 2012-10107.

pertinente a manutenção da figura dos FIC-FIDCs entendemos ser perfeitamente possível a coexistência de dois veículos autorizados a investirem em cotas de FIDCs, os próprios FIDCs e os FIC-FIDCs.

Adicionalmente, a nosso ver, seria paradoxal vedar aos FIDCs a aquisição de cotas de outros fundos de investimento da mesma natureza quando outros fundos estruturados, até mesmo fundos de investimento destinados ao varejo, podem fazê-lo, e em determinados casos, sem quaisquer limitações (como é o caso dos FIIs).

Alternativamente, caso a CVM não concorde com a exclusão da vedação à aquisição de cotas de outros FIDCs por FIDCs, sugerimos esclarecer que tais ativos podem ser adquiridos como ativos financeiros. Assim, ainda que essa D. CVM entenda que não podem ser adquiridas cotas de outros FIDCs para fins de enquadramento de 50% do patrimônio do fundo em direitos creditórios, tais investimentos podem estar incluídos nos ativos financeiros autorizados a fazer parte da carteira dos FIDCs.

Isto porque esta disposição conflita com o artigo 15, I do próprio Anexo Normativo II em relação ao enquadramento de cotas de FIDC como ativo financeiro. Além disso, o investimento em cotas de FIDCs integra o segmento de renda fixa das entidades abertas de previdência complementar (artigo 8º, IV (d) do Regulamento anexo à Resolução CMN nº 4.444, de 13 de novembro de 2015) e de entidades fechadas de previdência complementar (artigo 21, III (e) da Resolução CMN nº 4.661, de 25 de maio de 2018), e é, de acordo com a proposta apresentada ao mercado, permitido aos FIFs.

3. Definições de Índice Referencial e Séries (Artigo 2º, XVII e XXVII, do Anexo Normativo II)

A proposta para o artigo 2º, inciso XVII, do Anexo Normativo II de que índice referencial seja um índice quantitativo utilizado para calcular a remuneração de uma subclasse de cotas de classe fechada ou, de uma série de cotas seniores e para o inciso XXVIII do mesmo artigo 2º, de que séries sejam "subconjuntos de cotas sênior das classes fechadas, podendo ser diferenciados exclusivamente pelos prazos e condições de amortização e pelo índice referencial", trazem referências à classe fechada.

Sugerimos que sejam excluídas as referências à classe fechada de ambas as definições, tendo em vista que classes abertas também podem ter cotas seniores e subordinadas, de forma que também devem, nesse caso, ter índices referenciais.

4. Definição de Originadores (Artigos 2º, XXI e 32, V (f) do Anexo Normativo II)

De acordo com o artigo 2º, inciso XXI, do Anexo Normativo II, o originador seria: "*agente que tenha atuação na concessão primária do crédito e concorra diretamente para a formação do direito creditório, incluindo aqueles que atuam na qualidade de representante ou mandatário de um dos contratantes, o que inclui a relação comercial inicialmente feita com o devedor no momento da concessão do crédito, mas não fica a ela limitada*".

Ao nosso ver, esta definição de originadores está muito ampla, tendo consequências nos artigos 32, V (f) e 43 do Anexo Normativo II.

Sugerimos que a definição de originador seja alterada para excluir agentes que concorram para a formação do crédito, estando limitados aos que efetivamente concedem o crédito e são parte credora da relação jurídica original da constituição da relação creditícia. De outra forma, entendemos que há risco de interpretação demasiadamente ampla sobre quem estaria incluído em tal definição.

5. Conceito de Securitização Estática (Artigo 2º, XXVI, do Anexo Normativo II)

Conforme colocado por esta D. CVM, o Anexo Normativo II apresenta uma definição de "securitização estática", sem, contudo, efetivamente utilizá-la para fins normativos.

Sugerimos que caso o intuito seja mesmo o de flexibilizar alguns requisitos normativos que de outra forma seriam aplicáveis a tais tipos de operação, seja excluída a necessidade de observância do disposto no artigo 41, quanto à verificação de lastro trimestral pelo custodiante em FIDCs estruturados exclusivamente para operação de securitização estática, ainda que tenha sido feita por amostragem, tendo em vista a ausência de alteração na base analisada ao longo do tempo.

6. Exceção para Precatórios Federais (Artigos 2º, Parágrafo Único, II, e 39, VI (a) do Anexo Normativo II)

Sugerimos que seja alterada a referência aos precatórios federais para quaisquer créditos decorrentes de ações judiciais contra o governo federal. Alternativamente, pode ser incluída a expressão "pré-precatório".

Quanto limite de concentração, entendemos que não deveria ser estabelecido o limite de 20%. Não há limites, por exemplo, para a aplicação em títulos emitidos pela União Federal. Seguindo a mesma lógica de risco de crédito, não deveria haver tal limite para precatórios federais.

Sugerimos avaliar também a inclusão de precatórios de outros entes federativos, ainda que apenas para fundos destinados a investidores profissionais.

7. Definição de Benefícios Socioambientais (Artigo 4º do Anexo Normativo II)

A minuta proposta por essa D. CVM propõe, no artigo 4º do Anexo Normativo II, que apenas classes de cotas de FIDC que invista preponderantemente em direitos creditórios que gerem benefícios socioambientais possam utilizar o termo "Socioambiental" em sua denominação.

Em nossa opinião, precisa haver uma melhor definição do que seriam tais benefícios socioambientais. Por exemplo, seria importante esclarecer se tais investimentos estariam limitados a ativos que se enquadrem, por exemplo, no disposto no Decreto nº 10.387, de 5 de junho de 2020 e/ou sejam considerados "*green bonds*" ou se poderiam incluir qualquer título que tenha como destinação de recursos projetos sustentáveis ou de apelo socioambiental, ou, ainda, que sejam originados por sociedades (ou devidos por devedores) que adotem políticas de impacto socioambiental positivo, independente da destinação dos recursos do crédito cedido ao FIDC. Nesse contexto, também importante verificar se haverá necessidade de alguma certificação ou verificação de tal condição nos ativos parte da carteira do fundo por parte de algum prestador de serviços do fundo ou terceiros contratados especificamente para tal fim.

8. Valor de Emissão de Cotas de Fundo Fechado (Artigo 11 do Anexo Normativo II)

Sugerimos adicionar à proposta de redação do artigo 11 do Anexo Normativo II, que dispõe que na emissão de cotas de classe aberta seja utilizado o valor da cota em vigor no próprio dia ou no primeiro dia útil subsequente ao da efetiva disponibilidade dos recursos aplicados pelo investidor, regra relacionada ao valor de emissão de cotas de fundo fechado ou referência a que a mesma seja estabelecida no regulamento do fundo.

Além disso, em linha com nosso comentário aos artigos 14 e 19 da Resolução, entendemos que deve ser permitida a emissão de cotas de FIDCs fechados por valor que não o patrimonial. O valor de emissão pode ser determinado em assembleia ou, em caso de emissão no âmbito de patrimônio autorizado, no ato no qual tal emissão for aprovada, com base no valor patrimonial,

no valor de mercado das cotas, com base na expectativa de rentabilidade das cotas ou com base em outro critério, conforme previsto previamente no regulamento. Vide comentário no item A. 1 acima. Entendemos que essa sugestão encontra amparo nos preceitos da LLE.

9. Equiparação de Cotas de Subclasse Única (Artigo 13 do Anexo Normativo II)

A proposta do artigo 13 do Anexo Normativo II, acerca da vedação da distribuição de cotas do FIDC junto a cedentes de direitos creditórios, exceto quando se tratar de cotas que se subordinem a todas as demais para efeito de amortização e resgate, é prejudicial ao desenvolvimento do mercado de FIDCs e vai de encontro aos preceitos da lei de liberdade econômica, a nosso ver.

Primeiramente, tal restrição existia apenas em relação a instituições financeiras cedentes, nos termos da Resolução 2907. Essa restrição, em nosso entendimento, já deveria ser revisitada, pois é comum os cedentes terem interesse, por exemplo, em adquirir cotas de classe (*i.e.* subclasse) única e cotas subordinadas mezanino. Essa estrutura muitas vezes é do interesse dos demais investidores, pois demonstra alinhamento de interesses do cedente com os demais investidores.

Portanto, sugerimos excluir esse artigo 13 ou restringi-lo às hipóteses previstas na Resolução 2907, qual seja, àquelas em que os cedentes são instituições financeiras ou sociedades de arrendamento mercantil.

10. Exigência das Cotas de FIDC Colocadas Junto ao Público em Geral Sejam Apenas Cotas Seniores (Artigo 14, II, do Anexo Normativo II)

Um dos requisitos para distribuição de cotas junto ao público em geral propostos por essa D. CVM é o de que a disponibilização ao público em geral seja apenas de cotas seniores.

A nosso ver, essa proposta é prejudicial ao público em geral e limita a capacidade de estruturação de fundos destinados ao público em geral e conseqüentemente afeta a criação de mercado secundário ativo de cotas de FIDC. A liberdade na definição das classes a serem ofertadas ao público é da essência de um produto estruturado como um FIDC. Entendemos que a exigência de classificação de risco para as cotas promove segurança e transparência para a avaliação dos riscos pelos investidores em geral. Além disso, não há exigência similar para FIIs e FIFs.

Deste modo, sugerimos excluir a exigência de que as cotas de FIDC colocadas junto ao público em geral sejam apenas cotas seniores.

11. Retenção Substancial de Risco pelo Cedente (Artigo 14, III, do Anexo Normativo II)

Entendemos que o conceito proposto por V.Sas. para o artigo 14, inciso III, do Anexo Normativo II, de que na distribuição de cotas de FIDC junto ao público em geral a classe deve contar com retenção substancial de riscos e benefícios por parte do cedente ou terceiros, conforme definição disposta nas normas contábeis emitidas pela CVM para as companhias abertas, não é no melhor interesse do mercado e desestimula substancialmente a estruturação de fundos de investimento destinados ao público em geral. Um dos principais estímulos à constituição de fundos monocedentes é a transferência de riscos ao FIDC. Exigir a retenção de risco inviabilizaria diversas operações.

Além disso, como mencionado acima, as cotas serão avaliadas por agência de classificação de risco, e, assim, as informações sobre os riscos a serem avaliados já estarão disponíveis aos investidores.

Assim sendo, sugerimos que seja excluída a exigência de que as cotas de FIDC colocadas junto ao público em geral contem com retenção substancial de risco pelo cedente.

12. Ativos Financeiros que não Podem ser Adquiridos pelo Público em Geral (artigos 14, V, (c) e 15, I e II, do Anexo Normativo II)

A minuta propõe, nos artigos 14, V, (c) e 15, I e II do Anexo Normativo II, que a política de investimento não admita aplicações em ativos financeiros que não possam ser adquiridos pelo público em geral.

Em nossa opinião, a proposta referida deve esclarecer quais são os ativos financeiros que não podem ser adquiridos pelo público em geral ou tal proibição deveria ser excluída.

13. Subscrição e Integralização das Cotas (Artigo 17 do Anexo Normativo II)

A redação proposta por esta D. CVM para o artigo 17 do Anexo Normativo II dispõe que a integralização de cotas subordinadas pode ser feita em direitos creditórios.

A nosso ver, deve ser esclarecido na norma que (i) as cotas de "subclasse" única, ou seja, as cotas cuja classe não esteja subdividida em subclasses, também podem ser integralizadas em direitos creditórios; e (ii) as cotas subordinadas ou de "subclasse" única podem ser integralizadas com outros ativos admitidos na carteira do FIDC.

14. Responsável pela Verificação de Lastro (Artigos 26, VII, 32, V (a), e 39, §5º, do Anexo Normativo II)

A proposta dos artigos 26, inciso VII, 32, inciso V, alínea (a), e 39, §5º, do Anexo Normativo II, é a de que o gestor, apenas, tenha autorização para verificar o lastro.

Em nossa opinião, a verificação de lastro deveria poder ser feita pelo gestor ou por terceiro por ele contratado, inclusive podendo tal terceiro ser outro prestador de serviços do fundo, como o custodiante, sem que haja prejuízo à lisura do processo de verificação de lastro.

15. Direitos das Subclasses (Artigos 33 e 40 do Anexo Normativo II)

O artigo 33 do Anexo Normativo II propõe, acerca dos direitos das subclasses, que as subclasses de cotas seniores e subordinadas possuam iguais direitos e obrigações em assembleia geral e especial.

Entendemos que deve ser esclarecido que pode haver deliberações sujeitas à aprovação de determinada subclasse de cotas, com votação separada. Por exemplo, existem matérias nas quais o cotista subordinado deve ter direito a veto, por ser diretamente afetado (como, por exemplo, emissão de novas cotas seniores, ou aumento da meta de rentabilidade das cotas seniores).

16. Resgate e Amortização de Cotas Subordinadas (Artigo 34, Parágrafo Único, do Anexo Normativo II)

Essa D. CVM propõe no parágrafo único do artigo 34, do Anexo Normativo II, que os cotistas subordinados dissidentes possam amortizar ou resgatar suas cotas, desde que o façam sem comprometer o índice de subordinação.

Sugerimos, apenas para fins de consistência, que seja esclarecido que tal resgate de cotas subordinadas (inclusive de cotas de subclasses subordinadas mezanino), sem prejuízo da manutenção do índice de subordinação, deve ser feito em observância à ordem de prioridade das subclasses de cotas.

17. Exigência de Registro dos Direitos Creditórios em Sistema de Registro (Artigo 36, I, do Anexo Normativo II)

Em nossa opinião, a exigência proposta por essa D. CVM, no inciso I do artigo 36 do Anexo Normativo II, de que o administrador deve contratar, dentre outros, o serviço de registro de direitos creditórios por entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil deve ser restringida a depender dos tipos de ativo parte da carteira do FIDC e da disponibilidade de sistemas de registro e suas funcionalidades à época.

Sabemos que as entidades registradoras prestam serviços de registro a um rol limitado de ativos, tais como duplicatas escriturais e créditos consignados, mas há vários tipos de direitos creditórios para os quais não há atualmente sistema de registro, tais como direitos decorrentes de precatórios. Sendo assim, sugerimos que a exigência de registro dos direitos creditórios em sistema de registro seja aplicável apenas aos direitos creditórios passíveis de registro à época (deve haver sistema apto para tal registro ser efetuado), sendo que, em caso de início de prestação desse serviço após a constituição de um FIDC, deveria haver um prazo para adaptação operacional.

Sugerimos, outrossim, que seja considerada a exclusão de tal exigência quando o FIDC for destinado a investidores profissionais, capazes de avaliar a relação entre o custo associado ao registro dos direitos creditórios e a segurança por ele agregada.

18. Contratação do Agente de Cobrança (Artigos 36, §2º e 38, I, do Anexo Normativo II)

De acordo com a proposta feita por essa D. CVM, os artigos 36, §2º e 38, inciso I, do Anexo Normativo II dispõem respectivamente que (i) o cedente dos direitos creditórios pode ser contratado pelo administrador, em nome do fundo, como agente de cobrança e (ii) que o gestor deve contratar, em nome do fundo, o agente de cobrança.

Nossa sugestão seria apenas esclarecer quem será o responsável pela contratação, em nome do fundo, do agente de cobrança.

19. Responsabilidade de Fiscalização pelo Administrador (Artigo 37, VI, do Anexo Normativo II)

De acordo com a proposta de redação apresentada por essa D. CVM, compete ao administrador do FIDC "*fiscalizar a gestão da carteira de ativos no tocante à implementação da política de investimento, conforme definida do Regulamento*".

Sugerimos a inclusão de esclarecimento de que tal responsabilidade limita-se a critérios objetivos, tais como a verificação dos limites de concentração. De outra forma, pode haver sobreposição nas atribuições, encarecendo a estrutura. Critérios subjetivos, comerciais e negociais não deveriam ser fiscalizados pelo administrador, tendo o gestor capacidade, inclusive regulatório haja vista ser cadastrado como gestor perante e CVM, para tomar tais decisões.

Assim, sugerimos que o dever de fiscalização se limite à verificação de critérios objetivos, tais como limites de concentração.

20. Responsabilidade Solidária entre Gestor e Consultor Especializado (Artigo 38, §3º, do Anexo Normativo II)

Entendemos que não deveria ser exigido que o contrato entre gestor e consultor contenha cláusula que estipule responsabilidade solidária. A solidariedade proposta no artigo 38, §3º do Anexo Normativo II não deveria ocorrer, a nosso ver, pois cada prestador de serviços ao FIDC deveria ser responsável por seus atos.

Em que pese a atividade de consultoria especializada não ser necessariamente atividade regulada pela CVM (nos termos em que utilizada em estruturas de FIDCs, e, portanto, não necessariamente constituindo consultoria em valores mobiliários nos termos da Resolução CVM nº 19, de 25 de fevereiro de 2021) entendemos que alocar tal responsabilidade ao gestor do fundo pode onerar por demais os gestores dos FIDCs. A existência de consultor especializado em FIDCs denota a demanda do mercado e das estruturas por prestadores de serviços especializados distintos dos gestores. O gestor deve atuar de forma diligente na avaliação dos consultores por ele, em nome do fundo, contratados, (*culpa in eligendo*) mas sem solidariedade mandatória. Essa responsabilidade já está prevista no § 4º do artigo 39 do mesmo Anexo Normativo II. Deve ser concedida às partes a faculdade (não obrigatoriedade) de contratação de consultor com cláusula de responsabilidade solidária.

Note-se que o artigo 1.368-D do Código Civil prevê que o regulamento poderá dispor sobre a limitação da responsabilidade dos prestadores de serviços, sem solidariedade. Assim, a exigência de que a solidariedade seja prevista nos contratos não se coaduna com os preceitos da lei de liberdade econômica nem com as disposições do Código Civil.

Deste modo, sugerimos a exclusão da exigência de inclusão no contrato entre gestor e consultor de cláusula estabelecendo responsabilidade solidária entre tais prestadores de serviço.

21. Responsabilidade pela Estruturação do FIDC (Artigo 39, I e §2º, do Anexo Normativo II)

Essa D. CVM propõe, no artigo 39, inciso I, do Anexo Normativo II, que o gestor seja responsável por estruturar o fundo e detalha o que é considerado estruturação do fundo.

É de nosso entendimento que muitas vezes o FIDC é estruturado conjuntamente pelo gestor e pelo cedente. Tal estruturação se dá, inclusive, com a participação de instituições financeiras que prestam (por vezes em conjunto com a coordenação da primeira oferta pública de cotas dos FIDC) tal serviço ao gestor/administrador/cedente.

Assim, pode ser equivocado e não retratar a realidade das operações atribuir ao gestor exclusivamente essa responsabilidade.

Desta forma, sugerimos (i) a exclusão da responsabilidade do gestor de estruturar o fundo; ou (ii) que a responsabilidade pela estruturação seja atribuída ao gestor *"em conjunto com o administrador e/ou o cedente e/ou devedor, conforme o caso, dos direitos creditórios, ou instituições participantes do sistema de distribuição de valores mobiliários contratadas no contexto da distribuição das cotas"*.

22. Atividades do Consultor Especializado (Artigo 39, §3º, do Anexo Normativo II)

Essa D. CVM propõe, no artigo 39, §3º, do Anexo Normativo II, um rol de atividades que devem ser exercidas pelo consultor especializado contratado pelo gestor, em nome do fundo.

Sugerimos que, às atividades já mencionadas no proposto dispositivo, seja acrescentada a precificação dos direitos creditórios.

23. Exigência de que a Verificação do Lastro Ocorra Antes da Aquisição dos Direitos Creditórios pelo FIDC (Artigo 39, §5º, do Anexo Normativo II)

Em nossa opinião, a proposta do artigo 39, §5º, do Anexo Normativo II, de que verificação do lastro dos direitos creditórios deva ser concluída previamente à aquisição dos direitos creditórios pelo FIDC, deve ser excluída.

Entendemos que tal disposição, a depender da natureza dos direitos creditórios e da frequência e quantidade das cessões, pode indevidamente onerar e mesmo inviabilizar operacionalmente determinadas estruturas.

24. Obrigação de Verificação da Regularidade Fiscal do Cedente por Parte do Gestor (Artigo 39, §8º, do Anexo Normativo II e Informe Mensal)

A proposta dessa D. CVM, conforme artigo 39, §8º, do Anexo Normativo II e Informe Mensal, é de que o gestor deva verificar a regularidade fiscal do cedente "*no âmbito das diligências relacionadas à aquisição de direitos creditórios*".

Apesar de, em princípio, entendermos que tal verificação seria benéfica ao mercado de FIDC, tal exigência pode inviabilizar diversas estruturas, particularmente:

(i) as estruturas com revolvência, tendo em vista que tal verificação teria que ser mantida atualizada durante todo o período de revolvência (tendo em vista o prazo de validade das certidões aplicáveis), que potencialmente inclui o prazo de duração do fundo; e

(ii) as estruturas com múltiplos cedentes, muitas vezes que não são identificados com antecedência suficiente para a realização de tal verificação.

Assim sendo, sugerimos que seja excluída esta obrigação, ou, de forma alternativa, seja estabelecida periodicidade semestral para o cumprimento da obrigação em questão.

25. Cobrança de Taxa de Performance (Artigo 40 do Anexo Normativo II)

O artigo 40 do Anexo Normativo II propõe que o regulamento possa estabelecer a cobrança de taxa de performance pelo gestor.

Sugerimos que seja esclarecido que a taxa de performance em FIDCs poderia ser paga a qualquer prestador de serviço do fundo, seja o gestor, o consultor, ou agente de cobrança.

26. Restrição de Relacionamento entre Custodiante e Gestor (Artigo 41, §1º, do Anexo Normativo II)

Propõe essa D. CVM, no artigo 41, §1º, do Anexo Normativo II, que o serviço de custódia de FIDC não possa ser prestado pelo gestor, por consultor especializado ou partes a eles relacionadas.

Tendo em vista que o gestor pode ser parte relacionada do administrador (ou mesmo o próprio administrador, atuando como gestor), tal

restrição exigiria que o administrador e custodiante não fossem partes relacionadas. Tal exigência, discutida inclusive no âmbito da audiência pública SDM 05/12, não deve prosperar, a nosso ver, pois traz uma série de implicações para o funcionamento da indústria (elevação de custos, aumento do risco operacional decorrente da maior circulação de documentos e de dados entre diferentes instituições, tempo maior de estruturação dos FIDCs em razão da necessidade de integração de plataformas e tecnologias, ...).

Além disso, tanto o custodiante quanto os prestadores de serviço essenciais quando já são credenciados junto à CVM, e, portanto, devem observar regras de conduta que assegurem segregação na prestação de serviços potencialmente conflitantes.

Pelo motivo acima exposto, sugerimos que seja excluída a restrição à possibilidade do custodiante ser parte relacionada do gestor do FIDC.

27. Restrição à Subcontratação do Consultor Especializado pelo Custodiante (Artigo 43 do Anexo Normativo II)

No artigo 43 do Anexo Normativo II foi proposto que os prestadores de serviço eventualmente subcontratados pelo custodiante não possam ser, em relação ao FIDC, consultores especializados ou partes a eles relacionadas.

Sugerimos que seja incluída ressalva em tal dispositivo quanto à prestação dos serviços de guarda de documentação comprobatória e complementar, pois, a nosso ver, não haveria motivo para que o consultor especializado não possa realizar tais serviços.

28. Possibilidade de Guarda de Documentos Comprobatórios pelo Cedente (Artigo 43, §1º, do Anexo Normativo II)

A minuta proposta por essa D. CVM dispõe, em seu artigo 43, §1º, do Anexo Normativo II, que o originador ou cedente dos direitos creditórios poderia realizar a guarda dos documentos relativos aos direitos creditórios, em FIDCs destinado exclusivamente a investidores profissionais e que não tenham suas cotas admitidas à negociação, observados alguns requisitos.

Entendemos que a possibilidade de guarda de documentação pelo cedente poderia ser estendida (i) a fundos destinados a investidores profissionais, independentemente de terem ou não suas cotas negociadas em bolsa e (ii) a fundos exclusivos ou restritos destinados a investidores qualificados.

Além disso, o rol de exigências para que o custodiante possa delegar a guarda dos documentos relativos aos direitos creditórios ao originador ou ao cedente nos parece muito restritivo.

Como forma de amenizar tal restrição, sugerimos que tais restrições sejam alternativas e não cumulativas, com exceção dos itens V e VI.

29. Restrição de Relacionamento entre Prestadores de Serviço do FIDC (Artigo 45, I, do Anexo Normativo II)

O artigo 45, I do Anexo Normativo II propõe que o regulamento possa admitir a aquisição pelo FIDC de direitos creditórios originados ou cedidos pelo administrador, gestor, consultoria especializada ou partes a eles relacionadas, desde que "*o administrador, gestor, consultor e entidade registradora não sejam partes relacionadas entre si*".

Em nossa opinião, para assegurar que haverá um terceiro independente para inibir situações de conflito de interesses bastaria que o administrador e o gestor, ou o administrador e o consultor (caso não haja gestor) não fossem parte relacionadas. Não seria necessário que todas as partes não fossem relacionadas.

Além disso, o artigo 45, I e parágrafo único, do Anexo Normativo II propõe que o exposto acima não seja aplicável ao FIDC destinado a investidores profissionais. Entendemos que também deveria ser permitido que FIDCs destinados a investidores qualificados possam adquirir créditos de partes relacionadas mesmo que o administrador, o gestor e outros prestadores de serviço sejam partes relacionadas entre si, caso conste expressamente do regulamento ou tal aquisição seja aprovada em assembleia.

Os FIPs e FIIs já estabelecem que hipóteses de conflito de interesses (como a aquisição de ativos de parte relacionada ao administrador ou ao gestor) sejam submetidas à assembleia geral. Não há, nesses fundos, vedação absoluta ou estabelecimento de condições detalhadas que devem ser atendidas para que tais operações possam ser realizadas. Caso a assembleia geral aprove a operação envolvendo a aquisição de ativos de parte relacionada do administrador ou gestor, a mesma pode ser realizada. Não vemos benefício na imposição ao FIDC normas mais rígidas do que em outros fundos estruturados (inclusive destinados a investidores em geral, como é o caso dos FIIs).

30. Enquadramento e Concentração da Carteira do FIDC (Artigo 47 do Anexo Normativo II)

Essa D. CVM propõe, no artigo 47 do Anexo Normativo II, que cada classe de cotas do FIDC deva possuir parcela superior a 50% de seu patrimônio líquido representada por direitos creditórios e a classe de investimento em cotas deva possuir no mínimo 67% de seu patrimônio líquido representado por cotas de FIDC ou FIC-FIDC.

A nosso ver, seria benéfico ao FIDC que fosse permitido que direitos (ainda que não necessariamente caracterizáveis como direitos creditórios) e outros ativos e modalidades operacionais relacionados ou acessórios ao direito creditório "principal" possam fazer parte da carteira do fundo.

A ampliação do escopo dos FIDCs permitiria a realização de operações estruturadas de crédito privado para investimentos nos quais não há um único fundo que compreenda todos os aspectos práticos e operacionais e de enquadramento da carteira exigidos por esse tipo de operação. Por exemplo, dívidas não-conversíveis associadas à bônus de subscrição são uma forma eficiente de atrair capital para empresas embrionárias (*"venture debt"*) ou pequenas e médias sem diluição excessiva para empreendedores.

Operações de *"sale e leaseback"* com retrovenda também são um instrumento muito utilizado para oferecer crédito a empresas que tenham ativos imobiliários. No contexto da regulamentação atual, para que um gestor de investimentos em crédito privado desenvolva estruturas de financiamento de diferentes modalidades, muitas vezes pode ser necessário a constituição de vários fundos, tais como fundos multimercado, FIPs, FIDCs e FIIs, o que eleva o custo de observância e dificulta a captação de recursos para fundos com essas estratégias.

Ao fomentar estruturas alternativas, a concorrência no mercado de crédito aumentaria, incentivando a emergência de novos gestores de *"private debt"* ou *"fintechs"* focadas em crédito corporativo, ampliando o acesso ao mercado de capitais, bem como reduzindo o custo de capital no mercado brasileiro, com destaque para empresas pequenas e médias muitas vezes restritas às opções oferecidas por grandes bancos.

Nesse sentido, poderia ser permitido, ainda que para FIDC destinado a investidores qualificados, que sejam aceitos na carteira componentes que não especificamente direitos creditórios, mas que sejam ativos atrelados às operações de crédito, incluindo ações, bônus de subscrição, contratos para pagamentos de comissões. Situação de certa forma semelhante ocorre quando da excussão de determinadas garantias, que servem como proteção e mitigam o risco do crédito adquirido, mas que podem fazer com que a carteira do fundo contenha ativos que não direitos creditórios ou ativos financeiros.

Nossa sugestão seria alterar o §1º do art. 47 do Anexo II de FIDC, que passaria a vigorar com a seguinte redação: "§ 1º A parcela do patrimônio não investida em direitos creditórios ou cotas de FIDC e FICFIDC, conforme o caso, pode ser aplicada em ativos financeiros, conforme definidos neste Anexo II, e em outros direitos ou modalidades operacionais, relacionados aos direitos creditórios integrantes da carteira do fundo ou adquiridos no âmbito de operações de crédito estruturado em geral, conforme previsto na política de investimento do fundo em questão, incluindo direitos ao recebimento de ações, bônus de subscrição e relacionados a contratos para pagamentos de comissões ou quaisquer outros ativos que sintetizem uma relação creditícia mesmo que para tanto sejam conjugados um ou mais instrumentos financeiros ou mercantis. Não será considerado desequilíbrio do disposto no caput do artigo 47 acima caso os ativos que venham a compor o patrimônio fundo sejam de qualquer forma decorrentes de ou contratualmente relacionados aos direitos creditórios originalmente detidos pelo fundo."

O objetivo seria permitir a realização, através de FIDCs, de operações estruturadas de crédito privado para os quais não há um fundo que compreenda todos os aspectos práticos e operacionais e de enquadramento da carteira exigidos por esse tipo de operação. Há componentes de dívidas estruturadas que hoje extrapolam os juros, e que são uma forma de atrair capital para empresas embrionárias ou com pouco acesso ao mercado de crédito. De outra forma, tais empresas só encontrariam crédito muito caro. Se o repagamento do crédito for atrelado ao resultado do emissor ou a eventos de liquidez, tais sociedades conseguem tomar recursos de forma mais barata e gerar valor com a própria performance. O objetivo seria permitir estruturas alternativas para aumentar a concorrência e permitir que as empresas consigam condições melhores do que restringindo-se aos grandes bancos.

Alternativamente à alteração ao §1º conforme sugestão acima, a seguinte alteração na própria regra principal de enquadramento do fundo (artigo 47, caput) poderia atingir o mesmo objetivo: "Art. 47. Em até 180 (cento e oitenta) dias do início de suas atividades, cada classe de cotas do FIDC deve possuir parcela superior a 50% (cinquenta por cento) de seu patrimônio líquido representada por direitos creditórios e ativos relacionados ou vinculados contratualmente aos direitos creditórios da carteira do FIDC, ou que tenham sido adquiridos no contexto da estruturação dos direitos creditórios que integrem a carteira do FIDC ou quaisquer outros ativos que sintetizem uma relação creditícia mesmo que para tanto sejam conjugados um ou mais instrumentos financeiros ou mercantis~~e a classe de investimento em cotas deve possuir no mínimo 67% (sessenta e sete por cento) de seu patrimônio líquido representado por cotas de FIDC ou FICFIDC.~~"

Em complemento à proposta acima ou caso essa D. CVM entenda que não são aceitáveis as propostas apresentadas, sugerimos a criação de uma nova categoria de FIF que seria chamada de "Fundos de Investimento em Crédito Estruturado", com as seguintes características:

Tipo de Condomínio:	Fechado ou aberto com prazo de resgate maior que 180 dias
Público-alvo:	Investidores qualificados
Ativos Elegíveis:	Valores mobiliários, títulos e/ou direitos creditórios, ou outros direitos ou modalidades operacionais, adquiridos no âmbito de operações de crédito em geral ou em operações que em substância tratem de operações de crédito, incluindo direitos sobre imóveis sujeitos a compromisso de retrovenda ou opção de venda (" <i>sale lease back</i> "); quaisquer ativos ou investimentos que permitam liquidez imediata, ações, instrumentos conversíveis ou permutáveis em ações e/ou com participação nos lucros ou outra forma de remuneração variável, bônus de subscrição e contratos para pagamentos de comissões ou quaisquer outros ativos que sintetizem uma relação creditícia mesmo que para tanto sejam conjugados um ou mais instrumentos financeiros ou mercantis.
Necessidade de Registro dos Ativos em Sistemas de Registro:	A exigência do § 1º do artigo 37 do Anexo I, que dispõe que: " <i>§ 1º Somente podem compor a carteira ativos financeiros que sejam registrados em sistema de registro ou objeto de depósito central, em ambos os casos junto a instituições devidamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM para desempenhar as referidas atividades, nas suas respectivas áreas de competência</i> " não deveria se aplicar aos Fundos de Investimento em Crédito Estruturado, tendo em vista que as tomadoras-alvo de recursos de " <i>private debt</i> ", globalmente e no Brasil também, são tipicamente pequenas e médias empresas de capital fechado.

O objetivo seria atender a demanda do mercado por um produto que atue como veículo de investimento em operações estruturadas de crédito, que possam incluir, entre outras características, "*equity kickers*" e outras formas de remuneração ao credor. Nossa sugestão seria incluir a nova categoria como subseção do Anexo Normativo I, com a seguinte redação:

"Subseção [•] – Fundos de Investimento em Crédito Estruturado

Art. [•]. Os fundos classificados como "Crédito Estruturado" devem ter classes de cotas que possuam políticas de investimento que tenham como principal fator de risco operações de crédito privado estruturadas, que incluem exposição a risco de operações de crédito privado e risco de investimento em ações, incluindo emitidas por companhias abertas e/ou fechadas e quaisquer outras modalidades de investimento e títulos e valores mobiliários e recebíveis que de forma individual ou conjugada sintetizem um relação de crédito, incluindo remuneração adicional condicionada a parâmetros instituídos em seu instrumento jurídico de investimento.

§ 1º Além de ativos financeiros, o fundo constituído na forma deste artigo pode adquirir direitos reais sobre imóveis desde que associados a compromisso de retrovenda ou opção de venda ("sale lease back").

§ 2º Os fundos classificados como "Crédito Estruturado" devem ser constituídos na forma de condomínio fechado ou aberto, desde que, nesse caso, tenham prazo de resgate superior a 180 dias a contar da solicitação de resgate, e devem ser destinados apenas a investidores qualificados.

§ 3º Os investimentos dos fundos classificados como "Crédito Estruturado" não estão sujeitos à incidência dos limites de concentração por emissor previstos no art. 44 deste Anexo I ou limites de concentração por modalidade de ativo financeiro previstos no art. 45 deste Anexo I, desde que expressamente previsto em seu regulamento.

§ 4º O registro dos investimentos dos fundos classificados como "Crédito Estruturado" em sistema de registro ou objeto de depósito central na forma prevista no § 1º do art. 37 deste Anexo I, não será exigido caso os ativos investidos não sejam passíveis de tal registro ou depósito, nos termos da regulamentação em vigor."

O público-alvo das propostas acima é o investidor qualificado, em linha com a possibilidade desses investidores acessarem produtos de "venture capital" via FIPs, por exemplo, com perfil de risco-retorno geralmente mais agressivo do que uma carteira de crédito. Contudo, uma possibilidade, em especial para a nova categoria de FIF proposta acima, seria essa D. CVM restringir tais investimentos inicialmente para investidores profissionais.

A criação por essa D. CVM de um veículo que permita concentrar os investimentos em "private debt" teria um caráter inovador e refletiria a tendência global de protagonismo para essa classe de ativos, que cresce substancialmente no exterior desde 2008. No mercado global, a expectativa é que esse tipo de

investimento continue a crescer consistentemente nos próximos anos (estimativa de mais de 10% ao ano até 2025)⁵. Tal veículo permitiria que sociedades brasileiras tivessem acesso, de forma ampla e competitiva, a financiamentos estruturados alternativos com impacto positivo no crescimento econômico do país.

As propostas elencadas acima foram desenvolvidas em conjunto e contam com o apoio do Comitê de Private Debt da ABVCAP, grupo que congrega mais de vinte gestoras atuantes no mercado de crédito corporativo no Brasil.

31. Vedação à Aplicação de Recursos no Exterior (Artigos 47, §4º, e 59, II, do Anexo Normativo II)

A minuta propõe, em seus artigos 47, §4º, e 59, inciso II, do Anexo Normativo II, que seja vedada a aplicação de recursos na aquisição de direitos creditórios e ativos financeiros no exterior, bem como seja considerada infração grave. Em linha com a regulamentação aplicável aos FIFs e aos FIPs, entendemos que deveria ser permitido o investimento em ativos no exterior.

Caso V.Sas. não concordem, sugerimos esclarecer que a caracteriza a aplicação em direitos creditórios no exterior seu devedor e garantidor (e não o cedente) estarem no exterior.

Isso se justifica pelo fato de que o objetivo deveria ser preservar a capacidade e facilidade do fundo acessar o devedor, cobrá-lo, executar seus ativos para satisfazer a dívida, etc. Isso tudo é observado se o devedor ou garantidor forem constituídos no Brasil. Assim, entendemos que deveria ser expressamente permitido aos FIDCs investir em títulos ("*bonds*") emitidos no exterior cujo devedor ou garantidos seja uma sociedade constituída no Brasil (ou, aplicando-se o conceito estabelecido para os FIPs, sociedades cujos ativos localizados no Brasil correspondam a 90% ou mais daqueles constantes das suas demonstrações contábeis).

32. Exceções para Investidores Qualificados (Artigo 53 do Anexo Normativo II)

A minuta proposta estabelece, em seus artigos 53 e 55 do Anexo Normativo II, itens que podem ser previstos em regulamento especialmente no

⁵ <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/private-debt-to-grow-11-annually-to-2025-preqin-survey-says-61312547#:~:text=Private%20debt%20to%20grow%2011%25%20annually%20to%202025%2C%20Preqin%20survey%20says,-Author%20Abby%20Latour&text=Private%20debt%20is%20projected%20to,assets%20that%20was%20published%20today.>

caso de classes para investidores qualificados e classes para investidores profissionais, respectivamente.

A nosso ver, as disposições do artigo 53 deveriam ser aplicáveis a todos os fundos de investimento destinados a investidores qualificados, e não apenas a FIDCs destinados a investidores qualificados. São matérias que podem ser avaliadas pelos investidores qualificados, em particular a cobrança de encargos não previstos na Resolução.

Solicitamos que quaisquer comunicações, entendimentos ou esclarecimentos com relação aos nossos comentários e sugestões sejam concentrados em nossas sócias Paula Pessoa (ppessoa@pinheiroguimaraes.com.br) e Roberta Pimentel (rpimentel@pinheiroguimaraes.com.br).

Sendo estes os principais comentários e sugestões que entendemos oportunos no âmbito da Audiência Pública, ficamos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,

PINHEIRO GUIMARÃES