

São Paulo,
14 de abril de 2021.

À Superintendência de Desenvolvimento de Mercado
Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”)
Rua Sete de Setembro, nº 111, Centro
20050-006 Rio de Janeiro, RJ
At.: Antonio Carlos Berwanger

Ref.: Audiência Pública SDM nº 08/20 | Fundos de Investimento

A ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PARTICIPANTES EM FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTICEDENTES E MULTISSACADOS – ANFIDC, associação civil sem fins lucrativos, com sede na cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Rua Olimpíadas, nº 242, 2º andar, conjunto 21, sala 5, Vila Olímpia, CEP 04551-000, inscrita no CNPJ sob o nº 11.121.872/0001-24 (“ANFIDC”), vem, por meio da presente, apresentar suas considerações no âmbito da Audiência Pública SDM nº 08/20, cujo edital data de 1º de dezembro de 2020, conduzida por esta D. CVM (“**Audiência Pública**” e “**Edital**”, respectivamente), que tem por objeto **(a)** minuta de resolução com regras gerais aplicáveis a todos os fundos de investimento (“**Resolução**”); **(b)** minuta de anexo normativo aplicável aos fundos de investimento financeiro; e **(c)** minuta de anexo normativo aplicável aos fundos de investimento em direitos creditórios (“**FIDC**” e “**Anexo Normativo II**”, respectivamente).

Para melhor organização, esta manifestação está dividida nos seguintes capítulos: **(I)** Introdução; **(II)** Considerações Preliminares; e **(III)** Sugestões à Audiência Pública.

I. INTRODUÇÃO

1.1 A ANFIDC é associação composta, preponderantemente, por pessoas jurídicas que exercem a atividade de análise e seleção de direitos creditórios para aquisição por segmento específico de FIDC que realizam a aquisição de direitos creditórios originados por múltiplos cedentes e devidos por múltiplos devedores (“**FIDC Multi**”).

1.2 A indústria desse setor é composta por mais de 330 fundos, que em janeiro de 2021 acumulava um patrimônio líquido superior a R\$20 bilhões. Os associados da ANFIDC são consultores ou gestores de FIDC Multi que, nesse mesmo mês de referência, representam mais de 70% desse patrimônio.

1.3 Entre os objetivos da ANFIDC, destaca-se o desenvolvimento da indústria dos FIDC Multi, assim como a adoção e o aperfeiçoamento de práticas que fortaleçam a confiabilidade e a transparência da indústria desses fundos.

1.4 Antes de adentrarmos em nossas sugestões no âmbito da Audiência Pública, apresentamos, a seguir, nossas considerações preliminares.

II. CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

2.1 Primeiramente, gostaríamos de parabenizar a CVM pela Audiência Pública. A minuta proposta traz avanços importantes em temas como responsabilidade dos cotistas, responsabilidade e competências dos prestadores de serviço, conflito de interesses, *suitability*, entre tantos outros. Temos convicção de que a norma que decorrerá dessa Audiência Pública contribuirá significativamente para o desenvolvimento da indústria de fundos em geral, e de FIDC em particular.

2.2 Não obstante, identificamos três pontos na Audiência Pública que, na forma como foram propostos, têm o potencial de representar um entrave significativo para a indústria dos FIDC: **(a)** a obrigatoriedade de registro de todos os direitos creditórios adquiridos pelos FIDC em entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil (“**BACEN**”); **(b)** as restrições ao direito de voto dos prestadores de serviços dos fundos de investimento e de suas partes relacionadas, bem como a forma de cômputo do número de votos por cota; e **(c)** a exigência de verificação da regularidade fiscal dos cedentes, pelo gestor, na aquisição de direitos creditórios pelos FIDC.

Registro dos direitos creditórios nos FIDC

2.3 Atualmente, os FIDC adquirem uma imensa variedade de direitos creditórios. O registro de muitos deles não seria viável operacionalmente, ou poderia significar um custo desnecessário ou desproporcional. Apesar de o sistema de registro de alguns tipos de crédito estar se desenvolvendo, como é o caso das duplicatas escriturais, muitos dos créditos hoje adquiridos pelos FIDC não são passíveis de registro. Como exemplos, citamos os créditos representados por contratos, os créditos massificados e inadimplidos, os créditos decorrentes de ações judiciais e os precatórios.

2.4 Há FIDC, inclusive FIDC Multi, que adquirem créditos, com valor relativamente baixo, decorrentes de contratos com disposições bastantes específicas e individualizadas. Caso seja admitido, o registro de cada um desses créditos exigiria uma customização das entidades registradoras que, muito provavelmente, elevaria o seu custo para patamares impraticáveis.

2.5 De forma semelhante, a exigência de registro de créditos massificados e inadimplidos pode representar um custo significativo, dado o número de ativos a serem registrados. Considerando-se que a cobrança dessa modalidade de créditos é realizada, como regra geral, de forma extrajudicial, e que o investimento se fundamenta na

expectativa de retorno da carteira de créditos de extrema pulverização, e não em uma análise individualizada de cada crédito, tal registro teria pouca ou nenhuma utilidade.

2.6 Também seria de pouca utilidade o registro de créditos decorrentes de ações judiciais ou precatórios. Como regra geral, antes da aquisição de créditos dessa natureza, é realizada uma auditoria legal, para confirmar a existência e os riscos do investimento. Nesse contexto, o registro apenas representaria um custo, sem qualquer contrapartida relevante.

2.7 Esses são apenas alguns exemplos que indicam que uma exigência ampla e irrestrita do registro de direitos creditórios pode representar um desafio operacional, uma elevação de custos, sem que haja benefícios relevantes para o investidor.

2.8 Dessa forma, solicitamos a esta D. CVM que reconsidere esse requisito, retirando a obrigatoriedade de registro de todos os direitos creditórios.

2.9 Conforme melhor apresentado em nossas sugestões à Audiência Pública abaixo, sugerimos que o registro dos direitos creditórios em entidade autorizada pelo BACEN, como regra geral, seja obrigatório apenas para as classes de cotas de FIDC ofertadas ao público em geral e que, nesses casos, os direitos creditórios não registrados sejam limitados a 20% do patrimônio líquido do FIDC.

2.10 Adicionalmente, nas hipóteses em que o registro dos direitos creditórios seja realizado em entidades registradoras, também deveria ser dispensada a guarda e a verificação do lastro desses ativos.

Direito de voto, especialmente nos FIDC

2.11 Como a Resolução pretende prever, para todos os fundos de investimento, **(a)** restrições ao direito de voto dos prestadores de serviços e de suas partes relacionadas; e **(b)** que a cada cota caberá não mais um voto, mas sim a quantidade de votos representativa de sua participação no patrimônio líquido do fundo ou da classe, surgem algumas novas questões de governança, especialmente nos FIDC.

2.12 Nos FIDC é comum a existência de classe de cotas que se subordinam a todas as demais para efeitos de amortização e resgate (“**Cotas Subordinadas**”). Os cotistas dessas Cotas Subordinadas (“**Cotistas Subordinados**”) muitas vezes são os consultores, gestores dos fundos ou suas partes relacionadas, o que inclusive amplia o alinhamento de interesses com o dos demais cotistas.

2.13 Como regra geral, as cotas seniores e as cotas mezanino têm remuneração fixa ou indexada. Já a remuneração dos Cotistas Subordinados é variável. Com isso, os Cotistas Subordinados assumem maior risco em relação às oscilações da carteira, ao mesmo tempo em que podem auferir maior retorno. Na hipótese de prejuízo que afete negativamente o patrimônio líquido do FIDC, os Cotistas Subordinados serão os primeiros a sofrer os efeitos dessa perda. Da mesma forma, qualquer aumento de custo

ou despesa em um FIDC afetará apenas as Cotas Subordinadas. Somente quando o valor das Cotas Subordinadas passar a zero é que as demais cotas serão afetadas.

2.14 No contexto descrito acima, seria natural e lógico que os Cotistas Subordinados, que assumem a primeira perda, também tenham o direito, não de alterar unilateralmente as condições do FIDC ou das cotas, mas de mantê-las como pactuadas quando do início do FIDC.

2.15 Entendemos que os gestores, consultores ou suas partes relacionadas que figuram como Cotistas Subordinados devem contar com alguma forma de proteção às restrições ao seu direito de voto previstas na minuta em Audiência Pública. Caso contrário, os demais cotistas teriam plena liberdade para deliberar, por exemplo, sobre o aumento da remuneração das cotas seniores ou das cotas subordinadas mezanino, ou ainda sobre o aumento irrazoável das despesas do FIDC, sendo o ônus dessas mudanças arcado exclusivamente pelos Cotistas Subordinados.

2.16 Além disso, é comum que o valor das Cotas Subordinadas sofra variações em função da regra de provisionamento adotada, podendo inclusive ser reduzido a zero. Contudo, o provisionamento é muitas vezes revertido, como na hipótese de direitos creditórios inadimplidos, mas que são posteriormente cobrados e recebidos. Diante desse contexto, entendemos ser importante inserir mecanismos de preservação do direito de voto dos Cotistas Subordinados, mesmo quando o valor de suas cotas passa a ser zero.

2.17 Conforme detalhado em nossas sugestões à Audiência Pública, sugerimos que seja previsto que os Cotistas Subordinados, independentemente de serem prestadores de serviço do FIDC (ou suas partes relacionadas) ou do valor de suas cotas, tenham direito de veto em relação a determinadas deliberações que os afetem diretamente.

2.18 Adicionalmente, para as classes de cotas destinadas exclusivamente a investidores profissionais, propomos permitir que o regulamento do fundo regre livremente as situações de conflito de interesse que afastem o direito de voto.

Diligência sobre os cedentes na aquisição de direitos creditórios pelos FIDC

2.19 A Resolução exige que o gestor do FIDC, previamente a aquisição de direitos creditórios, realize a verificação da regularidade fiscal dos cedentes. Os FIDC Multi, como regra, adquirem créditos de centenas de cedentes. O valor dessas transações é, muitas vezes, pouco representativo e o prazo médio do crédito relativamente baixo. Ainda, é comum que seja realizada uma série de operações com os mesmos cedentes. Esses fatores, em conjunto, tornam a obrigatoriedade de se checar a regularidade fiscal dos cedentes operacionalmente complexa, custosa, e com pouco ou nenhum benefício para o fundo e seus cotistas.

2.20 Entendemos que essa questão não afeta exclusivamente os FIDC Multi. Por exemplo, os FIDC que adquirem créditos pulverizados de um único sacado, conhecidos como FIDC de fornecedores, certamente enfrentariam as mesmas dificuldades.

2.21 Lembramos que não é vedada a uma empresa com passivos fiscais a cessão de créditos a terceiros. No entanto, a depender da situação fiscal da empresa, tal cessão pode ser declarada ineficaz, o que representaria um risco para o cessionário.

2.22 Por conta do disposto acima, entendemos que deve caber ao cessionário (no caso em questão, ao gestor do FIDC) avaliar, caso a caso, a conveniência de se realizar a auditoria dos passivos fiscais do cedente de créditos.

2.23 Em adição, sugerimos que sempre que essa auditoria não for obrigatória, seja incluído fator de risco no regulamento do FIDC indicando a possibilidade de a cessão de crédito ser declarada ineficaz em razão de eventuais demandas do Fisco.

2.24 Por fim, não temos conhecimento da imposição de exigência dessa natureza para outros veículos de securitização, fundos de investimento, ou para instituições que realizem operações financeiras e/ou mercantis de natureza equivalente às praticadas pelos FIDC. Não parece fazer sentido que essa exigência seja imposta exclusivamente aos FIDC, prejudicando a sua competitividade.

2.25 Feitas essas considerações preliminares, passaremos, em seguida, às sugestões da ANFIDC à Audiência Pública.

III. SUGESTÕES À AUDIÊNCIA PÚBLICA

Registro de documentos de fundos de investimento em cartório de títulos e documentos

3.1 Propomos que a regulação da CVM dispense, de forma expressa, todos os atos e documentos de fundos de investimento do registro em cartório de títulos e documentos, quando registrados na CVM, independentemente de **(a)** resultarem em alteração do regulamento do fundo; ou **(b)** se relacionarem aos casos de cisão, fusão, incorporação ou transformação do fundo.

3.2 Visto que se considerou o registro do regulamento na CVM como condição suficiente para garantir a sua publicidade e a oponibilidade de seus efeitos em relação a terceiros, parece-nos coerente estender o mesmo entendimento aos demais atos e documentos dos fundos de investimento. Ressaltamos que, apesar de o artigo 1.368-C, §3º, do Código Civil (introduzido pela Lei de Liberdade Econômica¹), mencionar expressamente o termo “regulamento”, não havia qualquer obrigatoriedade de registro em cartório de títulos e documentos dos atos dos fundos de investimento (ou, mesmo, dos condomínios em geral) no Código Civil ou na Lei de Registros Públicos².

¹ Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019.

² Lei nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973.

3.3 Dessa forma, sugerimos os seguintes ajustes:

Resolução	
Redação da Audiência Pública	Redação proposta pela ANFIDC
<p>Art. 10. [...]</p> <p><i>Parágrafo único. A disponibilização do regulamento na página da CVM na rede mundial de computadores é condição suficiente para garantir a sua publicidade e a oponibilidade de efeitos em relação a terceiros.</i></p>	<p>Art. 10. [...]</p> <p><i>Parágrafo único. A disponibilização de regulamento na página da CVM na rede mundial de computadores <u>de atos e de documentos dos fundos de investimento, incluindo deliberações do administrador, atas de assembleia de cotistas e regulamentos,</u> é condição suficiente para garantir a sua publicidade e a oponibilidade de efeitos em relação a terceiros.</i></p>
<p>Art. 104. Nos casos de cisão, fusão, incorporação e transformação, devem ser encaminhados à CVM e à entidade administradora do mercado organizado onde as cotas sejam admitidas à negociação, por meio de sistema disponível na rede mundial de computadores, na data do início da vigência dos eventos deliberados em assembleia:</p> <p>[...]</p> <p>IV – cópia da ata da assembleia de cotistas que aprovou a operação, observado que a ata de assembleia que resultar em alteração no regulamento do fundo não carece de registro em cartório de títulos e documentos;</p>	<p>Art. 104. Nos casos de cisão, fusão, incorporação e transformação, devem ser encaminhados à CVM e à entidade administradora do mercado organizado onde as cotas sejam admitidas à negociação, por meio de sistema disponível na rede mundial de computadores, na data do início da vigência dos eventos deliberados em assembleia:</p> <p>[...]</p> <p>IV – cópia da ata da assembleia de cotistas que aprovou a operação; observado que a ata de assembleia que resultar em alteração no regulamento do fundo não carece de registro em cartório de títulos e documentos;</p>

Fundos exclusivos e responsabilidade do investidor

3.4 Com relação ao conceito de fundo exclusivo introduzido na Resolução³, sugerimos trazer para a norma, de forma exemplificativa, as hipóteses já consagradas pela jurisprudência do Colegiado da CVM⁴ de configuração de um “grupo de cotistas

³ Qual seja, o de um fundo “constituído para receber aplicações exclusivamente de um único investidor profissional ou grupo de cotistas vinculado por interesse único e indissociável” (artigo 98, caput, da Resolução).

⁴ V., dentre outros: **(a)** Processo CVM nº RJ2006/7974, julgado pelo Colegiado da CVM em 22 de novembro de 2006; **(b)** Processo CVM nº RJ2008/7014, julgado pelo Colegiado da CVM em 7 de outubro de 2008; **(c)** Processo CVM nº RJ2014/10761 e Processo CVM nº RJ2014/10762,

vinculado por interesse único e indissociável”, de forma a dar maior clareza aos participantes do mercado acerca desse conceito.

3.5 Entendemos, ainda, que se deveria permitir a limitação da responsabilidade de cotista de fundo exclusivo. A Lei de Liberdade Econômica afastou a aplicação de uma série de disposições que estavam ligadas à natureza condominial de um fundo de investimento, de forma a aproximá-lo do padrão adotado internacionalmente para veículos de investimento (que se utiliza, em geral, de formas societárias). No direito societário, encontramos figuras nas quais a responsabilidade limitada é garantida a veículos com um único investidor, por exemplo a empresa individual de responsabilidade limitada – EIRELI⁵ e a companhia subsidiária integral⁶. Parece-nos que a mesma lógica deveria ser aplicada aos fundos exclusivos. Evidentemente, se o fundo exclusivo for utilizado de forma fraudulenta, a limitação de responsabilidade poderá ser contestada judicialmente. Além disso, em comparação às sociedades, como regra geral, os fundos de investimento são mais transparentes e estão submetidos à fiscalização da CVM, além de contarem com a atuação de prestadores de serviços independentes (em grande parte também regulados pela CVM e/ou pelo BACEN).

3.6 Por fim, entendemos que essa regra, com a redação que foi proposta, tem o potencial de gerar diversas dúvidas de interpretação. Por exemplo, como se aplicaria a regra de responsabilidade ilimitada a um fundo que, em seu regulamento, estabelece a responsabilidade limitada, mas cujo número de cotistas oscila ao longo do tempo (i.e., inicia com cinco cotistas, durante um período de alguns anos permanece com apenas um cotista, e depois passa a ter três cotistas)?

3.7 Propomos, assim, as seguintes alterações:

Resolução	
Redação da Audiência Pública	Redação proposta pela ANFIDC
<i>Art. 98. Considera-se “Exclusivo” o fundo constituído para receber aplicações exclusivamente de um único investidor profissional ou grupo de cotistas vinculado por interesse único e indissociável.</i>	<i>Art. 98. Considera-se “Exclusivo” o fundo constituído para receber aplicações exclusivamente de um único investidor profissional ou grupo de cotistas vinculado por interesse único e indissociável.</i>
<i>Parágrafo único. O regulamento não pode limitar a responsabilidade de cotista de fundo exclusivo.</i>	<i>Parágrafo único. O regulamento não pode limitar a responsabilidade de cotista de fundo exclusivo. <u>Considera-se um grupo de cotistas vinculado por</u></i>

julgados pelo Colegiado da CVM em 6 de janeiro de 2015; **(d)** Processo CVM nº RJ2014/11177, julgado pelo Colegiado da CVM em 25 de agosto de 2015; e **(e)** Processo SEI nº 19957.002834/2020-31, julgado pelo Colegiado da CVM em 2 de junho de 2020.

⁵ Nos termos do artigo 980-A do Código Civil.

⁶ Nos termos do artigo 251 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

	<p><u>interesse único e indissociável, exemplificativamente, os seguintes casos:</u></p> <p><u>I – entidades que estejam sob o comando único de um controlador comum;</u></p> <p><u>II – fundos de investimento cujas carteiras estejam sob a gestão total e discricionária de um mesmo gestor;</u></p> <p><u>III – investidores não-residentes cujas carteiras estejam sob a gestão total e discricionária de um mesmo gestor; e</u></p> <p><u>IV – sócios do gestor do fundo de investimento.</u></p>
--	---

Responsabilidade solidária entre os prestadores de serviços

3.8 Da perspectiva da ANFIDC, também se deveria permitir a contratação, sem solidariedade, **(a)** nos fundos de investimento em geral, **(1)** de prestadores de serviços para classes de cotas destinadas ao varejo; e **(2)** do serviço de cogestão da carteira; e **(b)** nos FIDC, do serviço de consultoria especializada.

3.9 Dada a natureza de obrigação de meio, não nos parece razoável que um prestador de serviços fiduciários assumira uma responsabilidade objetiva pela conduta de terceiros. Para que a indústria dos fundos de investimento, especialmente dos FIDC, seja atrativa aos prestadores de serviços (particularmente os de grande porte), tais prestadores de serviços deveriam ser responsabilizados exclusivamente pelas próprias condutas, e não de forma solidária, em razão de falhas cometidas por terceiros. Além disso, a obrigação de contratação com solidariedade aumentaria os custos de observância das normas, que seriam repassados aos investidores.

3.10 No caso da prestação de serviços para as classes de cotas destinadas ao varejo, a obrigação de contratação com solidariedade pode ter como efeito afastar as grandes instituições financeiras justamente do segmento em que elas seriam mais importantes. Essa medida, a princípio protetiva, poderia então resultar em uma maior exposição a risco dos investidores de varejo.

3.11 Também no caso da contratação de um cogestor não nos parece adequada a solidariedade obrigatória, já que cada um dos gestores – prestadores de serviços regulados pela CVM – seria responsável pela respectiva esfera de atuação na gestão do fundo.

3.12 Com relação ao consultor especializado do FIDC, ainda que não seja regulado pela CVM, seus serviços se restringem à assessoria na análise e na seleção de direitos creditórios pelo gestor. O consultor especializado não toma decisões em nome do fundo, mas sim obtém, processa e fornece informações ao gestor, para a sua própria tomada de decisão, pela qual o gestor é responsável.

3.13 Isso não afastaria, contudo, em qualquer dos casos mencionados acima, a manutenção da responsabilidade do prestador de serviço regulado pela diligência na escolha do outro prestador de serviços e pela sua fiscalização. Com o dever de fiscalização previsto no artigo 87, §1º, da Resolução, o prestador de serviço contratante já assume obrigação própria de fiscalizar o contratado. Portanto, se falhar na atividade de fiscalização, poderá ser responsabilizado pelos danos causados pelo prestador de serviço contratado.

3.14 Nesse sentido, sugerimos os seguintes ajustes:

Resolução	
Redação da Audiência Pública	Redação proposta pela ANFIDC
<p><i>Art. 76. O funcionamento do fundo de investimento se materializa por meio da atuação dos prestadores de serviços essenciais e terceiros por eles contratados, por escrito, em nome do fundo.</i></p> <p><i>[...]</i></p> <p><i>§ 2º Caso o serviço seja prestado em benefício de classe de cotas destinada ao público em geral, o contrato de prestação de serviços deve conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o prestador de serviço essencial e o terceiro por ele contratado, por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.</i></p>	<p><i>Art. 76. O funcionamento do fundo de investimento se materializa por meio da atuação dos prestadores de serviços essenciais e terceiros por eles contratados, por escrito, em nome do fundo.</i></p> <p><i>[...]</i></p> <p><i>§ 2º Caso o serviço seja prestado em benefício de classe de cotas destinada ao público em geral, o contrato de prestação de serviços deve conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o prestador de serviço essencial e o terceiro por ele contratado, por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.</i></p>
<p><i>Art. 80. A gestão da carteira é a gestão profissional, conforme estabelecido no regulamento, dos ativos dela integrantes, desempenhada por pessoa natural ou jurídica credenciada como administradora de carteiras de valores mobiliários pela CVM, na categoria de gestor, tendo poderes para:</i></p> <p><i>[...]</i></p> <p><i>§5º Nos casos de contratação de</i></p>	<p><i>Art. 80. A gestão da carteira é a gestão profissional, conforme estabelecido no regulamento, dos ativos dela integrantes, desempenhada por pessoa natural ou jurídica credenciada como administradora de carteiras de valores mobiliários pela CVM, na categoria de gestor, tendo poderes para:</i></p> <p><i>[...]</i></p> <p><i>§5º Nos casos de contratação de</i></p>

<p>cogestor, as seguintes condições devem ser respeitadas:</p> <p>I – o contrato celebrado nos termos inciso III do caput deve:</p> <p>[...]</p> <p>b) assegurar responsabilidade solidária do gestor por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas do cogestor contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM; e</p>	<p>cogestor, as seguintes condições devem ser respeitadas:</p> <p>I – o contrato celebrado nos termos inciso III do caput deve:</p> <p>[...]</p> <p>b) assegurar responsabilidade solidária do gestor por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas do cogestor contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM; e</p>
--	---

Anexo Normativo II	
Redação da Audiência Pública	Redação proposta pela ANFIDC
<p>Art. 38. Caso previsto no regulamento ou deliberado pelos cotistas reunidos em assembleia geral, o gestor deve contratar, em nome do fundo, os seguintes prestadores de serviços:</p> <p>[...]</p> <p>II – consultoria especializada.</p> <p>[...]</p> <p>§ 3º No caso do serviço previsto no inciso II do caput, o contrato deve conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o prestador de serviço essencial e esse terceiro por ele contratado, por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.</p>	<p>Art. 38. Caso previsto no regulamento ou deliberado pelos cotistas reunidos em assembleia geral, o gestor deve contratar, em nome do fundo, os seguintes prestadores de serviços:</p> <p>[...]</p> <p>II – consultoria especializada.</p> <p>[...]</p> <p>§ 3º No caso do serviço previsto no inciso II do caput, o contrato deve conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o prestador de serviço essencial e esse terceiro por ele contratado, por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.</p>

Classes de cotas com patrimônios segregados

3.15 Sugerimos que seja permitida a constituição de um único fundo com classes de cotas com patrimônios segregados ainda que tais classes **(a)** pertençam a categorias diversas de fundos de investimento; ou **(b)** tenham tratamento tributário distinto.

3.16 Entendemos que a manutenção da restrição relativa à categoria de fundo não traria especial proteção aos investidores, enquanto a sua flexibilização permitiria a criação de estruturas com custos reduzidos. Com relação ao tratamento tributário, parece-nos que a minuta de norma da Audiência Pública já permitiria que classes de um mesmo fundo tenham tratamento tributário distintos, no caso da coexistência de classes

abertas e fechadas em um único fundo. Aproveitamos para ressaltar a importância de um alinhamento entre a CVM e a Receita Federal do Brasil quando da edição da nova norma, para que a tributação dos fundos de investimento venha a ser adaptada de acordo com as novas disposições regulatórias.

3.17 Propomos, dessa forma, o seguinte ajuste de redação:

Resolução	
Redação da Audiência Pública	Redação proposta pela ANFIDC
<p><i>Art. 4º O regulamento do fundo de investimento pode prever a existência de diferentes classes de cotas, com direitos e obrigações distintos, devendo o administrador constituir um patrimônio segregado para cada classe de cotas.</i></p> <p><i>§1º Todas as classes devem pertencer à mesma categoria do fundo, não sendo permitida a emissão de classes de cotas que alterem o tratamento tributário do fundo.</i></p>	<p><i>Art. 4º O regulamento do fundo de investimento pode prever a existência de diferentes classes de cotas, com direitos e obrigações distintos, devendo o administrador constituir um patrimônio segregado para cada classe de cotas.</i></p> <p><i>§1º Todas as classes devem pertencer à mesma categoria do fundo, não sendo permitida a emissão de classes de cotas que alterem o tratamento tributário do fundo.</i></p>

Insolvência de fundos com classes de cotas com patrimônios segregados

3.18 Sugerimos revisitar o regramento da insolvência dos fundos de investimento que tenham diferentes classes de cotas com patrimônios segregados. Entendemos as preocupações da CVM levantadas no Edital, mas não nos parece adequado que um pedido de declaração judicial de insolvência alcance, além da classe na qual o problema se materializou, todas as classes do fundo, tendo em vista justamente que as classes de cotas têm patrimônios segregados. Ademais, o risco de insolvência cruzado entre classes com patrimônios segregados representará um enorme desestímulo à adoção desse tipo de estrutura.

3.19 Como manifestado pela CVM no Edital, entendemos que não seria possível afastar totalmente o risco de o Poder Judiciário estender o regime de insolvência para todas as classes de um fundo, mesmo que o regramento da CVM diga o contrário. Não obstante, entendemos que a CVM não deveria criar restrições na norma em virtude do receio de eventual e incerto posicionamento do Poder Judiciário. Lembremos que há diversos outros temas relacionados ao novo regramento dos fundos de investimento e à Lei de Liberdade Econômica que estarão submetidos ao escrutínio do Poder Judiciário, como os limites de responsabilidade dos cotistas e dos prestadores de serviço dos fundos. Até que se consolide a jurisprudência sobre todos esses temas, entendemos que a norma deve permanecer flexível, e que os riscos a eles relacionados deverão ser precificados pelo mercado.

3.20 Como proposta, sugerimos prever um procedimento para que uma determinada classe, quando constatado seu patrimônio líquido negativo, seja destacada do fundo originário, tornando-se um novo fundo com os mesmos prestadores de serviços e com um regulamento de mesmo teor.

3.21 Sem prejuízo da revisão geral das disposições a respeito dos procedimentos de insolvência dos fundos de investimento, sugerimos, inicialmente, os seguintes ajustes:

Resolução	
Redação da Audiência Pública	Redação proposta pela ANFIDC
<p><i>Art. 105. Caso o administrador verifique que o patrimônio líquido do fundo de investimento ou de uma classe de cotas está negativo e a responsabilidade dos cotistas esteja limitada ao valor por eles subscrito, deve:</i></p> <p><i>I – imediatamente, em relação ao fundo ou à classe de cotas diretamente relacionada ao patrimônio líquido negativo:</i></p> <p><i>a) fechar para resgates e não realizar amortização de cotas; e</i></p> <p><i>b) não realizar novas subscrições de cotas;</i></p> <p><i>II – imediatamente, comunicar a existência do patrimônio líquido negativo por meio de divulgação de fato relevante, nos termos do art. 58; e</i></p> <p><i>III – em até 20 dias:</i></p> <p><i>a) elaborar um plano de resolução do patrimônio líquido negativo [...]</i></p>	<p><i>Art. 105. Caso o administrador verifique que o patrimônio líquido do fundo de investimento ou de uma classe de cotas está negativo e a responsabilidade dos cotistas esteja limitada ao valor por eles subscrito, deve:</i></p> <p><i>I – imediatamente, em relação ao fundo ou à classe de cotas diretamente relacionada ao patrimônio líquido negativo:</i></p> <p><i>a) fechar para resgates e não realizar amortização de cotas; e</i></p> <p><i>b) não realizar novas subscrições de cotas;</i></p> <p><i>II – imediatamente, comunicar a existência do patrimônio líquido negativo por meio de divulgação de fato relevante, nos termos do art. 58; e</i></p> <p><i>III – em até 20 dias:</i></p> <p><i><u>a) caso o fundo tenha mais de uma classe de cotas e o patrimônio líquido da classe permaneça negativo, antes de dar prosseguimento aos demais procedimentos previstos neste Capítulo XIII, cindir a classe com patrimônio líquido negativo a um novo fundo de investimento, a ser constituído pelo administrador, contando com os mesmos prestadores de serviços e um</u></i></p>

	<p>regulamento com o mesmo teor daquele do fundo originário;</p> <p>a b) elaborar um plano de resolução do patrimônio líquido negativo [...]</p>
--	---

Direito de voto, especialmente nos FIDC

3.22 Pelos motivos expostos em nossas considerações preliminares, sugerimos **(a)** que os Cotistas Subordinados, independentemente de serem prestadores de serviço do FIDC (ou suas partes relacionadas) ou do valor de suas cotas, tenham direito de veto em relação a determinadas deliberações que os afetem diretamente; e **(b)** para as classes de cotas destinadas exclusivamente a investidores profissionais, que o regulamento do fundo possa regradar as situações de conflito de interesse:

Resolução	
Redação da Audiência Pública	Redação proposta pela ANFIDC
<p>Art. 74. Não podem votar nas assembleias de cotistas:</p> <p>I – o prestador de serviço, essencial ou não;</p> <p>II – os sócios, diretores e funcionários do prestador de serviço; e</p> <p>III – empresas ligadas ao prestador de serviço, seus sócios, diretores e funcionários.</p> <p>Parágrafo único. Não se aplica a vedação prevista neste artigo quando:</p> <p>I – os únicos cotistas forem, no momento de seu ingresso no fundo, as pessoas mencionadas nos incisos I a III do caput; ou</p> <p>II – houver aquiescência expressa da maioria dos demais cotistas presentes à assembleia, manifestada na própria assembleia, ou em instrumento de procuração que se refira especificamente à assembleia em que se dará a permissão de voto.</p>	<p>Art. 74. Não podem votar nas assembleias de cotistas:</p> <p>I – o prestador de serviço, essencial ou não;</p> <p>II – os sócios, diretores e funcionários do prestador de serviço; e</p> <p>III – empresas ligadas ao prestador de serviço, seus sócios, diretores e funcionários.</p> <p>Parágrafo único. Não se aplica a vedação prevista neste artigo quando:</p> <p>I – os únicos cotistas forem, no momento de seu ingresso no fundo, as pessoas mencionadas nos incisos I a III do caput; ou</p> <p>II – houver aquiescência expressa da maioria dos demais cotistas presentes à assembleia, manifestada na própria assembleia, ou em instrumento de procuração que se refira especificamente à assembleia em que se dará a permissão de voto; <u>ou</u></p>

	<u>III – para as classes de cotas destinadas exclusivamente a investidores profissionais, quando as regras de restrição ao direito de voto forem expressamente afastadas e houver aquiescência expressa dos cotistas a esse respeito quando do ingresso no fundo.</u>
--	---

Anexo Normativo II	
Redação da Audiência Pública	Redação proposta pela ANFIDC
<p>Art. 33. As subclasses de cotas seniores e subordinadas possuem iguais direitos e obrigações em assembleia geral ou especial de cotistas, cabendo a cada cotista a quantidade de votos representativa de sua participação no patrimônio do fundo, no caso de assembleia geral, ou da classe de cotas, no caso de assembleia especial.</p> <p>Parágrafo único. Caso a matéria em deliberação resulte ou possa resultar em uma redução do índice de subordinação, somente os titulares de cotas seniores podem votar.</p>	<p>Art. 33. As subclasses de cotas seniores e subordinadas possuem iguais direitos e obrigações em assembleia geral ou especial de cotistas, cabendo a cada cotista a quantidade de votos representativa de sua participação no patrimônio do fundo, no caso de assembleia geral, ou da classe de cotas, no caso de assembleia especial.</p> <p><u>Parágrafo único. §1º</u> Caso a matéria em deliberação resulte ou possa resultar em uma redução do índice de subordinação <u>de uma classe de cotas</u>, somente os titulares de cotas seniores <u>da respectiva classe</u> podem votar.</p> <p><u>§2º</u> Se assim previsto no regulamento, é assegurado à maioria dos titulares das cotas subordinadas que se subordinem a todas as demais, para efeitos de amortização e resgate, o direito de vetar, em assembleia geral ou especial, as seguintes matérias:</p> <p><u>I – a substituição dos prestadores de serviços essenciais e dos demais prestadores de serviços do fundo ou da classe de cotas;</u></p> <p><u>II – a elevação da taxa de administração ou da taxa de gestão;</u></p> <p><u>III – a fusão, a incorporação, a cisão, a transformação ou a liquidação do fundo ou da classe de cotas; e/ou</u></p>

	<p><u>IV – a alteração do regulamento, no tocante a:</u></p> <p><u>a) alteração das características do fundo, da classe de cotas, ou das subclasses de cotas, incluindo o aumento da remuneração das cotas;</u></p> <p><u>b) criação de novas classes, subclasses ou séries de cotas;</u></p> <p><u>c) alteração ou inclusão de novos critérios de elegibilidade, condições de cessão ou limites de concentração da carteira do fundo ou da classe de cotas;</u></p> <p><u>d) alteração ou inclusão de novos eventos de avaliação ou de liquidação; e/ou</u></p> <p><u>e) alteração das características, vantagens, direitos e obrigações das cotas subordinadas da respectiva classe, mesmo que indiretamente.</u></p> <p><u>§3º O direito de veto referido no §2º poderá ser exercido mesmo na hipótese de o valor das cotas subordinadas for igual ou inferior a zero.</u></p> <p><u>§4º Na hipótese prevista no §2º, não se aplica o disposto no art. 74 da Resolução.</u></p>
--	--

Emissão de cotas pelos FIDC e patrimônio autorizado

3.23 Atualmente, a emissão de cotas pelo FIDC não é de competência privativa da assembleia geral de cotistas, de acordo com o disposto na Instrução CVM nº 356/01 e com a jurisprudência do Colegiado da CVM⁷. O mercado de FIDC atualmente se utiliza dessa dinâmica, regrando no regulamento a emissão de novas cotas de acordo com as particularidades de cada estrutura.

⁷ Conforme reconhecido pelo Colegiado da CVM, o artigo 66, VI, da Instrução CVM nº 555/14, não se aplica aos FIDC, já que o artigo 24, VI, da Instrução CVM nº 356/01 remete as questões envolvendo emissão de novas cotas ao regulamento e o artigo 26 da Instrução CVM nº 356/01 não elenca a emissão de novas cotas como matéria de competência privativa da assembleia geral (cf. Processo SEI nº 19957.007865/2017-82, julgado pelo Colegiado da CVM em 24 de outubro de 2017, e Processo SEI nº 19957.009481/2019-66, julgado pelo Colegiado da CVM em 14 de janeiro de 2020).

3.24 O Edital propõe que se estabeleça um patrimônio autorizado para que seja possível a realização de novas emissões a critério do administrador do FIDC. Acima desse limite, seria necessária a deliberação da assembleia geral de cotistas para novas emissões. A ANFIDC entende que o regramento proposto na Audiência Pública traria limitações desnecessárias e não compatíveis com a realidade dos FIDC, tornando as emissões mais burocráticas e morosas, sem uma contrapartida benéfica para o mercado.

3.25 Em fundos de investimento, uma nova emissão de cotas está relacionada a novos investimentos. Para diversos fundos, como um fundo de investimento em participação (“**FIP**”) ou um fundo de investimento imobiliário (“**FII**”), a realização desses investimentos pode alterar de forma significativa o risco a que está exposto o investidor. A aquisição de uma nova empresa por um FIP, ou de um novo imóvel por um FII, por exemplo, podem modificar sensivelmente o perfil de risco e de retorno da carteira desses fundos. Nesse cenário, faz sentido que novas emissões de cotas sejam aprovadas em assembleia geral de cotistas, ou que haja a possibilidade de os cotistas aprovarem um patrimônio autorizado para futuras emissões.

3.26 A realidade dos FIDC é, porém, bastante distinta das dos FIP ou dos FII no que se refere a relação entre novos investimentos e riscos aos quais os investidores estão expostos. Os FIDC, como regra geral, contam com política de investimento que lhes permite adquirir créditos com características bem definidas e, geralmente, admite-se a revolvência da carteira. Isso é, no mais das vezes, os créditos integrantes do patrimônio dos FIDC, independentemente da realização de novas emissões, são livremente adquiridos, alienados e/ou substituídos pelos gestores. Essa revolvência da carteira, porém, não costuma afetar o risco a que os investidores estão expostos, pelo menos não de forma relevante.

3.27 Da mesma forma, a realização de novas emissões por um FIDC apenas amplia o volume do seu patrimônio líquido e a quantidade de créditos que irá adquirir, sem alterar, porém, a natureza do risco a que o investidor está exposto. Na maioria dos casos, esse risco está associado a outros fatores, como o índice de subordinação ou a política de investimento do FIDC, os quais, aí sim, dependem de aprovação em assembleia de cotistas para serem alterados.

3.28 Ainda, para os FIDC constituídos como condomínios fechados, é possível se afirmar que a emissão de novas cotas seniores, como regra geral, beneficia os cotistas seniores que já estejam no FIDC. O prazo de liquidação de uma nova série da classe sênior tende a ser posterior ao das séries em circulação. Sendo assim, se a carteira do FIDC sofrer perdas, é mais provável que essas perdas afetem apenas (ou de forma mais severa) os novos cotistas seniores, que ainda terão valores a receber após a integral liquidação das séries de cotas seniores anteriormente emitidas.

3.29 Pelos motivos expostos acima, a ANFIDC entende que o regramento do FIDC no que se refere a novas emissões deve permanecer como está. Isso é, que o regulamento possa estabelecer livremente as regras para novas emissões de cotas. Nesse

tema, a realidade dos FIDC é muito mais próxima da dos fundos regulados pela Instrução CVM nº 555/14. Para esses fundos, não há necessidade de assembleia geral para realização de nova emissão de cotas, tampouco a previsão de patrimônio autorizado.

3.30 Ressalte-se, por fim, que a regra de patrimônio autorizado faz ainda menos sentido para FIDC constituídos como condomínios abertos, uma vez que impõe limitação incompatível com a natureza dessa modalidade de investimento, que deve permitir o ingresso e a saída dos cotistas a qualquer tempo, durante o prazo de existência do fundo. Da mesma forma, a impossibilidade de se emitir livremente cotas subordinadas, a critério do administrador, pode gerar a impossibilidade de um terceiro interessado (i.e., cedente, gestor) realizar um aporte espontâneo nas cotas subordinadas que impeça a ocorrência de um evento de avaliação ou de liquidação do FIDC.

3.31 Assim, sugerimos o ajuste abaixo, visando a preservar a flexibilidade atualmente existente para os FIDC:

Anexo Normativo II	
Redação da Audiência Pública	Redação proposta pela ANFIDC
<p><i>Art. 26. Em acréscimo às matérias dispostas no art. 44, § 1º, da Resolução, o regulamento do FIDC deve dispor sobre:</i> [...] <i>X – 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.</i> [...] <i>§ 2º A autorização para a emissão de cotas a critério do administrador mencionada no inciso X deve especificar o número máximo de cotas que podem ser emitidas ou o valor total a ser emitido, assegurado o direito de preferência aos atuais cotistas.</i></p>	<p><i>Art. 26. Em acréscimo às matérias dispostas no art. 44, § 1º, da Resolução, o regulamento do FIDC deve dispor sobre:</i> [...] <i>X – 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.</i> [...] <i>§ 2º A autorização para a emissão de cotas a critério do administrador mencionada no inciso X deve especificar o número máximo de cotas que podem ser emitidas ou o valor total a ser emitido, assegurado o direito de preferência aos atuais cotistas.</i></p>

Subscrição ou aquisição de cotas pelo cedente do FIDC

3.32 Da perspectiva da ANFIDC, seria importante manter a possibilidade de o cedente dos direitos creditórios adquirir cotas de um FIDC de qualquer subclasse. Apesar de ser mais comum a aquisição de cotas subordinadas pelo cedente, há estruturas em que o cedente adquire cotas seniores, inclusive para mantê-las em tesouraria e depois vendê-las a terceiros. Como não nos parece haver prejuízo aos investidores na

manutenção da possibilidade de aquisição de cotas seniores pelo cedente, propomos o seguinte ajuste:

Anexo Normativo II	
Redação da Audiência Pública	Redação proposta pela ANFIDC
<i>Art. 13. É vedado distribuir 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.</i>	<i>Art. 13. É vedado distribuir 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.</i>

Classe de cotas de FIDC ofertada ao público em geral

3.33 Dentre os requisitos previstos na Audiência Pública para que uma classe de cotas de FIDC possa ser ofertada ao público em geral, entendemos que a seguinte exigência, da forma como redigida, não traria especial proteção a esses investidores, ou poderia gerar dificuldades na sua interpretação: a classe de cotas contar com retenção substancial de riscos e benefícios por parte do cedente ou de terceiros.

3.34 Entendemos a exigência em questão tem por objetivo garantir que cotas seniores somente sejam distribuídas ao varejo se o FIDC contar com uma subordinação relevante. Se esse, de fato, for o objetivo da CVM, entendemos que a redação proposta não é a ideal para atingi-lo. Isso porque haveria hipóteses em que a existência de subordinação no FIDC, mesmo que relevante, geraria dúvidas se essa exigência estaria sendo atendida, bem como casos em que essa exigência seria atendida mesmo que o FIDC não contasse com subordinação relevante.

3.35 Se as cotas subordinadas, mesmo que em percentual relevante, forem mantidas por pessoas físicas, ou por empresas não submetidas às regras contábeis aplicáveis a companhias abertas, haveria dúvidas sobre o atendimento da exigência de retenção substancial de riscos e benefícios pelo cedente ou por terceiros. Ainda, a existência de coobrigação de uma companhia aberta em relação aos créditos integrantes da carteira do FIDC, por si só, levaria ao atendimento dessa exigência, independentemente de a subordinação do FIDC ser insignificante, ou do risco de crédito dessa companhia aberta ser elevado.

3.36 Além disso, parece-nos que a política de investimento das classes de cotas de FIDC ofertadas ao varejo poderia ser flexibilizada com relação à aquisição de direitos creditórios futuros e de ativos financeiros que não possam ser adquiridos pelo público em geral. O investimento nesses ativos poderia, ao invés de ser vedado, ser limitado. Dessa forma, poder-se-ia diversificar as possibilidades de investimento desses FIDC, mas ainda limitar a exposição dos investidores de varejo a esses ativos.

3.37 Propomos, assim, as seguintes alterações:

Anexo Normativo II	
Redação da Audiência Pública	Redação proposta pela ANFIDC
<p>Art. 14. A distribuição de cotas de FIDC junto ao público em geral requer o cumprimento, cumulativo, dos seguintes requisitos:</p> <p>[...]</p> <p>III – a classe conte 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;</p> <p>[...]</p> <p>V – a política de investimento não admita a aplicação em:</p> <p>a) direitos creditórios que sejam originados por contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e serviços para entrega ou prestação futura;</p> <p>b) direitos creditórios originados ou cedidos pelo administrador, gestor, consultoria especializada, custodiante, entidade registradora dos direitos creditórios e partes relacionadas; e</p> <p>c) ativos financeiros que não possam ser adquiridos pelo público em geral;</p>	<p>Art. 14. A distribuição de cotas de FIDC junto ao público em geral requer o cumprimento, cumulativo, dos seguintes requisitos:</p> <p>[...]</p> <p>III – a classe conte 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;</p> <p><u>III – o índice de subordinação seja tal que, se a totalidade das cotas subordinadas fosse de titularidade de um único cotista submetido às regras contábeis emitidas pela CVM aplicáveis às companhias abertas, levaria à retenção ou exposição substancial dos riscos e benefícios da carteira por esse cotista;</u></p> <p>[...]</p> <p>V – a política de investimento não admita limite em até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido a aplicação em:</p> <p>a) direitos creditórios que sejam originados por contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e serviços para entrega ou prestação futura;</p> <p>b) direitos creditórios originados ou cedidos pelo administrador, gestor, consultoria especializada, custodiante, entidade registradora dos direitos creditórios e partes relacionadas; e</p> <p><u>e) b) ativos financeiros que não possam ser adquiridos pelo público em geral; e</u></p> <p>[...]</p> <p><u>V – a política de investimento não admita a aplicação em direitos creditórios originados ou cedidos pelo</u></p>

	<u>administrador, gestor, consultoria especializada, custodiante, entidade registradora dos direitos creditórios e partes relacionadas:</u>
--	---

Registro dos direitos creditórios nos FIDC

3.38 Pelos motivos expostos em nossas considerações preliminares, sugerimos que o registro dos direitos creditórios em entidade autorizada pelo BACEN seja obrigatório apenas no caso de classes de cotas de FIDC ofertadas ao público em geral, permitindo uma exposição máxima de 20% do patrimônio líquido dessas classes a direitos creditórios não registrados:

Anexo Normativo II	
Redação da Audiência Pública	Redação proposta pela ANFIDC
<p>Art. 14. A distribuição de cotas de FIDC junto ao público em geral requer o cumprimento, cumulativo, dos seguintes requisitos:</p> <p>[...]</p> <p>V – a política de investimento não admita a aplicação em:</p> <p>[...]</p>	<p>Art. 14. A distribuição de cotas de FIDC junto ao público em geral requer o cumprimento, cumulativo, dos seguintes requisitos:</p> <p>[...]</p> <p>V <u>IV</u> – a política de investimento não admita <u>limite em até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido a aplicação em:</u></p> <p>[...]</p> <p><u>c) direitos creditórios que não sejam objeto de registro por entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil.</u></p> <p>[...]</p>
<p>Art. 36. Em acréscimo aos serviços previstos no § 2º do art. 79 desta Resolução, o administrador deve contratar, em nome do fundo, os seguintes serviços:</p> <p>I – registro de direitos creditórios por entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil;</p> <p>[...]</p> <p>§1º O administrador deve diligenciar para que os prestadores de serviços por ele contratados em nome do fundo possuam regras e procedimentos adequados, por escrito e passíveis de verificação, para permitir o efetivo controle sobre a movimentação da</p>	<p>Art. 36. Em acréscimo aos serviços previstos no § 2º do art. 79 desta Resolução, o administrador deve contratar, em nome do fundo, os seguintes serviços:</p> <p>I – registro de direitos creditórios por entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil;</p> <p>[...]</p> <p><u>§1º Adicionalmente, o administrador pode contratar, em nome do fundo, os seguintes serviços:</u></p> <p><u>I – registro de direitos creditórios por entidade autorizada pelo Banco Central</u></p>

documentação relativa aos direitos creditórios. [...]	do Brasil; e [...] <u>§1º 2º</u> O administrador deve diligenciar para que os prestadores de serviços por ele contratados em nome do fundo possuam regras e procedimentos adequados, por escrito e passíveis de verificação, para permitir o efetivo controle sobre a movimentação da documentação relativa aos direitos creditórios. [...]
--	--

Custodiante e administrador dos FIDC

3.39 De acordo com o Edital, a CVM indaga aos participantes do mercado se, “considerando o que remanesceu a cargo do custodiante [...] tais tarefas não poderiam ser absorvidas pelo administrador, incumbindo ao custodiante apenas suas tarefas típicas, relacionadas à prestação de serviços de custódia de valores mobiliários, quando fosse o caso.”

3.40 Diante da evolução do mercado e da participação reduzida do custodiante descrita na nova estrutura apresentada na Audiência Pública, a ANFIDC entende que a contratação do custodiante nos FIDC não deveria ser obrigatória, mas facultativa, podendo o próprio administrador exercer as funções inicialmente atribuídas ao custodiante na norma.

3.41 Dessa forma, sugerimos os seguintes ajustes:

Resolução	
Redação da Audiência Pública	Redação proposta pela ANFIDC
Art. 36. Em acréscimo aos serviços previstos no § 2º do art. 79 desta Resolução, o administrador deve contratar, em nome do fundo, os seguintes serviços: [...] II – custódia, alcançando os serviços previstos na Seção III deste Capítulo VIII, assim como, se for o caso, o serviço de custódia de valores mobiliários; e [...]	Art. 36. Em acréscimo aos serviços previstos no § 2º do art. 79 desta Resolução, o administrador deve contratar, em nome do fundo, os seguintes serviços: [...] II – custódia, alcançando os serviços previstos na Seção III deste Capítulo VIII, assim como, se for o caso, o serviço de custódia de valores mobiliários; e [...]
§1º O administrador deve diligenciar para que os prestadores de serviços por ele contratados em nome do fundo possuam regras e procedimentos	<u>§1º Adicionalmente, o administrador pode contratar, em nome do fundo, os seguintes serviços:</u> [...]

<p>adequados, por escrito e passíveis de verificação, para permitir o efetivo controle sobre a movimentação da documentação relativa aos direitos creditórios.</p> <p>[...]</p>	<p><u>II – custódia, alcançando os serviços previstos na Seção III deste Capítulo VIII, assim como, se for o caso, o serviço de custódia de valores mobiliários.</u></p> <p><u>§12º O administrador deve diligenciar para que os prestadores de serviços por ele contratados em nome do fundo possuam regras e procedimentos adequados, por escrito e passíveis de verificação, para permitir o efetivo controle sobre a movimentação da documentação relativa aos direitos creditórios.</u></p> <p>[...]</p> <p><u>§4º Caso o administrador não contrate os serviços de custódia, os serviços previstos na Seção III deste Capítulo VIII serão prestados pelo administrador.</u></p>
---	--

Verificação do lastro dos direitos creditórios nos FIDC

3.42 Com relação à dinâmica de verificação do lastro dos direitos creditórios no momento de seu ingresso no fundo, propomos que tal verificação **(a)** possa ser feita previamente ou posteriormente ao referido ingresso, com o objetivo de trazer maior flexibilidade operacional aos FIDC; e **(b)** possa ser feita pelo gestor ou pelo custodiante (ou administrador, conforme comentário acima), de modo a permitir que os atuais *players* do mercado continuem a fazer essa verificação, facilitando a transição para a nova norma.

3.43 Ainda, caso a verificação do lastro dos direitos creditórios seja realizada pelo custodiante (ou pelo administrador, conforme o caso) quando do ingresso dos créditos no fundo, não nos parece necessário que sejam realizadas novas verificações periódicas dos direitos creditórios substituídos ou inadimplidos. No ingresso de um novo direito creditório em substituição, já devem ser adotadas as mesmas diligências quando da aquisição de qualquer novo direito creditório. No caso dos direitos creditórios inadimplidos, o lastro dos direitos creditórios já seria novamente analisado quando da sua cobrança.

3.44 Além disso, quando o direito creditório for objeto de registro por entidade autorizada pelo BACEN, entendemos que não deveria ser exigida nenhuma verificação do seu lastro.

3.45 Nesse sentido, propomos as seguintes alterações:

Anexo Normativo II	
Redação da Audiência Pública	Redação proposta pela ANFIDC
<p>Art. 39. <i>Em acréscimo às obrigações previstas nesta Resolução, o gestor do FIDC é responsável pelas seguintes atividades:</i></p> <p>[...]</p> <p><i>II – executar a política de investimentos, devendo analisar e selecionar os direitos creditórios para integrarem a carteira de ativos, o que inclui, no mínimo:</i></p> <p><i>a) verificar a existência e integridade do lastro dos direitos creditórios, de forma individualizada ou por meio de modelo estatístico consistente e passível de verificação;</i></p> <p>[...]</p> <p><i>§5º Conduzida no âmbito do dever de diligência do gestor, a verificação do lastro dos direitos creditórios, referida na alínea “a” do inciso II do caput, deve ser concluída previamente à aquisição dos direitos creditórios pelo FIDC.</i></p> <p>[...]</p>	<p>Art. 39. <i>Em acréscimo às obrigações previstas nesta Resolução, o gestor do FIDC é responsável pelas seguintes atividades:</i></p> <p>[...]</p> <p><i>II – executar a política de investimentos, devendo analisar e selecionar os direitos creditórios para integrarem a carteira de ativos, o que inclui, no mínimo:</i></p> <p><i>a) verificar a existência e integridade do lastro dos direitos creditórios, de forma individualizada ou por meio de modelo estatístico consistente e passível de verificação, <u>observado o disposto no §3º do art. 41;</u></i></p> <p>[...]</p> <p><i>§5º Conduzida no âmbito do dever de diligência do gestor, a verificação do lastro dos direitos creditórios, referida na alínea “a” do inciso II do caput, <u>deve</u> <u>pode</u> ser concluída previamente <u>ou</u> <u>posteriormente</u> à aquisição dos direitos creditórios pelo FIDC.</i></p> <p>[...]</p> <p><u><i>§11º Fica dispensada a verificação de lastro de que trata a alínea “a” do inciso II do caput na hipótese de os direitos creditórios serem objeto de registro por entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil.</i></u></p>
<p>Art. 41. <i>Trimestralmente ou em periodicidade compatível com o prazo médio ponderado dos direitos creditórios da carteira, o que for maior, o custodiante deve verificar a existência, integridade e titularidade pelo FIDC do lastro dos direitos creditórios que ingressaram na carteira do FIDC no período a título de substituição, assim como os direitos creditórios inadimplidos no mesmo período.</i></p> <p><i>§1º O serviço de custódia de FIDC não</i></p>	<p>Art. 41. <i>Trimestralmente ou em periodicidade compatível com o prazo médio ponderado dos direitos creditórios da carteira, o que for maior, o custodiante deve verificar a existência, integridade e titularidade pelo FIDC do lastro dos direitos creditórios que ingressaram na carteira do FIDC no período a título de substituição, assim como os direitos creditórios inadimplidos no mesmo período.</i></p> <p><i>§1º O serviço de custódia de FIDC não</i></p>

<p>pode ser prestado pelo gestor, consultoria especializada ou partes a eles relacionadas.</p> <p>§2º O custodiante pode utilizar informações oriundas da entidade registradora dos direitos creditórios, observado que nessa hipótese deve verificar se tais informações são consistentes e adequadas à verificação do lastro.</p>	<p>pode ser prestado pelo gestor, consultoria especializada ou partes a eles relacionadas.</p> <p>§2º O custodiante pode utilizar informações oriundas da entidade registradora dos direitos creditórios, observado que nessa hipótese deve verificar se tais informações são consistentes e adequadas à verificação do lastro.</p> <p><u>§3º O custodiante poderá ser contratado para verificar, no lugar do gestor, a existência e a integridade do lastro dos direitos creditórios nos termos da alínea “a” do inciso II do art. 39.</u></p> <p><u>§4º Fica dispensada a verificação de lastro de que trata o caput nas seguintes hipóteses:</u></p> <p><u>I – a verificação da existência e da integridade do lastro dos direitos creditórios tenha sido realizada quando do ingresso dos direitos creditórios no fundo pelo custodiante; ou</u></p> <p><u>II – os direitos creditórios sejam objeto de registro por entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil.</u></p>
---	--

Diligência fiscal sobre os cedentes na aquisição de direitos creditórios pelos FIDC

3.46 Pelos motivos expostos em nossas considerações preliminares, sugerimos que a verificação da situação fiscal dos cedentes seja facultativa e que, caso o gestor não a defina como obrigatória, haja um fator de risco sobre o tema no regulamento. Segue sugestão de redação:

Anexo Normativo II	
Redação da Audiência Pública	Redação proposta pela ANFIDC
<p>Art. 39. Em acréscimo às obrigações previstas nesta Resolução, o gestor do FIDC é responsável pelas seguintes atividades:</p> <p>[...]</p>	<p>Art. 39. Em acréscimo às obrigações previstas nesta Resolução, o gestor do FIDC é responsável pelas seguintes atividades:</p> <p>[...]</p>

<p>§8º No âmbito das diligências relacionadas à aquisição de direitos creditórios, o gestor deve verificar a regularidade fiscal do cedente, o que pode ser efetuado por meio das medidas abaixo, sem prejuízo de quaisquer outras que se façam necessárias:</p> <p>I – obter do cedente a apresentação de certidão de regularidade fiscal;</p> <p>II – exigência de prova da inexistência de inscrição de débito em Dívida Ativa da União; e</p> <p>III – comprovação da reserva de patrimônio suficiente para quitação integral dos tributos exigíveis.</p> <p>§9º O gestor, em função das diligências referidas no 8º, deve divulgar aos cotistas, quando da distribuição de cotas do fundo, a possibilidade de ineficácia da cessão de crédito em razão de demanda da Fazenda Nacional na cobrança de créditos fiscais cujo lançamento tenha se dado até o momento da cessão.</p>	<p>§8º No âmbito das diligências relacionadas à aquisição de direitos creditórios, o gestor deve <u>avaliar a conveniência</u> de verificar a regularidade fiscal do cedente, o que pode ser efetuado por meio das medidas abaixo, sem prejuízo de quaisquer outras que se façam necessárias:</p> <p>I – obter do cedente a apresentação de certidão de regularidade fiscal;</p> <p>II – exigência de prova da inexistência de inscrição de débito em Dívida Ativa da União; e</p> <p>III – comprovação da reserva de patrimônio suficiente para quitação integral dos tributos exigíveis.</p> <p>§9º O gestor, em função das diligências referidas no §8º, deve divulgar aos cotistas, quando da distribuição de cotas do fundo, a possibilidade de ineficácia da cessão de crédito em razão de demanda da Fazenda Nacional <u>do Fisco</u> na cobrança de créditos fiscais cujo lançamento tenha se dado até o momento da cessão.</p> <p><u>§10º Caso a verificação da regularidade fiscal do cedente tratada no §8º não seja definida pelo gestor como obrigatória, deverá ser incluído no regulamento fator de risco explicitando tal fato e informando sobre a possibilidade de a cessão ser declarada ineficaz, em virtude da existência de eventuais débitos do cedente perante o Fisco.</u></p>
---	--

Limitações aos coobrigados dos direitos creditórios nos FIDC

3.47 Da perspectiva da ANFIDC, não deveriam ser impostas quaisquer limitações aos eventuais coobrigados dos direitos creditórios cedidos aos FIDC. Entendemos que, para fins de avaliação do risco de crédito associado a uma dívida, a existência de coobrigação em garantia pode ser positiva ou neutra, mas jamais negativa.

Isso porque a capacidade de pagamento do terceiro garantidor não afeta a capacidade de pagamento do devedor principal, e tampouco restringe a exigibilidade do crédito pelo credor.

3.48 Considerando que o efeito da coobrigação somente poderá ser positivo ou neutro, não nos parece razoável impor limitações adicionais para que os FIDC adquiram créditos com coobrigação. De forma exemplificativa, pela redação proposta na Audiência Pública, seria permitido que um FIDC adquira determinado crédito que não tenha qualquer garantia, mas, por outro lado, seria vedada tal aquisição a partir do momento em que esse mesmo crédito passe a contar com a coobrigação de um coobrigado que represente mais de 20% do patrimônio líquido da classe de cotas.

3.49 Nesse sentido, seguem as seguintes sugestões de alteração:

Anexo Normativo II	
Redação da Consulta Pública	Redação proposta pela ANFIDC
<p><i>Art. 48. A aplicação de recursos em direitos creditórios e outros ativos de responsabilidade ou coobrigação de um mesmo devedor está limitada a 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido da classe de cotas.</i></p> <p><i>§1º Para efeito de cálculo dos limites, consideram-se como pertencentes a um único devedor os direitos creditórios e ativos financeiros de responsabilidade ou coobrigação de devedores integrantes de um mesmo grupo econômico.</i></p> <p><i>§2º Caso a classe de cotas não seja destinada ao público em geral, o percentual referido no caput pode ser elevado quando:</i></p> <p><i>I – o devedor ou coobrigado:</i> [...]</p> <p><i>§ 3º Na hipótese prevista na alínea “c” do inciso I do § 2º, as demonstrações contábeis anuais do devedor ou coobrigado e respectivo parecer do auditor independente devem ser disponibilizados pelo administrador, até 3 (três) meses após o encerramento do exercício social do devedor ou</i></p>	<p><i>Art. 48. A aplicação de recursos em direitos creditórios e outros ativos de responsabilidade ou coobrigação de um mesmo devedor está limitada a 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido da classe de cotas.</i></p> <p><i>§1º Para efeito de cálculo dos limites, consideram-se como pertencentes a um único devedor os direitos creditórios e ativos financeiros de responsabilidade ou coobrigação de devedores integrantes de um mesmo grupo econômico.</i></p> <p><i>§2º Caso a classe de cotas não seja destinada ao público em geral, o percentual referido no caput pode ser elevado quando:</i></p> <p><i>I – o devedor ou coobrigado:</i> [...]</p> <p><i>§ 3º Na hipótese prevista na alínea “c” do inciso I do § 2º, as demonstrações contábeis anuais do devedor ou coobrigado e respectivo parecer do auditor independente devem ser disponibilizados pelo administrador, até 3 (três) meses após o encerramento do exercício social do devedor ou</i></p>

<p><i>coobrigado, na página eletrônica na rede mundial de computadores onde serão fornecidas as informações sobre o fundo, até o seu encerramento ou até o exercício em que os direitos creditórios de responsabilidade do devedor ou do coobrigado deixarem de representar mais de 20% (vinte por cento) dos direitos creditórios que integram o patrimônio do fundo.</i></p> <p><i>[...]</i></p> <p><i>§ 5º As hipóteses de elevação do limite de 20% (vinte por cento) para aquisição de ativos de um mesmo devedor de que trata o inciso I do § 2º não são aplicáveis aos direitos creditórios e ativos financeiros de responsabilidade ou coobrigação de prestadores de serviços do fundo e partes relacionadas.</i></p>	<p><i>coobrigado</i>, na página eletrônica na rede mundial de computadores onde serão fornecidas as informações sobre o fundo, até o seu encerramento ou até o exercício em que os direitos creditórios de responsabilidade do devedor <i>ou do coobrigado</i> deixarem de representar mais de 20% (vinte por cento) dos direitos creditórios que integram o patrimônio do fundo.</p> <p><i>[...]</i></p> <p><i>§ 5º As hipóteses de elevação do limite de 20% (vinte por cento) para aquisição de ativos de um mesmo devedor de que trata o inciso I do § 2º não são aplicáveis aos direitos creditórios e ativos financeiros de responsabilidade ou coobrigação de prestadores de serviços do fundo e partes relacionadas.</i></p>
---	--

Cedentes em recuperação judicial ou extrajudicial e direitos creditórios não-padronizados

3.50 Entendemos que não deveriam ser enquadrados como direitos creditórios não-padronizados os créditos cedidos por sociedade em recuperação judicial ou extrajudicial **(a)** que contem com coobrigação de seu originador; ou **(b)** cujo cedente não tenha ainda seu plano de recuperação homologado em juízo.

3.51 Com relação à coobrigação do originador, reiteramos que, conforme exposto acima, trata-se de uma garantia adicional ao investidor, sendo benéfica ou neutra, mas jamais negativa. Dessa forma, não nos parece coerente caracterizar como “padronizado” um crédito que não conte com coobrigação do originador, mas enquadrar esse mesmo crédito como não-padronizado quanto vier a ter essa garantia. Esse posicionamento foi inclusive apreciado anteriormente pelo Colegiado da CVM, em consulta formulada pela ANFIDC, contando com votos favoráveis do Diretor Gustavo Borba, relator do processo, e do Diretor Henrique Machado⁸.

3.52 Quanto ao segundo requisito, ressaltamos que a validade da operação de cessão de crédito da empresa em recuperação independe e está totalmente desvinculada da aprovação do plano de recuperação, seja pelos credores, seja pelo juízo da homologação. A Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, permite que as empresas requerentes da recuperação continuem suas operações normalmente, estando aptas a

⁸ Processo CVM nº 19957.004284/2016-16, julgado pelo Colegiado da CVM em 6 de setembro de 2016.

contrair novos direitos e obrigações, inclusive por meio da venda de ativos⁹. A cessão de créditos é permitida durante o processo de recuperação da empresa, independentemente de autorização prévia do administrador judicial, dos credores ou do juízo da recuperação, sendo que, observados os preceitos de transparência e publicidade da Lei nº 11.101/05, a operação não está sujeita a eventual invalidação posterior. Além disso, o artigo 136, §1º, da Lei nº 11.101/05, protege expressamente a operação de alienação de ativos para fins de securitização do rol de hipóteses de ineficácia e nulidade em caso de falência da empresa. Esse ponto também foi objeto de apreciação pelo Colegiado da CVM na consulta mencionada acima, tendo sido afastada, nesse contexto, a exigência de trânsito em julgado da homologação do plano de recuperação do cedente.

3.53 Os requisitos mencionados acima não trazem maior proteção aos investidores, mas, se mantidos, poderão limitar o mercado de FIDC, tendo em vista o público-alvo restrito para as classes de cotas que adquiram direitos creditórios não padronizados. Dessa forma, sugerimos os seguintes ajustes:

Anexo Normativo II	
Redação da Consulta Pública	Redação proposta pela ANFIDC
<p><i>Art. 2º. Para fins deste Anexo II, entende-se por:</i> [...] <i>Parágrafo único. Não são considerados direitos creditórios não-padronizados:</i></p> <p><i>I – direitos creditórios cedidos por sociedade empresária em processo de recuperação judicial ou extrajudicial, desde que cumulativamente atendam aos seguintes requisitos:</i></p> <p><i>a) não contem com coobrigação do originador;</i></p> <p><i>b) não sejam originados por contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e serviços para entrega ou prestação futura; e</i></p> <p><i>c) a sociedade esteja sujeita a plano de recuperação homologado em juízo; e</i> [...]</p>	<p><i>Art. 2º. Para fins deste Anexo II, entende-se por:</i> [...] <i>Parágrafo único. Não são considerados direitos creditórios não-padronizados:</i></p> <p><i>I – direitos creditórios cedidos por sociedade empresária em processo de recuperação judicial ou extrajudicial, desde que cumulativamente atendam aos seguintes requisitos:</i></p> <p><i>a) não contem com coobrigação do originador;</i></p> <p><i>b) a) não sejam originados por contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e serviços para entrega ou prestação futura; e</i></p> <p><i>e) a sociedade esteja sujeita a plano de recuperação homologado em juízo; e</i></p> <p><i>b) no caso de sociedade em recuperação</i></p>

⁹ A única exceção refere-se à alienação e oneração de bens do seu ativo permanente – estes, sim, estão sujeitos a determinados requisitos e dependem de aprovação pelos credores (artigo 66 da Lei nº 11.101/05). Não há, contudo, qualquer restrição semelhante no que se refere aos bens do ativo circulante de tais empresas, tal como no caso de direitos creditórios.

	<p><u>judicial, o processamento da recuperação judicial tenha sido deferido;</u> <u>e</u></p> <p><u>c) no caso de sociedade em recuperação extrajudicial, o plano de recuperação extrajudicial tenha sido apresentado; e</u> <u>[...]</u></p>
--	---

Sendo o que nos cabia, ficamos à disposição da CVM para discutir e esclarecer eventuais dúvidas sobre quaisquer das considerações à Audiência Pública apresentadas acima.

Reiteramos nossos votos de estima e consideração.

Atenciosamente,

**ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PARTICIPANTES EM FUNDOS DE
INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTICEDENTES E
MULTISSACADOS – ANFIDC**