



À Comissão de Valores Mobiliários – CVM
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM
Rua Sete de Setembro, 111 – 23º andar
Rio de Janeiro – RJ

Enviado via e-mail ao endereço: audpublicaSDM0820@cvm.gov.br

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

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2020 – Comentários ABVCAP

Prezados Senhores,

A ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital vem, por meio da presente, apresentar suas sugestões e comentários ao Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2021.

Considerando os impactos que o novo marco regulatório de fundos de investimento terá também nos segmentos de *private equity*, *venture capital* e negócios imobiliários, bem como para nortear as futuras discussões envolvendo os anexos normativos a serem editados oportunamente por essa D. Comissão de Valores Mobiliários para os fundos de investimento em participações e para os fundos de investimento imobiliário, estamos também apresentando sugestões e comentários relacionados aos dispositivos atuais da Instrução CVM 472 e da Instrução CVM 578.

Para maior conveniência, estamos apresentando nossos comentários e sugestões em observância à ordem sequencial dos artigos, incisos e parágrafos da Resolução e do Anexo Normativo II, devidamente acompanhados das nossas motivações, argumentações e, em alguns casos, exemplos. Ainda, para facilitar a análise desta CVM, quando forem sugeridas novas redações para normativos atualmente em vigor, os trechos a excluir serão indicados em ~~vermelho-tachado~~ e os trechos a incluir serão indicados em azul. Por sua vez, os deslocamentos serão indicados em ~~verde~~ ~~tachado~~ para mostrar sua localização constante na Minuta e em verde para mostrar sua localização sugerida na Minuta. Não estamos fazendo comentários ao Anexo Normativo I.

As nossas ponderações relacionadas aos futuros anexos normativos que serão editados para regulamentar os FIP e os FII estão sendo apresentadas de forma conceitual, em alguns casos com citação de artigos, incisos ou parágrafos das regras atualmente vigentes, e sempre de forma consistente ao disposto na Resolução.

Observamos também que nossos comentários e sugestões representam o trabalho conjunto de diversos comitês da ABVCAP que tratam especificamente sobre regulamentação e aspectos fiscais da indústria, crédito privado, negócios imobiliários, infraestrutura, *venture capital*, gestores e investidores institucionais, grupos estes formados por participantes diversos e relevantes da indústria. Apesar das visões e perspectivas particulares de cada comitê e seus participantes, chegamos a um consenso com relação aos comentários e sugestões que estão sendo apresentados de forma unificada pela ABVCAP, com a aprovação de nosso Conselho Deliberativo.

Na esteira dos princípios trazidos e encorajados pela Lei da Liberdade Econômica, grande parte dos nossos comentários baseiam-se (i) em um ambiente livre de pactuação entre as partes integrantes da indústria de *asset management* e fundos de investimento, com a consequente aproximação de nossa regulamentação às melhores práticas internacionais, de forma a desenvolver nosso mercado, mas sempre mantendo como foco a transparência e consistência de informações e a possibilidade de proteções contratuais aos investidores, e (ii) no estímulo do bom desenvolvimento dos setores de *private equity* e *venture capital*, os quais apresentam benefícios tão evidentes à nossa economia real, com injeção de recursos em companhias e empreendedores, formalização de companhias, geração de empregos, renda e impostos.

Por oportuno, solicitamos que quaisquer comunicações, entendimentos ou esclarecimentos com relação aos nossos comentários e sugestões sejam concentrados nos contatos abaixo:

Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital - ABVCAP

Rua Pequetita, 145, 8º Andar, Cj 81, Vila Olimpia, São Paulo – SP

Tel.: (11) 5106-5025

Aos cuidados de:

Álvaro Gonçalves / E-mail: agoncalves@stratusbr.com

Luiz Eugenio Junqueira Figueiredo / E-mail: coordenadorcer@abvcap.com.br

Marina Procknor / E-mail: marina.procknor@mattosfilho.com.br

Sendo o que nos cumpria para o momento, permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se fizerem necessários.

Atenciosamente,

ABVCAP – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL



ÍNDICE

DEFINIÇÕES	5
I - Introdução	12
II - Comentários	12
1. Âmbito normativo (art. 1º)	12
2. Definições (art. 2º)	13
2.1. “Taxa total de serviços” (art. 2º, <i>caput</i>, inciso XXXIV)	13
3. Constituição do Fundo de Investimento	14
3.1. Registro dos documentos dos Fundos de Investimento em cartório (art. 10)	14
3.2. Fundos de Investimento denominados “Socioambientais” (art. 5º, § 2º, arts. 50 e 51)	15
4. Cálculo do valor da cota (arts. 14, §§ 2º e 3º, e 19)	18
5. Limitação da responsabilidade dos cotistas (art. 18)	19
6. Distribuição de cotas (art. 26)	20
6.1. Alocação de recursos durante o processo de distribuição de cotas (art. 26)	20
7. Subscrição e integralização de cotas (arts. 28 a 39)	20
7.1. Termo de adesão (art. 28, § 1º)	20
7.2. Compartilhamento de dados dos cotistas com a CVM (art. 29)	21
8. Regulamento (art. 44)	26
8.1. Prazo de duração (art. 44, § 1º, inciso VII, e § 2º)	26
8.2. Fatores de risco (art. 44, § 1º, inciso IX, e 50)	27
8.3. Taxas de administração, de gestão e total de serviços (art. 44, § 1º, incisos X, XI e XII)	29
8.4. Emissão de novas cotas em classe fechada (sem correspondência na Resolução)	29
9. Assembleia de cotistas (arts. 64, 65, 67, 70, 72 e 73)	31
9.1. Matérias de competência privativa da assembleia geral de cotistas (art. 64, <i>caput</i>, inciso IV)	31
9.2. Obrigação de evitar transferência indevida de riqueza (art. 64, parágrafo único)	33
9.3. Matérias de competência privativa da assembleia especial de cotistas (art. 65)	33
9.4. Condicionamento ou restrição das matérias de competência privativa da assembleia de cotistas a investidores qualificados (sem correspondência na Resolução)	34
9.5. Assembleia de cotistas parcial ou totalmente remota (art. 70, § 2º)	35
9.6. Aprovação de demonstrações financeiras que contenham opinião modificada (art. 72)	36
9.7. Representação por procuração (art. 73)	37
10. Prestação de serviços (arts. 79, § 1º, e 80, §§ 1º e 5º)	37
10.1. Contratação de prestadores de serviço pelo administrador (art. 79, § 1º)	37
10.2. Gestão de recursos (art. 80, §§ 1º e 5º)	38

11.	Conselhos consultivos e comitês técnicos ou de investimentos (art. 83, <i>caput</i>).....	41
12.	Normas de conduta (arts. 87, <i>caput</i> , incisos II e III, e 91)	42
12.1.	Vedações (art. 87)	42
13.	Destituição de prestador de serviço essencial (art. 93).....	44
14.	Fundos de Investimento exclusivos (art. 98, parágrafo único)	45
15.	Encargos (arts. 100 e 101).....	49
15.1.	Rol de encargos (art. 100).....	49
16.	Insolvência (arts. 105 e 106)	51
16.1.	Verificação do patrimônio líquido negativo (art. 105, <i>caput</i>)	51
16.2.	Competência da CVM para intervir no mercado financeiro (art. 106).....	53
16.3.	Créditos privilegiados na insolvência (sem correspondência na Resolução)	54
17.	Penalidades e multa cominatória (art. 113)	55
17.1.	Manutenção de documentos atualizados e em perfeita ordem (art. 113, V)	55
17.2.	Prazo para adaptação (art. 122).....	56
	Introdução	58
18.	Definições (art. 2º).....	59
18.1.	“Ativos financeiros” (art. 2º, <i>caput</i> , inciso II).....	59
18.2.	“Conta-vinculada” (art. 2º, <i>caput</i> , inciso VII)	60
18.3.	“Devedor” (art. 2º, <i>caput</i> , inciso XII).....	61
18.4.	“Direitos creditórios” (art. 2º, <i>caput</i> , inciso XIII).....	61
18.5.	“Direitos creditórios não padronizados” (art. 2º, <i>caput</i> , inciso XIV, e parágrafo único) 63	
18.6.	“Direitos creditórios no exterior” e “direitos creditórios não-padronizados no exterior” (sem correspondência na Minuta)	65
18.7.	“Índice referencial” (art. 2º, <i>caput</i> , inciso XVII).....	66
18.8.	“Lastro” (art. 2º, <i>caput</i> , inciso XX)	66
18.9.	“Originador” (art. 2º, <i>caput</i> , inciso XXI)	67
18.10.	“Registro de direitos creditórios” (art. 2º, <i>caput</i> , inciso XXIV).....	69
19.	FIDC “Socioambiental” (art. 4º).....	70
20.	Divisão do patrimônio em subclasses de cotas (art. 10)	70
20.1.	Direitos diferenciados para cotistas de cada subclasse (art. 10, <i>caput</i>)	70
20.2.	Emissão de séries de cotas (art. 10, §§ 1º e 2º)	72
21.	Distribuição de cotas de FIDC (arts. 13 a 16)	74
21.1.	Distribuição de cotas ao cedente (art. 13)	74
21.2.	Distribuição de cotas junto ao público em geral (arts. 14 a 16)	75
22.	Alocação da carteira em direitos creditórios não-padronizados (art. 18)	81
23.	Amortização e resgate de cotas (arts. 20 a 22)	81
23.1.	Amortização e resgate de cotas de subclasse subordinada (art. 20)	81
23.2.	Amortização e resgate de cotas de subclasse sênior (arts. 20, parágrafo único, e 22) 83	
24.	Regulamento (art. 26).....	83
25.	Assembleia de cotistas (art. 33).....	85
25.1.	Direitos políticos (art. 33)	85
25.2.	Instituição de conselhos consultivos com competência delegada (sem correspondência na Minuta).....	85
26.	Atribuições dos prestação de serviços (arts. 36 a 42)	88
26.1.	Contratação de prestadores de serviço pelo administrador (art. 36, <i>caput</i>)	88
26.2.	Gestão (arts. 38 e 39).....	93

26.3.	Custódia (arts. 41 a 43)	99
27.	Conta para pagamento dos direitos creditórios cedidos (art. 44)	103
28.	Recebimento de garantias em nome de terceiros (art. 46)	104
29.	Carteira (arts. 47 a 51).....	105
29.1.	Extinção do conceito de "FIC-FIDC" (art. 47, <i>caput</i> e § 3º)	105
29.2.	Outras modalidades operacionais permitidas aos FIDC (sem correspondência na Minuta)	107
29.3.	Limites de concentração (arts. 48 a 51)	108
29.4.	Investimento no exterior (sem correspondência na Minuta).....	112
29.5.	Negociação de direitos creditórios vincendos	119
30.	Classes destinadas exclusivamente a investidores qualificados (art. 53)	121
30.1.	Prestação de fiança, aval, aceite ou qualquer outra forma de coobrigação (art. 53, inciso III)	122
30.2.	Dispensas relacionadas ao regime informacional (sem correspondência na Minuta)	123
30.3.	Integralização em ativos financeiros ou direitos creditórios – independente da subclasse (sem correspondência na Minuta)	124
30.4.	Pagamento de amortização e resgate em ativos financeiros – independente da subclasse (sem correspondência na Minuta)	125
30.5.	Verificação do lastro dos direitos creditórios de forma posterior à cessão (sem correspondência na Minuta).....	126
30.6.	Verticalização de prestadores de serviço (sem correspondência na Minuta) ...	127
31.	Flexibilização adicional para classes destinadas exclusivamente a investidores profissionais (art. 55, <i>caput</i>)	128
32.	Regras de transição	130
32.1.	Manutenção da denominação FIC-FIDC	130
32.2.	Atualização da Resolução CMN 2.907	131
33.	Consolidação de outros normativos	131
33.1.	Normas referentes à comunicação ao SCR	131
33.2.	Normas referentes aos FIDC-PIPS	132
COMPLEMENTO I FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES		133
I - Introdução		133
II - Comentários		134
Liberdade contratual entre gestores e investidores como regra geral e não exceção		134
Prazo para Enquadramento da Carteira dos FIP em Geral.....		134
Matérias para deliberação obrigatória em Assembleia Geral de Cotistas		135
Comitê Consultivo de Cotistas e/ou Membros Independentes		141
Participação do fundo no processo decisório da sociedade investida.....		143
Investimento no Exterior		146
Responsabilidades do Administrador e do Gestor.....		146
Divulgação de Informações Contábeis		147
Fundos Socioambientais.....		151
COMPLEMENTO II FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO		152
I - Introdução		152
II - Comentários		152
Governança flexível em Assembleia Geral de Cotistas.....		152

Hierarquia entre os Prestadores de Serviço Essenciais.....	157
Alavancagem	160
Distribuição de Lucros em Base Caixa – “Regra dos 95%”	162
Despesas e Encargos	163
Fundos Socioambientais	166

DEFINIÇÕES

Para fins do disposto na presente manifestação, as expressões indicadas em letras maiúscula usadas nesta manifestação terão os significados a elas atribuídos nesta definição. Ainda, (i) os termos “inclusive”, “incluindo”, “particularmente” e outros termos semelhantes serão interpretados como se estivessem acompanhados do termo “exemplificativamente”; (ii) sempre que exigido pelo contexto, cada expressão apresentada tanto no singular quanto no plural incluirá o singular e o plural, e os pronomes indicados no gênero masculino, feminino ou neutro incluirão os gêneros masculino, feminino e neutro; e (iii) referências a disposições legais serão interpretadas como referências a tais disposições alteradas, estendidas, consolidadas ou reformuladas.

ABVCAP	Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital
Anexo Normativo I	Anexo Normativo I à Resolução
Anexo Normativo II	Anexo Normativo II à Resolução
Anexo Normativo para FII	Nova regulamentação de FII a ser oportunamente editada pela CVM, em substituição à Instrução CVM 472
Anexo Normativo para FIP	Nova regulamentação de FIP a ser oportunamente editada pela CVM, em substituição à Instrução CVM 578
Audiência Pública	Audiência Pública SDM nº08/20
Audiência Pública SDM 02/21	Segunda audiência pública do ano de 2021, publicada pela SDM em 10 de fevereiro de 2021, que objetiva alterar a regulamentação das ofertas públicas de valores mobiliários
Audiência Pública CVM/SDM 5/2015	Quinta audiência pública do ano de 2015, publicada pela SDM em 17 de dezembro, que trazia minuta de instrução que se propunha a alterar a regulamentação aplicável à constituição, ao funcionamento e à administração de FIP



B3	B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão
BCB	Banco Central do Brasil
CMN	Conselho Monetário Nacional
Código Civil	Código Civil instituído pela Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, atualizada conforme alterações posteriores
Colegiado	Instância colegiada da CVM composto pelo seu Presidente e pelos quatro Diretores, com competências determinadas pelo regimento interno
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Decreto 10.139	Decreto nº 10.139, de 28 de novembro de 2019
Decreto 10.543	Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020
Edital	Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2021
Entidade de Investimento	FIP qualificado como entidade de investimento nos termos da Instrução CVM 579
ESG	Governança ambiental, social e corporativa (<i>environmental, social and corporate governance</i>)
ETF	Fundo de investimento em índice de mercado que tenha suas cotas admitidas à negociação em mercado de bolsa ou balcão organizado – comumente conhecido como “exchange-traded fund (ETF)”
Fiagro	Fundo de investimento nas cadeias produtivas agroindustriais
FIBRA	<i>Fideicomiso de infraestructura y bienes raíces</i>

FIDC	Fundo de investimento em direitos creditórios
FIC-FIF	Fundo de investimento em cotas de fundos de investimento financeiro
FIC-FIM	Fundo de investimento em cotas de fundos de investimento multimercado
FIF	Fundo de investimento financeiro
FII	Fundo de investimento imobiliário
FIP	Fundo de investimento em participações
FIP-IE	Fundo de investimento em participações em infraestrutura
FIP-PD&I	Fundo de investimento em participação na produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação
FIP-Qualificados	FIP destinados a investidores qualificados, conforme definidos na regulamentação aplicável
FIP-Profissionais	FIP destinados a investidores profissionais, conforme definidos na regulamentação aplicável
Fundo de Investimento	Significa qualquer fundo de investimento constituído no Brasil.
ICP-Brasil	Infraestrutura de Chaves Públicas Brasileira instituída pela Medida Provisória 2.200-2/2001
Instrução CVM 356	Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, conforme alterada
Inswtrução CVM 359	Instrução CVM nº 359, de 22 de janeiro de 2002, conforme alterada



Instrução CVM 399	Instrução CVM nº 399 de 21 de novembro de 2003, conforme alterada
Instrução CVM 400	Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, conforme alterada
Instrução CVM 444	Instrução CVM Nº 444, de 8 de dezembro de 2006, conforme alterada
Instrução CVM 472	Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, conforme alterada
Instrução CVM 476	Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, conforme alterada
Instrução CVM 504	Instrução CVM nº 504, de 21 de setembro de 2011, conforme alterada
Instrução CVM 555	Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, conforme alterada
Instrução CVM 571	Instrução CVM nº 571, de 25 de novembro de 2015, conforme alterada
Instrução CVM 578	Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016, conforme alterada
Instrução CVM 579	Instrução CVM nº 579, de 30 de agosto de 2016, conforme alterada
Instrução CVM 615	Instrução CVM nº 615, de 2 de outubro de 2019, conforme alterada
IPO	Oferta pública inicial de ações (<i>Initial Public Offering</i>)
Lei da Liberdade Econômica ou LLE	Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019, conforme alterada



Lei de Sigilo Bancário	Lei Complementar nº 105, de 4 de maio de 2000, conforme alterada
Lei 4594	Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, conforme alterada
Lei 6.385	Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, conforme alterada
Lei 8.668	Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, conforme alterada
Lei 10.735	Lei nº 10.735, de 11 de setembro de 2003, conforme alterada
Lei 11.478	Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007, conforme alterada
Lei 12.431	Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, conforme alterada
Lei 12.810	Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013, conforme alterada
Lei nº 12.865	Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013, conforme alterada
Lei 14.063	Lei nº 14.063, de 23 de setembro de 2020, conforme alterada
LINDB	Decreto-lei nº 4.657, de 4 de setembro de 1942 (Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro), conforme alterado
LGPD	Lei nº 13.709, de 14 de agosto de 2018 (Lei Geral de Proteção de Dados), conforme alterada
LPAC	<i>Limited Partners Advisory Committees</i>



Medida Provisória 2.200-2/2001	Medida provisória nº 2.200-2, de 24 de agosto de 2001, conforme alterada
Minuta	Minuta de resolução anexa ao Edital, que contempla a Resolução, o Anexo Normativo I e o Anexo Normativo II.
Norma Editada	Resolução que vier a ser editada pela CVM e publicada no Diário Oficial da União, com fins de regular a constituição, o funcionamento e a divulgação de investimento dos Fundos de Investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os Fundos de Investimento
Ofício-circular CVM/SIN-SNC 1/14	Ofício-circular nº 5/2014, da SIN, de 21 de novembro de 2014
Ofício-circular CVM/SIN-SNC 1/15	Ofício-circular nº 11/2018, da SIN, de 19 de setembro de 2018
Pronunciamento CPC 48	Pronunciamento técnico nº 48, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis do Conselho Federal de Contabilidade, aprovado em 4 de novembro de 2016 e divulgado em 22 de dezembro de 2016.
REIT	<i>Real Estate Investment Trust</i>
Resolução	Resolução que vier a ser editada pela CVM e publicada no Diário Oficial da União, nos termos do Edital
Resolução CMN 2.907	Resolução nº 2.907, do CMN, de 29 de novembro de 2001, conforme alterada
Circular BCB 3.952	Circular nº 3.952, do BCB, de 27 de junho de 2019, conforme alterada
Resolução CMN 4.707	Resolução nº 4.707, do CMN, de 19 de dezembro de 2018, conforme alterada



Resolução CMN 4.734	Resolução 4.734, do CMN, de 27 de junho de 2019, conforme alterada
----------------------------	--

RESOLUÇÃO

I - Introdução

O presente capítulo foca especificamente em nossas sugestões e comentários à Resolução (parte geral) da Minuta, ou seja, às regras aplicáveis a todos os tipos de Fundos de Investimento. Os pontos que traremos nesta parte da nossa manifestação estão devidamente acompanhados de argumentos e fundamentações, bem como das respectivas sugestões de redação para o dispositivo em específico.

Em nossa visão, a consolidação das regras gerais aplicáveis aos Fundos de Investimento será extremamente positiva para a indústria e possibilitará uma grande evolução do mercado a partir de sua edição. Por esta razão, nossa proposta foi elaborada pensando em refletir os pontos, itens e premissas que, em nosso melhor entendimento, serão aplicáveis a todos os Fundos de Investimento, inclusive os veículos que financiam atividades de *private equity* e *venture capital*, de forma homogênea, pensando na consistência e eficiência da nova Resolução para guiar a prática de todos os participantes do mercado.

Ainda, a título de esclarecimento, destacamos que nossos comentários relativos às ofertas de distribuição de cotas de Fundos de Investimento serão encaminhados a esta CVM oportunamente, no âmbito da Audiência Pública SDM 02/21, atualmente aberta para manifestações do público.

Feitas essas considerações preliminares, vide abaixo nossos comentários e ponderações.

II - Comentários

1. Âmbito normativo (art. 1º)

Conforme consta no Edital, as espécies de Fundos de Investimento ainda não abrangidas na Minuta serão inseridas por ocasião da implementação das etapas de consolidação estabelecidas pelo Decreto 10.139.

Nesta perspectiva, sugerimos que a Resolução preveja expressamente que, em casos de conflito aparente entre dispositivos da Resolução e de normas não revogadas expressamente por aquela, o critério a ser adotado na escolha da regra aplicável deverá ser o cronológico, ou seja, deverá ser aplicada a norma mais recente, isto é, a Resolução.



A escolha pelo critério cronológico se fundamenta na LINDB, que prevê expressamente, em seu art. 2º, § 1º, que “*a lei posterior revoga a anterior quando expressamente o declare, quando seja com ela incompatível ou quando regule inteiramente a matéria de que tratava a lei anterior*”. Na situação analisada, a existência de um conflito aparente entre um dispositivo da norma editada a partir da Resolução e uma norma anterior não expressamente revogada por ela resulta na incompatibilidade das normas, devendo prevalecer a mais recente.

Frise-se que a aplicação do critério cronológico ora proposto é adotada pela própria CVM em sua jurisprudência¹.

Assim, a sugestão da inclusão do § 3º ao art. 1º da Resolução, conforme sugerido abaixo, visa a evitar discussões acerca da aplicação subsidiária das normas não revogadas expressamente pela Resolução até que anexos normativos específicos venham a ser editados, conforme o caso.

Art. 1º. Esta Resolução dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos.

[...]

§ 3º Em caso de conflito entre as disposições desta Resolução e de normas anteriores aplicáveis a fundos de investimento, prevalecerão, em caso de ausência de regra específica nas referidas normas e até que norma posterior venha a ser editada com relação à respectiva categoria de fundo de investimento, as disposições desta Resolução.

2. Definições (art. 2º)

Apresentamos abaixo nossas sugestões às definições apresentadas no art. 2º da estrutura principal da Minuta de Resolução. Ressaltamos que não fizemos ajustes na numeração dos incisos, que devem ser reenumerados a depender de inclusões ou exclusões que esta D. CVM faça em relação à Norma Editada.

2.1. “Taxa total de serviços” (art. 2º, *caput*, inciso XXXIV)

¹ No Processo Administrativo Sancionador nº 19957.001068/2017-91, o então presidente dessa CVM, na qualidade de relator, utilizou o critério cronológico para sustentar a revogação parcial tácita do art. 38 da Deliberação CVM 538 por lei posterior, no caso a Lei 13.506; já no processo administrativo CVM nº 19957.002890/2015-16¹, o diretor-relator Gustavo Machado Gonzalez, utilizou o critério cronológico previsto na LINDB para solucionar uma aparente antinomia entre os arts 43 e 48 da Resolução CMN 2.690 e o art. 78 da Instrução CVM 461, prevalecendo a eficácia normativa desta.



Embora seja usual a FIF, FIC-FIF, ETF, e outras espécies de Fundos de Investimentos cobrar taxas apenas sobre o percentual do patrimônio líquido, o que se verifica, na prática, é que tem se tornado comum a adoção de outros referenciais pelos prestadores de serviço, dentre os quais o valor de mercado das cotas e capital subscrito.

Assim, também em linha com a liberdade contratual apresentada pela LLE – que acreditamos que deva ser aproveitada pela indústria como um todo –, sugerimos alterar a locução “na forma de percentual do patrimônio do fundo”, para possibilitar que cada regulamento estabeleça como as taxas de serviços serão calculadas, conforme abaixo:

Art. 2º. Para os efeitos desta Resolução, entende-se por:

[...]

XXXIV – taxa total de serviços: montante total das taxas, ~~na forma de percentual do patrimônio do fundo,~~ calculadas com base nos critérios estabelecidos no regulamento, que incidem sobre o fundo de forma a remunerar todos os seus prestadores de serviço ~~(base 252 dias);~~

[...]

Entendemos que referida alteração, além de permitir que a definição esteja de acordo com as práticas de mercado, permitirá que cotistas, gestores e administradores tenham maior flexibilidade sobre quais referenciais incidirão sobre as taxas devidas por cada classe e/ou subclasse de Fundo de Investimento, adequando-os a cada estratégia de captação de recursos, conforme aplicável.

Alternativamente, caso essa CVM não acate a sugestão indicada neste item 2.1, sugerimos que a exigência de que a taxa total de serviços seja expressa na forma de percentual do patrimônio não seja aplicável a classes destinadas exclusivamente a investidores qualificados e profissionais.

3. Constituição do Fundo de Investimento

3.1. Registro dos documentos dos Fundos de Investimento em cartório (art. 10)

Pautando-se nas inovações trazidas pela LLE, o art. 1.368-C, §3º do Código Civil dispõe que o registro do regulamento do Fundo de Investimento na CVM é condição suficiente para garantir a sua publicidade e oponibilidade de efeitos em relação a terceiros. A partir desta perspectiva, foi editada a Instrução CVM 615 para retirar das principais normas emanadas por esta CVM a obrigatoriedade de os regulamentos serem registrados em cartório de títulos e documentos para fins de registro do Fundo de Investimento nesta autarquia.



Entendemos que a dispensa do registro público no oficial de títulos e documentos representa forte avanço em termos de custos redundantes para a indústria, de modo que entendemos que esta CVM pode, no âmbito de sua competência regulatória, admitir a interpretação de que todos os demais documentos dos Fundos de Investimento estão dispensados de qualquer registro que não seja o registro junto a esta CVM.

Dessa forma, para elidir qualquer tipo de discussão acerca de eventual necessidade de registro do regulamento ou outros documentos dos Fundos de Investimento em cartório e visando a expandir os benefícios dessa inovação, sugerimos a redação abaixo:

Art. 10. O pedido de registro de funcionamento do fundo e, se for o caso, de cada classe de cotas, deve ser instruído com os seguintes documentos e informações:

[...]

Parágrafo único. A disponibilização do regulamento e dos demais documentos do fundo 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.

3.2. Fundos de Investimento denominados "Socioambientais" (art. 5º, § 2º, arts. 50 e 51)

A CVM estabeleceu expressamente nos arts. 4º e 5º do Anexo Normativo II à Minuta que somente as classes de cotas de FIDC que investem parcela preponderante de sua carteira em direitos creditórios que gerem benefícios socioambientais podem utilizar o termo "Socioambiental" em sua denominação. Nesse sentido, sugerimos a essa CVM que essa previsão seja incorporada também à Resolução, para que todos os tipos de Fundos de Investimento possam utilizar o termo "Socioambiental", na medida em que atendam a determinados requisitos, conforme sugeridos a seguir.

Apoiamos a iniciativa da CVM sobre o tema, em especial considerando que com a crescente procura por investimentos com rótulos "ESG" por investidores locais e internacionais, é tempestiva a preocupação da CVM em evitar que os investidores possam ser induzidos ao erro ao realizar investimentos em Fundos de Investimento (ou classe de cotas, nos termos da Minuta) que não adotam as práticas necessárias para a realização de investimentos sustentáveis – prática denominada de *greenwashing*.

A esse respeito, destacamos que a regulamentação relacionada ao ESG ainda é incipiente no Brasil, em especial quando comparada a mercados desenvolvidos. Contudo, é inegável que nos últimos 12 meses as métricas ESG passaram a ser incluídas em relatórios de análise e os principais bancos de investimento que operam no Brasil



apresentaram aspectos ESG como parte da sua agenda para os próximos anos (considerando suas operações, concessão de crédito e alocação de capital em benefício de seus clientes).

Nossas sugestões a respeito desse tema visam a tornar ainda mais efetiva a distribuição de informação adequada e suficiente para os investidores de Fundos de Investimento, na esteira dos investimentos sustentáveis.

Para tanto, sugerimos inicialmente aprimorar a redação da Resolução sobre o tema, para reconhecer a existência de diversas formas de realizar investimentos de forma sustentável. Nesse sentido, resumimos ao menos duas estratégias, que, em nossa opinião, seriam suficientemente amplas para atender a praticamente todas as metodologias de integração de fatores ESG na tomada de decisão de investimento atualmente empregados: seleção positiva ou negativa e gestão ativa.

E, em complemento, para maior controle e transparência, sugerimos que todas as aferições de benefícios socioambientais e de indicadores ESG sejam pautadas em metodologias verificáveis e mensuráveis e que sejam periodicamente monitoradas, para controle do enquadramento da carteira à estratégia prevista na política de investimento dos Fundos de Investimento (ou classe de cotas, nos termos da Minuta).

Em segundo lugar, por uma questão de transparência, sugerimos que sejam divulgados, juntamente a quaisquer materiais de divulgação do Fundo de Investimento (ou classe de cotas, nos termos da Minuta) que façam referência à rentabilidade financeira das cotas, a evolução, no mesmo período, dos indicadores ESG observados pela classe de cotas, conforme apresentado em seu regulamento e materiais de marketing. Para facilitar a identificação de cada causa, sugerimos que os materiais de divulgação dos Fundos de Investimento que se proponham a gerar benefícios socioambientais em sua política de investimento passem a indicar, em local de destaque, os Objetivos do Desenvolvimento Sustentável para os quais contribuem.

Essa proposta, além de incentivar a realização de investimentos em ativos que fomentem benefícios socioambientais, busca incentivar que o gestor se certifique de que os emissores ou devedores, conforme o caso, dos respectivos ativos a serem objeto de investimento pelos Fundos de Investimento atendem a determinados padrões de gestão de risco socioambiental, inclusive climático, por meio da adoção de políticas corporativas relacionadas à temática. Ainda, o gestor, por meio da participação nas decisões gerenciais dos emissores dos ativos investidos ou por meio de seus poderes de investimento e desinvestimento, deverá incentivar a adoção de valores socioambientais, a exemplo das boas práticas de integridade e o respeito ao meio ambiente, trabalho, diversidade e direitos humanos.



Assim, propomos que sejam adicionados parágrafos ao art. 5º da Minuta, conforme sugestão abaixo.

Art. 5º. Da denominação do fundo deve constar referência a sua espécie e, caso o patrimônio não seja dividido em classes, a sua categoria.

§ 1º Caso o fundo conte com diferentes classes de cotas, cada classe deve possuir denominação própria, aderente à denominação do fundo, indicando a categoria.

§ 2º À denominação do fundo e ou de suas classes não podem ser acrescidos termos ou expressões que induzam a interpretação indevida quanto a seus objetivos, políticas de investimentos, público-alvo ou eventual tratamento tributário específico a que estejam sujeitos o fundo, a classe de cotas e/ou seus cotistas, conforme o caso.

[...]

§ 5º Os termos "Socioambiental" "ESG" ou expressões assemelhadas só poderão ser utilizados pela classe de cotas cuja política de investimento, observadas as normas aplicáveis à categoria, preveja o investimento de, no mínimo, 50% (cinquenta por cento) de seu patrimônio líquido:

I – com o intuito de gerar benefícios socioambientais mensuráveis, nos termos do regulamento; ou

II – em valores mobiliários, projetos, e/ou ativos emitidos, cedidos, originados ou devidos por pessoa física ou jurídica que atenda a determinados parâmetros de governança ambiental, social e/ou corporativa, nos termos do regulamento.

§ 6º O gestor deve monitorar os benefícios socioambientais mencionados no inciso I do § 5º e os parâmetros mencionados no inciso II do § 5º em periodicidade compatível com a política de investimento.

§ 7º A geração de benefícios socioambientais mencionados no inciso I do § 5º deve ser verificada a partir de relatório de segunda opinião ou certificação de padrões com metodologias reconhecidas internacionalmente para este fim.

§ 8º Sem prejuízo de outros critérios estabelecidos no regulamento, os emissores e devedores mencionados no inciso II do § 5º deverão observar, ao menos:

- a) publicação periódica de relatório relativo aos resultados socioambientais obtidos no período;
- b) adoção de compromissos relacionados à temática socioambiental no âmbito das políticas corporativas; e
- c) gestão de riscos socioambientais, inclusive climáticos;

§ 9º Também pode utilizar os termos e expressões indicados no § 5º a classe de cotas que invista ao menos 67% (sessenta e sete por cento) de seu patrimônio líquido em cotas de classes que atendam ao disposto em tal dispositivo.

[...]

Art. 49. Qualquer material de divulgação do fundo deve:

[...]

IV – mencionar a existência do regulamento, bem como os endereços na rede mundial de computadores nos quais o documento pode ser obtido; e

V – observar o disposto nos §§ 1º, 2º e 3º do art. 43-; e

VI – no caso das classes de cotas de que trata o § 5º e seguintes do art. 5º desta Resolução, conter, em local de destaque, os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável que a política de investimentos contribui.

[...]

Art. 51. Toda informação divulgada por qualquer meio, na qual seja incluída referência à rentabilidade, deve obrigatoriamente:

[...]

V – divulgar a taxa de administração; e

V – destacar o público-alvo da classe de cotas, assim como as restrições quanto à captação, se houver, de forma a ressaltar eventual impossibilidade, permanente ou temporária, de acesso por parte do público em geral; e

VI – no caso das classes de cotas de que trata o § 5º e seguintes do art. 5º desta Resolução, ser acompanhada dos indicadores que demonstrem a geração de benefícios socioambientais no período de referência.

[...]

4. Cálculo do valor da cota (arts. 14, §§ 2º e 3º, e 19)

Sugerimos ajustes na redação dos §§ 2º e 3º, bem como a inclusão do § 4º no art. 14, conforme proposta abaixo, considerando que, embora o valor patrimonial seja o mais utilizado no âmbito da indústria, existem outras métricas além de seu valor patrimonial para o cálculo do valor da cota, principalmente em classes de ativos mais ilíquidos. Ainda, o cálculo do valor da cota deveria ser realizado em periodicidade compatível com o conjunto dos ativos em carteira².

Na mesma linha, sugerimos a inclusão de um parágrafo único ao art. 19 para possibilitar a definição do preço por cota em classes fechadas, incluindo na hipótese de “capital autorizado” já sedimentada na regulamentação e na jurisprudência administrativa, isto

² Por exemplo, um FIP que tenha diversas classes de cotas que invistam num único ativo – participação societária direta em sociedade empresarial que não esteja registrada junto à CVM como “companhia aberta” tampouco tenha valores mobiliários de sua emissão admitidos à negociação em mercados regulamentados – deveria poder recalculá-lo com muito menos frequência que um FIF “Ações”, especialmente quando a cota desse último for de classe aberta.



é, quando o regulamento prevê a possibilidade de emissão de novas cotas pelo prestador de serviço essencial até um determinado valor ou número de cotas.

Art. 14. As cotas do fundo correspondem a frações de seu patrimônio, são escriturais, nominativas, e conferem direitos e obrigações aos cotistas, conforme previstos no regulamento.

[...]

§ 2º Caso o fundo conte com classe única de cotas, o valor **patrimonial** da cota do dia resulta da divisão do valor do patrimônio líquido pelo número de cotas do fundo.

§ 3º Caso o fundo conte com diferentes classes de cotas, o valor **patrimonial** 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.

§4º O regulamento poderá estabelecer, para os fins ali previstos, outros critérios e metodologias de cálculo para a definição do valor da cota.

[...]

Art. 19. Na emissão das cotas de classe aberta deve ser utilizado o valor da cota do dia ou do dia seguinte ao da data da aplicação, segundo o disposto no regulamento.

Parágrafo único. Para a definição do preço de emissão de cotas de classe fechada poderão ser utilizados os critérios definidos no instrumento de aprovação da emissão.

5. Limitação da responsabilidade dos cotistas (art. 18)

É inegável que a possibilidade de o regulamento do fundo estabelecer a responsabilidade limitada dos cotistas foi um dos maiores benefícios trazidos pela LLE aos investidores de Fundos de Investimento, aproximando nossa indústria à prática internacional e ao regime de responsabilidade dos investidores dos principais tipos societários utilizados em nosso país, notadamente as sociedades limitadas e sociedades por ações.

Conforme manifestações públicas de representantes dessa CVM ao longo da Audiência Pública, espera-se que, com tal inovação, o que antes era uma regra geral na indústria de fundos de investimento se torne uma exceção.

Dessa forma, sugerimos que, na ausência de previsão específica no regulamento, a regra seja de que a responsabilidade dos cotistas seja limitada ao valor de suas cotas. Propomos os ajustes abaixo ao art. 18 para refletir esse entendimento.

Art. 18. O regulamento do fundo de investimento pode **limitar** ~~prever que~~ a responsabilidade do cotista **em relação ao fundo não será limitada** ao valor por ele subscrito.

Parágrafo único. § 1º Caso o regulamento não limite a responsabilidade do cotista, os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo, sem prejuízo da responsabilidade



do administrador e do gestor, nas suas esferas de atuação, em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e nesta Resolução.

§ 2º Na ausência de previsão no regulamento, a responsabilidade do cotista será limitada ao valor das cotas por ele subscritas.

6. Distribuição de cotas (art. 26)

6.1. Alocação de recursos durante o processo de distribuição de cotas (art. 26)

Na linha da LLE, entendemos que o princípio que norteia o dispositivo previsto no art. 26 da Resolução é a proteção da liquidez da carteira em caso de encerramento precoce da oferta pública de distribuição de cotas, seja por não atingimento do montante mínimo da oferta seja por desistência do emissor. No entanto, a restrição para aplicação em títulos públicos pode, na prática, implicar perda aos investidores, especialmente em cenários de juros baixos. Entendemos que os gestores e os investidores devem ter liberdade para negociar e definir os ativos nos quais os recursos serão temporariamente alocados nessas situações, observadas as obrigações de gerenciamento de risco de liquidez, exercício do dever fiduciário e responsabilização dos gestores.

Dessa forma, propomos a alteração do dispositivo para garantir essa liberdade aos participantes, observado o princípio da liquidez compatível com eventual necessidade de liquidação antecipada do fundo.

Art. 26. As importâncias recebidas na integralização de cotas durante o processo de distribuição de cotas de classe fechada devem ser ~~nos termos do Regulamento depositadas em banco comercial, banco múltiplo com carteira comercial ou Caixa Econômica em nome do fundo, sendo obrigatória sua imediata aplicação em títulos públicos federais, operações compromissadas com lastro em títulos públicos federais ou em cotas de fundos de investimento em renda fixa "Curto Prazo" ou "Simples"~~ aplicadas em valores mobiliários e/ou ativos financeiros de liquidez compatível com as necessidades do fundo ou com eventual necessidade de devolução do capital subscrito aos cotistas, em caso de descontinuidade do processo de distribuição.

7. Subscrição e integralização de cotas (arts. 28 a 39)

7.1. Termo de adesão (art. 28, § 1º)

Na linha da LLE, entendemos que a extensão, o conteúdo e os riscos a serem apresentados no termo de adesão deverão ser tratados livremente pelos prestadores de serviço essenciais do Fundo de Investimento.



Ademais, entendemos que a limitação a cinco mil caracteres é extremamente desafiadora em estruturas mais complexas de investimento, principalmente para políticas de investimento focadas em ativos ilíquidos. Como exemplos de cenários em que a limitação pode causar prejuízo ao investidor, mencionamos as hipóteses em que se pretende utilizar o termo de adesão para vinculação dos investidores a cláusula arbitral, hipótese em que limitações no número de caracteres podem esvaziar a cláusula arbitral.

Portanto, sugerimos que a linguagem do § 1º do art. 28 da Minuta se limite a dizer que o termo de adesão deve ser claro e objetivo, ou seja, sucinto, cabendo ao administrador ou, quando for o caso, ao subscritor por conta e ordem a definição de seu conteúdo, devendo envidar melhores esforços para que a redação não se alongue demais, no contexto de seu dever de informar adequadamente os cotistas.

Art. 28. Por meio de um termo de adesão e ciência de risco, ao ingressar no fundo todo cotista deve atestar que:

[...]

§ 1º O termo de adesão deve: refletir informações essenciais para que os investidores entendam o objetivo e política de investimento do fundo e, se for o caso, da classe de cotas, seu público-alvo e principais fatores de riscos inerentes à composição da carteira, sem prejuízo de outras informações que o gestor entenda como necessárias considerando as características do fundo e da classe.

~~I — conter no máximo 5.000 (cinco mil) caracteres;~~

~~II — observar as orientações dispostas no art. 43, § 1º; e~~

~~III — conter a identificação dos 5 (cinco) principais fatores de risco inerentes à composição da carteira do fundo.~~

[...]

7.2. Compartilhamento de dados dos cotistas com a CVM (art. 29)

(a) *Considerações sobre o compartilhamento de dados não previstos expressamente (art. 29, caput)*

Considerando o exposto nos subitens (c) e (d) abaixo, sugerimos que a expressão “no mínimo” seja excluída do *caput* do art. 29 da Resolução, de modo que nenhum outro dado possa ser exigido pela CVM sem previsão normativa, com o intuito de proporcionar aos participantes do mercado de Fundos de Investimento a segurança jurídica de que não lhes serão exigidas informações adicionais além daquelas expressamente previstas



na regra, por se tratar de tema extremamente delicado para a indústria de Fundos de Investimento contemporânea no Brasil, conforme apresentado a seguir.

- (b) *Considerações sobre as obrigações do administrador quando as cotas forem subscritas por conta e ordem (art. 29, caput)*

Ainda, entendemos que competirá aos subscritores por conta e ordem o envio das informações a que se refere o art. 29, nos termos do art. 36, inciso VI, da Resolução, razão pela qual sugerimos esse esclarecimento no item em referência.

- (c) *Considerações sobre o compartilhamento de dados pessoais (art. 29, incisos I e II)*

A LGPD³ estabeleceu um novo marco legal a ser observado nas operações de tratamento de dados pessoais e prevê que as pessoas que realizam tais operações devem observar os direitos dos titulares de dados pessoais que sejam pessoas físicas nela previstos. A LGPD também disciplina as hipóteses em que o tratamento de tais dados é permitido, os requisitos relacionados à transferência e compartilhamento com terceiros, os requisitos específicos para garantia da segurança dos dados, dentre outros temas.

A LGPD também estabelece determinados princípios, os quais devem reger toda e qualquer atividade que envolva o tratamento de dados pessoais. Dentre eles, destacamos:

- (i) Princípio da finalidade. O tratamento de dados pessoais deve ser realizado para propósitos legítimos, específicos, explícitos e informados ao titular, observada(s) a(s) finalidade(s) pela(s) qual(s) o dado pessoal foi originalmente coletado;
- (ii) Princípio da adequação. O tratamento de dados pessoais deve ser compatível com as finalidades informadas ao titular, de acordo com o contexto do tratamento; e
- (iii) Princípio da necessidade. O tratamento de dados pessoais deve ser limitado ao mínimo necessário para a realização de suas finalidades, com abrangência dos dados pertinentes, proporcionais e não excessivos em relação às finalidades do tratamento de dados.

³ Ressalte-se que a LGPD se aplica ao tratamento de dados pessoais por meios físicos ou digitais e se aplica inclusive às pessoas jurídicas de direito público – como essa CVM –, tendo como objetivo a proteção dos direitos fundamentais de liberdade e privacidade e o desenvolvimento da personalidade do indivíduo.



O art. 23 da LGPD estabelece que o tratamento de dados pessoais pelas pessoas jurídicas de direito público (como esta CVM) deve ser realizado para o atendimento de sua finalidade pública, na persecução do interesse público, com o objetivo de executar as competências legais ou cumprir as atribuições legais do serviço público. Ademais, o referido dispositivo legal determina que as pessoas jurídicas de direito público que realizam o tratamento de dados pessoais, no exercício de suas competências, devem fornecer aos respectivos titulares informações claras e atualizadas sobre a previsão legal, a finalidade, os procedimentos e as práticas utilizadas para a realização dessas atividades.

Considerando as disposições da LGPD, poder-se-ia questionar se o compartilhamento periódico de dados pessoais dos cotistas entre os administradores e essa CVM, conforme estabelecido no art. 29 da Resolução, estaria respaldado pela LGPD. Isso porque: (i) a regra não se aplica de forma equânime e homogênea a toda a indústria (*i.e.*, cotistas de fundos abertos não estão sujeitos a esse escrutínio); (ii) não está claro o motivo subjacente ao referido compartilhamento, o que seria necessário para fins do atendimento do Princípio da Finalidade destacado no item 7.2, "(c)" acima; (iii) parece-nos não haver necessidade para tal compartilhamento *vis-à-vis* o interesse público tutelado pela LGPD; e (iv) até a presente data, não temos conhecimento da elaboração e publicação de políticas e/ou guias que descrevam os procedimentos e as práticas de privacidade adotadas ou a serem adotadas por essa CVM para balizar as atividades da CVM envolvendo o tratamento de dados pessoais, conforme exigido pela LGPD.

Por fim, cabe mencionar que a LGPD dedica especial atenção aos eventos que possam configurar incidente de segurança envolvendo dados pessoais que acarretem risco ou dano relevante aos respectivos titulares. A esse respeito, o intenso compartilhamento de dados pessoais entre essa CVM e os administradores ou, quando a subscrição for feita por conta e ordem, distribuidores ou, nos termos dos nossos **comentários ao subitem (b) do item 7.2** desta PARTE B, a entidade que atue na distribuição das cotas⁴, pode vir a acentuar, de forma irrazoável e desproporcional se comparado às finalidades almejadas, as probabilidades de ocorrência de incidentes de segurança envolvendo dados pessoais. Nesse contexto, o novo sistema de proteção de dados estabelecido pela LGPD requer profunda reflexão a respeito da efetiva necessidade de realização de tal atividade de compartilhamento de dados pessoais.

Considerando o esvaziamento dos incisos I e II do art. 29, sugerimos sua exclusão. Por outro lado, caso a CVM opte por mantê-los, sugerimos que tal informação, no que se refere aos cotistas que sejam pessoas física, só possa ser compartilhada mediante

⁴ Ver nossos comentários ao subitem (b) do item 7.2 desta PORTE B.



obtenção de prévio e expresso consentimento dos titulares dos dados pessoais objeto do compartilhamento⁵.

Ainda, caso essa CVM opte por manter os incisos I e II do art. 29 apresentados na Minuta da Resolução na Norma Editada, pedimos que essa CVM informe ao mercado acerca das políticas e/ou guias que descrevam os procedimentos e as práticas de privacidade adotadas ou a serem adotadas por essa CVM com relação ao tratamento de dados pessoais.

(d) *Considerações sobre o compartilhamento de dados transacionais (art. 29, incisos III e IV)*

Sugerimos a exclusão dos incisos III e IV do art. 29 da Minuta, na medida em que, além de não restarem demonstrados a motivação e/ou o interesse público a ser tutelado por essa CVM ao impor tal obrigação – conforme indicado no subitem (c) deste item 7.2 da PARTE B –, as informações transacionais referidas em tais incisos estão sujeitas à Lei de Sigilo Bancário.

Nesse sentido, entendemos que seja adequado remover tais obrigações, de modo que o recebimento da quantidade de cotas subscritas por cada investidor e do valor de tais cotas pela CVM permaneça restrito às entidades sujeitas ao exercício do poder de polícia legalmente atribuído a essa CVM.

Ressaltamos que a exclusão proposta não isenta as instituições reguladas de observarem suas obrigações, conforme previstas na legislação e regulamentação vigentes, de coletar e armazenar informações dos cotistas e disponibilizá-las à CVM quando assim exigido.

Art. 29. O administrador deve encaminhar, [ressalvada a hipótese prevista no art. 36, inciso VI](#), por meio e sistema eletrônico disponível na rede mundial de computadores, a lista de subscritores de cotas da classe fechada, no prazo de 5 (cinco) dias úteis após o encerramento da distribuição, contendo ~~no mínimo~~ as seguintes informações:

I – nome; e

II – inscrição no CPF ou no CNPJ, conforme o caso;

~~III – quantidade de cotas subscritas; e~~

~~IV – valor subscrito.~~

Parágrafo único. Quando o cotista for pessoa física, o compartilhamento a que se refere o **caput** só poderá ocorrer mediante obtenção de consentimento prévio e expresso do titular dos dados.

⁵ Indicamos no quadro ao final deste item 7.2 desta PARTE A sugestão de redação para essa solução.



Alternativamente, caso essa CVM entenda pela manutenção dos incisos III e IV do art. 29, sugerimos, subsidiariamente, uma alteração à redação do *caput* do art. em questão para que este preveja o compartilhamento de dados somente em casos em que o cotista detenha participação relevante no Fundo de Investimentos, buscando o alinhamento da Resolução com outras normas desta CVM⁶.

Traçando um paralelo com as companhias abertas, vemos que estas somente se veem obrigadas a compartilhar com essa CVM informações sobre seus acionistas⁷, quando estes têm participação relevante no capital social ou participam de negociação relevante de ações. Nesse sentido, entende-se, para fins da frase anterior, por:

- (i) “negociação relevante”, conforme disposto no § 1º do art. 12 da Instrução CVM 358:

[...] o negócio ou o conjunto de negócios por meio do qual a participação direta ou indireta [...] ultrapassa, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de espécie ou classe de ações representativas do capital social de companhia aberta.

- (ii) “participação relevante”, considerando o disposto no inciso VI do § 3º do art. 24 da Instrução CVM 480⁸, participações acima de 5% (cinco por cento) do capital social da companhia, devendo divulgar cada incremento de 5 (cinco) em 5 (cinco) pontos percentuais para mais ou para menos a partir daí.

Dessa forma, sugerimos que o art. 29 preveja o compartilhamento de informações sobre os subscritores de cotas da classe fechada somente em casos de participação relevante do cotista no patrimônio da classe. Ainda, em linha com as regras aplicáveis às companhias abertas registradas junto a essa CVM, sugerimos que a participação considerada “relevante”, para fins do dispositivo aqui referido, seja arbitrada em, no mínimo, 15% (quinze por cento) das cotas da classe.

⁶ A título de exemplo, citamos: art. 12 da Instrução da CVM 358 e art. 24, § 3º, incisos V e VI, e § 4º, inciso III, da Instrução CVM 480.

⁷ Tais como o nome, seu número de ações detidas ou outras informações de caráter transacional.

⁸ Na íntegra: “Art. 24. [...] § 3º O emissor registrado na categoria A deve atualizar os campos correspondentes do formulário de referência, em até 7 (sete) dias úteis contados da ocorrência de qualquer dos seguintes fatos: [...] VI – quando qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas representando um mesmo interesse, direta ou indiretamente, ultrapassar, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor, desde que o emissor tenha ciência de tal alteração”.

Art. 29. O administrador deve encaminhar, *ressalvada a hipótese prevista no art. 36, inciso VI*, por meio e sistema eletrônico disponível na rede mundial de computadores, a lista de subscritores de cotas da classe fechada *que subscreverem diretamente cotas representantes de percentual superior a 15% (quinze por cento) das cotas da classe*, no prazo de 5 (cinco) dias úteis após o encerramento da distribuição, contendo ~~no mínimo~~ as seguintes informações:

I – nome;

II – inscrição no CPF ou no CNPJ, conforme o caso;

III – quantidade de cotas subscritas; e

IV – valor subscrito.

Por fim, reiteramos que caso essa CVM opte por manter as disposições do art. 29 apresentados na Minuta da Resolução na Norma Editada, pedimos que essa CVM informe ao mercado acerca das políticas e/ou guias que descrevam os procedimentos e as práticas de privacidade adotadas ou a serem adotadas por essa CVM com relação ao tratamento de dados pessoais – conforme indicado no subitem (c) deste item 7.2 da PARTE B –, de forma a dar segurança à indústria de Fundos de Investimento acerca da utilização dos dados pessoais de seus investidores.

8. Regulamento (art. 44)

8.1. Prazo de duração (art. 44, § 1º, inciso VII, e § 2º)

Também em linha com o princípio da liberdade contratual consagrado pela LLE e em grande parte recepcionado pela Minuta, e considerando que o inciso III do *caput* do art. 1.368-D, em conjunto com o seu § 3º, do Código Civil facultou aos Fundos de Investimento a criação de patrimônios segregados por classe de cotas, entendemos que o prazo de duração deveria ser definido com relação a cada classe de cotas, uma vez que os ativos investidos por cada patrimônio segregado podem ter prazos de maturação diferentes, de forma a permitir a plena utilização da sistemática de classe de cotas proposta pela Minuta. Dessa forma, o prazo de duração do Fundo de Investimento ficaria sendo o mais longo prazo de suas classes, caso o Fundo de Investimento não fosse constituído por prazo indeterminado. Para tanto, sugerimos o seguinte ajuste nos dois incisos do § 2º do art. 44 da Resolução para excluir o prazo de duração do Fundo de Investimento do rol de regra geral e, portanto, aplicável de forma indistinta a todas as classes de cotas.

Art. 44. O fundo de investimento é regido pelo regulamento e as classes de cotas, caso existentes, são complementarmente regidas por anexos ao seu regulamento.



§ 1º O regulamento deve, obrigatoriamente, dispor sobre:

[...]

VII – prazo de duração, se determinado ou indeterminado;

[...]

§ 2º Caso o fundo conte com diferentes classes de cotas:

I – a seção comum do regulamento do fundo, que é aplicável a todas as classes, deve dispor sobre as matérias constantes dos incisos I, II, IV, V, ~~VII~~, XIII e XX do § 1º, sendo que, no que se refere ao inciso XIII, deve dispor somente acerca das despesas que sejam comuns às diferentes classes de cotas;

[...]

8.2. Fatores de risco (art. 44, § 1º, inciso IX, e 50)

Sugerimos que seja criado um novo documento ou, ainda, incluído nos materiais de divulgação da respectiva classe de cotas do Fundo de Investimento um “Descritivo dos Fatores de Risco” (ou nome com função similar), cujo objetivo seja listar ao cotista e ao mercado todos os fatores de risco relacionados ao investimento naquele patrimônio segregado.

Em nossa visão, no curso das atividades do Fundo de Investimento, é esperado que ocorram flutuações no mercado capazes de alterar a relação e o teor dos fatores de risco aplicáveis a cada classe de cotas e/ou do Fundo de Investimento como um todo – como reconhecido pela própria SEC conforme abaixo:

*[...] Degree of risk is dynamic in nature rather than static; it changes in response to market conditions, and different risks may be heightened or lessened at different points in time. As a result, a fund may determine that risk disclosure that may have been adequate at one time may need to be reconsidered in light of new or changed market conditions. If a fund determines that its risk disclosure is not adequate, the staff believes that the fund should consider the appropriate manner of communicating changed risks to existing and potential investors, for example, in the prospectus, shareholder reports, fund website, and/or marketing materials. [...]*⁹

A atualização dos fatores de risco de acordo com estas flutuações de mercado, na regulação atual – dinâmica essa mantida pela Resolução –, dependeria de alteração do

⁹ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Guidance Update No. 2016-02.** Fund disclosure reflecting risks related to current market conditions. [S.l.]: Division of Investment Management of the US Securities and Exchange Commission, Mar. 2016. Disponível em: <https://www.sec.gov/investment/im-guidance-2016-02.pdf>. Acesso em: 14/abr. 2021.



regulamento, o que dificulta e encarece a sua atualização em base recorrente, de forma a acompanhar a evolução dos riscos do mercado.

Vale destacar que a descrição dos fatores de risco em um documento apartado já é uma realidade para os ETF, que trazem a relação dos fatores de risco na página do fundo na rede mundial de computadores. Entendemos que este formato é suficiente para que o cotista obtenha as informações relevantes e, ao mesmo tempo, atualizadas sobre o investimento, uma vez que referido documento pode ser atualizado de forma recorrente pelos prestadores de serviços essenciais.

Assim, sugerimos que os fatores de risco deixem de integrar o regulamento e passem a ser descritos num documento apartado, que pode ser alterado a qualquer momento pelos prestadores de serviços essenciais¹⁰. Em nossa visão, isso reduziria assimetrias de informação e seria uma maneira eficiente de comunicação entre os prestadores de serviço essenciais e os investidores, especialmente no que diz respeito ao dever transparência de informações dos prestadores de serviços essenciais. Por essa razão, sugerimos que o inciso IX seja excluído do §1º do art. 44 e que seja incluído um novo art. 50 no CAPÍTULO V da Resolução.

Art. 44. O fundo de investimento é regido pelo regulamento e as classes de cotas, caso existentes, são complementarmente regidas por anexos ao seu regulamento.

§ 1º O regulamento deve, obrigatoriamente, dispor sobre:

[...]

IX – ~~identificação dos fatores de risco;~~

[...]

Art. 50. Os prestadores de serviços essenciais poderão manter página na rede mundial de computadores com informações acerca do fundo, que deverá constar, obrigatoriamente, as seguintes informações, sem prejuízo de outras informações que possam ser de interesse dos investidores, a critério dos prestadores de serviços essenciais:

I – qualificação dos prestadores de serviços essenciais;

II – regulamento do fundo;

III – política de investimento e público alvo do fundo;

IV – riscos envolvidos no investimento de cada classe e do fundo;

¹⁰ Nesse sentido, sugerimos também que seja adaptado o CVMWeb para que conste um item específico na lista suspensa do campo “Tipo de Documento” dentro dos documentos associados do tipo “Documentos Eventuais”, para fácil acesso, de forma padronizada, em relação a todos os Fundos de Investimento.



V – taxa total de serviços; e

VI – canal de comunicação com os prestadores de serviços essenciais.

Parágrafo único. A página inicial na rede mundial de computadores deve conter os seguintes dizeres de forma destacada: "A autorização para venda e negociação de cotas do fundo não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade das informações prestadas ou julgamento sobre a qualidade do fundo ou de seus prestadores de serviços essenciais".

8.3. Taxas de administração, de gestão e total de serviços (art. 44, § 1º, incisos X, XI e XII)

Entendemos que as taxas de administração, gestão e quaisquer outras taxas não deveriam ser limitadas apenas a bases fixas e expressas em percentual anual do patrimônio líquido do Fundo de Investimento.

Novamente, destacamos que o princípio norteador da Norma Editada deverá ser o da liberdade contratual, já consagrado pela LLE. Nesse contexto, acreditamos que gestores e investidores devem ter liberdade para contratar e estabelecer em seus respectivos regulamentos as condições para cálculo e cobrança dessas taxas, considerando as características específicas de cada fundo, sobretudo naqueles destinados exclusivamente a investidores qualificados e profissionais. Referida flexibilização permitirá a pactuação de taxas que gerem maior alinhamento de interesses entre investidores e prestadores de serviço em cada caso concreto, bastando, para tanto, que o regulamento disponha claramente sobre os critérios de cálculo, cobrança e pagamento das referidas taxas, assegurando transparência aos investidores.

Art. 44. O fundo de investimento é regido pelo regulamento e as classes de cotas, caso existentes, são complementarmente regidas por anexos ao seu regulamento.

§ 1º O regulamento deve, obrigatoriamente, dispor sobre:

[...]

X – taxa de administração, ~~fixa e~~ expressa em percentual anual do patrimônio líquido (base 252 dias) ou em outro(s) referencial(is) previsto(s) no regulamento;

XI – taxa de gestão, ~~fixa e~~ expressa em percentual anual do patrimônio líquido do fundo (base 252 dias) ou em outro(s) referencial(is) previsto(s) no regulamento;

XII – taxa total de serviços, ~~fixa e~~ expressa em percentual anual do patrimônio líquido do fundo (base 252 dias) ou em outro(s) referencial(is) previsto(s) no regulamento;

[...]

8.4. Emissão de novas cotas em classe fechada (sem correspondência na Resolução)

(a) *Considerações sobre o capital autorizado*

Muito sedimentado na prática dos Fundos de Investimento está o “capital autorizado”, *i.e.*, autorização, via regulamento, para que um prestador de serviço essencial, a seu critério, emita novas cotas num Fundo de Investimento fechado (ou numa classe fechada, considerando a nomenclatura proposta na Minuta), sem necessidade de consulta à assembleia de cotistas, desde que tal poder seja limitado a uma quantidade máxima de cotas ou a um valor financeiro máximo que a emissão possa atingir. Como exemplo, destacamos ser raro um FIP que não conte com capital autorizado e cada vez mais raros os FII que não contam com capital autorizado.

Dessa forma, sugerimos que o regulamento de Fundos de Investimento de qualquer categoria preveja livremente os termos e condições nos quais poderão ser emitidas novas cotas, com ou sem direito de preferência, critérios para precificação de novas cotas, e inclusive possibilitando:

- (i) Possível inexistência de limite de capital autorizado. Em nossa visão, o limite do capital autorizado serve, especialmente, para resolver o problema do absenteísmo nas assembleias gerais dos Fundos de Investimento – especialmente em fundos pulverizados e listados, cada vez mais comuns na indústria brasileira; porém, ele é uma solução temporária: a classe de cotas enfrentará dificuldade para aprovar futuras emissões, após o esgotamento do capital comprometido, caso não seja possível obter quórum para a aprovação. No limite, isso pode comprometer a estratégia de investimento planejada pelo gestor. Por isso, sugerimos que eventual limite de cotas ou valor que compõem o capital autorizado sejam negociados e definidos pelas partes e referidos no regulamento do Fundo de Investimento, se for o caso, e não requisito regulatório.
- (ii) Deliberação pelo gestor. Sugerimos que a discricionariedade para deliberar a emissão seja conferida ao gestor, e não ao administrador, uma vez que o gestor, na qualidade de responsável pelas decisões de investimento e desinvestimento, além da gestão dos recursos líquidos, é a entidade com maior e melhor visibilidade e competência para avaliar a necessidade de captação de recursos para executar a política de investimentos do fundo e seus propósitos.

(b) *Considerações sobre o direito de preferência dos cotistas (sem correspondência na Minuta)*



Sobre o tema, mais uma vez, pleiteamos a primazia da liberdade contratual entre gestores e investidores, com dever de transparência e responsabilização dos gestores, quando da estruturação e do lançamento ao mercado de cada Fundo de Investimento (ou classe de cotas, nos termos da Minuta).

Acreditamos que o regulamento deveria poder prever a existência, ou não, de direito de preferência na subscrição de novas cotas a quem já for cotista do Fundo de Investimento considerando, no caso concreto, as peculiaridades da estrutura, bem como os termos e condições que poderão ser aplicáveis a esse direito de preferência, recepcionando a liberdade contratual consagrada pela LLE. Assim, sugerimos que sejam incluídos os incisos XXIII e XXIV no art. 44 da Resolução, conforme proposta de redação abaixo.

Art. 44. O fundo de investimento é regido pelo regulamento e as classes de cotas, caso existentes, são complementarmente regidas por anexos ao seu regulamento.

[...]

§ 1º O regulamento deve, obrigatoriamente, dispor sobre:

[...]

XXII – definição dos procedimentos requeridos para efetivar a liquidação, o que pode incluir hipóteses de liquidação antecipada;

XIII – na classe fechada, possibilidade ou não de futuras emissões de cotas e, se for o caso, autorização para a emissão de novas cotas a critério do gestor, independentemente de aprovação em assembleia de cotistas e de alteração do regulamento; e

XIV – termos e condições em que os atuais cotistas farão jus a direito de preferência.

[...]

9. Assembleia de cotistas (arts. 64, 65, 67, 70, 72 e 73)

9.1. Matérias de competência privativa da assembleia geral de cotistas (art. 64, caput, inciso IV)

Entendemos que as matérias de competência privativa da assembleia geral de cotistas deveriam ser residuais para todas as categorias de Fundos de Investimento, independentemente do público investidor; ou seja, o encaminhamento mandatório de matérias para a assembleia geral de cotistas não deveria impossibilitar ou limitar a capacidade dos gestores de executarem, de forma ágil e de acordo com suas convicções, os mandatos aos quais foram originalmente contratados para implementar.



Os investidores não deveriam, como regra geral imposta pela regulamentação, ser obrigados a participar de decisões diretamente relacionadas à gestão da carteira do Fundo de Investimento a partir do momento em que a carteira é gerida profissionalmente por um prestador de serviços especializado, autorizado a funcionar e submetido à supervisão de um regulador – particularmente em se tratando de investidores não-qualificados e com responsabilidade limitada.

Nesse sentido, atividades direta e objetivamente vinculadas ao mandato dos gestores não deveriam ser, como regra geral imposta pela regulamentação, objeto de aprovação por parte de cotistas ou mesmo de outros prestadores de serviços do fundo.

Novamente, pleiteamos a primazia da liberdade contratual entre gestores e investidores, e acreditamos que gestores e investidores deveriam ter liberdade para negociar e determinar, no caso a caso, a governança desejada para os seus respectivos fundos de investimento – sempre em observância ao dever de transparência e responsabilização (*accountability*) dos distribuidores e gestores. Portanto, observado o disposto na Resolução¹¹, tais partes deveriam poder escolher quais matérias competem às assembleias, outros órgãos de governança – composto por membros independentes ou não –, ou até mesmo exclusivamente aos gestores, quando se tratar de matérias explicitamente relacionadas ao exercício do dever de gestão da carteira de investimentos.

Na nossa visão, essa liberdade contratual não deveria valer apenas para as classes ou subclasses destinadas a investidores qualificados e/ou profissionais, mas também – e principalmente – para as classes ou subclasses destinadas a investidores não-qualificados¹².

Além dos argumentos relacionados à liberdade contratual para envolvimento em decisões atinentes à gestão das carteiras dos fundos de investimento, conforme mencionados acima, destacamos, também, o absenteísmo nas assembleias gerais dos Fundos de Investimento – especialmente em fundos pulverizados e listados, cada vez mais comuns na indústria brasileira – como fator importante que impacta a capacidade

¹¹ Que deveria limitar-se ao mínimo necessário para coibir abusos de direitos.

¹² Vale ressaltar que, atualmente, em virtude do excessivo controle dos cotistas sobre matérias atinentes à gestão dos fundos, muitos administradores e gestores de fundos, particularmente de varejo, tem enfrentado problemas operacionais no dia-a-dia porque muitas matérias demandam aprovação em assembleia geral (boa parte, com aplicação de quórum qualificado) e os cotistas, via de regra, não comparecem, não entendem ou não tem capacidade para deliberar ou sequer se interessam em comparecer às assembleias. O fenômeno no absenteísmo em assembleias gerais é amplamente estudado e vemos como esse fenômeno influencia negativamente as operações dos fundos de investimento.



dos gestores de executarem os seus mandatos, no melhor interesse dos respectivos cotistas.

Art. 64. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar **sobre:**

[...]

II – a substituição de prestadores de serviços essenciais, isolada ou conjuntamente, **observado o disposto nesta Resolução e no regulamento;**

III – a fusão, a incorporação, a cisão, a transformação ou a liquidação **antecipada** do fundo; **e**

IV – a alteração do regulamento, ressalvado o disposto no art. 47 **e as previsões específicas do regulamento;**

IV – a alteração do regulamento, **exclusivamente naquilo que disciplina assuntos de interesse de todas as classes**, ressalvado o disposto no art. 47; **e**

V – o pedido de declaração judicial de insolvência do fundo.

[...]

9.2. Obrigação de evitar transferência indevida de riqueza (art. 64, parágrafo único)

Sugerimos excluir o parágrafo único do art. 64 da Resolução, por se tratar de um dispositivo demasiadamente subjetivo, de difícil aplicação pelos administradores e que certamente encontrará inúmeras dificuldades – quiçá impossibilidades – para ser atendido. Destacamos que os administradores e gestores possuem obrigações fiduciárias perante o Fundo de Investimento e seus investidores, e, portanto, cabe-lhes zelar pelo bem-estar da totalidade dos cotistas, sendo inerente à função dos administradores evitar que uma classe de cotas seja privilegiada em detrimento de outra.

Art. 64. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar **sobre:**

[...]

~~Parágrafo único. Compete ao administrador evitar que as deliberações da assembleia geral resultem em transferência indevida de riqueza entre as classes de cotas.~~

Alternativamente, caso essa CVM opte por manter referido parágrafo único, sugerimos que seja esclarecido o que poderia caracterizar a “transferência indevida de riqueza entre classes” de forma a tornar objetiva a obrigação que se pretende impor aos administradores.

9.3. Matérias de competência privativa da assembleia especial de cotistas (art. 65)



Entendemos que a melhor interpretação do art. 1.368-D, *caput*, inciso III, com o art. 1.368-E, *caput* e § 1º, ambos do Código Civil, é que a insolvência possa se aplicar apenas a uma classe de cotas e não necessariamente ao Fundo de Investimento como um todo¹³. Nesse sentido, sugerimos que seja incluído entre as competências privativas da assembleia especial de cotistas a possibilidade de declaração judicial de insolvência da classe de cotas.

Adicionalmente, sugerimos excluir o inciso III do art. 65 da Resolução.

Art. 65. Compete privativamente à assembleia especial de cotistas deliberar **sobre**:

[...]

III – ~~a emissão de cotas, na classe fechada;~~

IV – a amortização e o resgate compulsório de cotas, caso não estejam previstos no regulamento;

~~V – plano de resolução de patrimônio líquido negativo; e~~

~~V – o pedido de declaração judicial de insolvência da classe; e~~

VI – a alteração do regulamento, exclusivamente naquilo que disciplina assuntos de interesse exclusivo da classe, ressalvado o disposto no art. 47 e as **previsões específicas de cada regulamento**.

9.4. Condicionamento ou restrição das matérias de competência privativa da assembleia de cotistas a investidores qualificados (sem correspondência na Resolução)

Diante das flexibilidades propostas pela Minuta, e dos preceitos de liberdade contratual reforçados pela LLE, questionamos essa CVM se, diante da autonomia dos prestadores de serviços essenciais e dos cotistas para pactuar os termos e condições de governança que entendam apropriado para o veículo de investimento, não seria apropriado atribuir aos cotistas a prerrogativa sugerida no parágrafo acima, sem prejuízo de a regra geral vigorar se não disposto de forma diversa no regulamento.

¹³ Não obstante, ressaltamos que a insolvência também poderia se aplicar ao Fundo de Investimento como um todo, quando, por exemplo, o patrimônio não for dividido em classes ou quando a maioria das classes estiver com patrimônio líquido negativo ou noutras situações em que for aplicável.



Caso a CVM discorde dessa proposta, sugerimos que essa mecânica seja permitida quando todas as classes de cotas forem destinadas exclusivamente a investidores qualificados.

Art. [●]. Quando todas as classes forem destinadas exclusivamente a investidores qualificados, o regulamento pode condicionar ou restringir a deliberação de uma ou mais das matérias indicadas nos arts. 64 ou 65, dispondo forma alternativa de governança em relação à aprovação da matéria condicionada ou restrita, conforme o caso.

9.5. Assembleia de cotistas parcial ou totalmente remota (art. 70, § 2º)

Sugerimos que a minuta assegure, de forma expressa, que assinaturas eletrônicas que não possuam certificados emitidos pela ICP-Brasil possam ser utilizadas pelos cotistas em votações de assembleias realizadas de forma, parcialmente ou exclusivamente, remota.

A possibilidade de escolha de meios de comprovação da autoria e integridade de documentos em forma eletrônica, alternativos àqueles que utilizam certificados emitidos pela ICP-Brasil, é prevista no art. 10, § 2º da Medida Provisória 2.200-2/2001. Segundo o dispositivo, a validade de uma assinatura eletrônica que não utilize os parâmetros da ICP-Brasil é condicionada ao seu aceite pelas partes envolvidas no negócio jurídico em questão.

No Processo Administrativo nº RJ-2010-12738, o então diretor Eli Loria, mencionando de forma expressa o § 2º do art. 10 da Medida Provisória 2.200-2/2001 em seu voto, defendeu a possibilidade de utilização de certificado privado não emitido pela ICP-Brasil para a participação remota de cotistas em assembleias de cotistas. Loria destacou, porém, que a efetividade do uso do certificado é condicionada à sua admissão "*como válido pelas partes, emitente e destinatário, consagrando o princípio da liberdade de contratar nas relações negociais entre particulares*".

Ainda sobre o tema, lembramos que a Lei 14.063, conforme regulamentada pelo Decreto 10.543 no que se refere ao uso de assinaturas eletrônicas na interação com agentes públicos, possibilita a utilização de assinaturas eletrônicas não emitidas pela ICP-Brasil (i) em interações com entes públicos de menor impacto e que não envolvam informações protegidas por grau de sigilo¹⁴; e (ii) no registro de atos perante juntas comerciais¹⁵. A

¹⁴ Sendo, nesses casos, autorizado o uso das assinaturas eletrônicas simples e as avançadas, conforme definidas na Lei 14.063 e no Decreto 10.543.

¹⁵ Sendo, nesses casos, autorizado o uso das assinaturas eletrônicas avançadas, conforme definidas na Lei 14.063 e no Decreto 10.543.



possibilidade de uso dessas assinaturas na relação com o Poder Público, demonstra a confiabilidade delas como meio eficaz de assegurar a identificação de seu usuário.

Assim, entendemos que a menção expressa à possibilidade de uso de assinaturas eletrônicas que não utilizam certificados da ICP-Brasil na minuta é medida que potencializa a segurança jurídica de deliberações pautadas em assembleias gerais realizadas de forma remota. Salientamos ainda que, em atenção ao art. 10, § 2º, da Medida Provisória 2.200-2/2001, a partir da manifestação da vontade dos cotistas, o regulamento poderá limitar a utilização de determinada assinatura eletrônica não emitida pela ICP-Brasil e, até mesmo, eleger aquelas consideradas válidas para fins das interações entre cotistas e prestadores de serviço.

Art. 70. A assembleia de cotistas pode ser realizada:

[...]

§ 4º Para efeitos do disposto no § 1º, admite-se a utilização de assinatura eletrônica que não possua certificado emitido pela Infraestrutura de Chaves Públicas Brasileira (ICP-Brasil), desde que atendido o estabelecido no art. 10, § 2º, da Medida Provisória nº 2.200-2, de 24 de agosto de 2001.

9.6. Aprovação de demonstrações financeiras que contenham opinião modificada (art. 72)

Adicionalmente, quando o relatório de auditoria contem opinião modificada, os Fundos de Investimento têm uma impossibilidade prática de aprovar as demonstrações contábeis auditadas no caso de não ser instalada a assembleia convocada para esse fim por falta de quórum, o que por vezes faz com que o administrador fique de mãos atadas frente (i) ao problema do absentéismo nas assembleias gerais dos Fundos de Investimento – especialmente em fundos pulverizados e listados, cada vez mais comuns na indústria brasileira – ou, ainda, (ii) caso, esgotados os esclarecimentos possíveis de serem prestados acerca da opinião modificada, os cotistas se abstenham de proferir voto na assembleia em questão.

A fim de endereçar essa dificuldade prática, e considerando a responsabilidade dos prestadores de serviços essenciais perante os investidores, sugerimos a inclusão de uma regra que permita a aprovação via ato conjunto do administrador e do gestor, desde que empreendidos melhores esforços na obtenção de aprovação de cotistas e mesmo assim não seja instalada a assembleia, conforme sugestão abaixo.

Art. 72. As demonstrações contábeis cujo relatório de auditoria não contiver opinião modificada podem ser consideradas automaticamente aprovadas caso a assembleia de cotistas



correspondente não seja instalada em virtude do não comparecimento de **quaisquer** investidores suficientes à instalação da respectiva assembleia de cotistas, ou, caso instalada, os cotistas optarem por não proferir voto ou se absterem a respeito das demonstrações contábeis.

§ 1º Quando o relatório de auditoria contiver opinião modificada ou ressalva e a assembleia de cotistas convocada para aprovar as demonstrações contábeis do fundo ou da classe não for instalada em virtude de absenteísmo dos cotistas, o administrador deverá convocar nova assembleia para deliberar o assunto, sendo que, independentemente do disposto no regulamento, o quórum para essa segunda deliberação será a maioria simples dos presentes.

§ 2º Na hipótese a que se refere o § 1º, se a assembleia de cotistas não for instalada em virtude de absenteísmo dos cotistas, caso, na melhor opinião do administrador, não haja perspectiva de comparecimento de quaisquer cotistas ao ser convocada nova assembleia de cotistas, o administrador e o gestor poderão aprovar, por ato conjunto, as demonstrações contábeis auditadas da classe ou do fundo, conforme o caso.

9.7. Representação por procuração (art. 73)

Sugerimos a exclusão da limitação temporal de 1 (um) ano para possibilitar a representação de cotistas em assembleia, geral ou especial, de Fundos de Investimento.

Nossa sugestão tem por objetivo facilitar a participação dos investidores no processo decisório dos Fundos de Investimento e considera que: (i) no que se refere a investidores que sejam pessoas jurídicas, os próprios documentos constitutivos tratam das limitações temporais para a outorga de mandatos; e, (ii) no que se refere a investidores que sejam pessoas físicas, a outorga de procurações visa justamente a evitar situações em que o administrador e o gestor do Fundo de Investimento sejam impedidos de realizar operações em benefício dos cotistas em virtude do absenteísmo já tradicional os investidores brasileiros, como já mencionado em algumas oportunidades ao longo dos nossos comentários.

Art. 73. Somente podem votar na assembleia geral ou especial os cotistas do fundo inscritos no registro de cotistas na data da convocação da assembleia, seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos **há menos de 1 (um) ano**.

10. **Prestação de serviços (arts. 79, § 1º, e 80, §§ 1º e 5º)**

10.1. Contratação de prestadores de serviço pelo administrador (art. 79, § 1º)

Em linha com a liberdade contratual tanto comentada, sugerimos a essa CVM que seja permitido ao administrador e/ou ao gestor de Fundos de Investimento contratar quaisquer prestadores de serviço que venham a ser necessários ao bom funcionamento do fundo e a consecução dos seus objetivos, observadas as disposições previstas nos respectivos regulamentos (inclusive com relação ao pagamento das taxas, despesas e



encargos associados à referida contratação). Nesse sentido, entendemos que lista de prestadores de serviços que podem ser contratados pelos Fundos de Investimento não deve ser taxativa, mas exemplificativa.

Recentes estruturas utilizadas por todas as categorias de fundos mostram um profundo desenvolvimento e sofisticação desses produtos, principalmente em razão do desenvolvimento e aplicação de novas tecnologias – são bons exemplos a contratação de agentes de pagamentos e registradoras nos casos dos FIDC.

Acreditamos que o Brasil está apenas no início de um processo de revolução tecnológica que promoverá maior eficiência e segurança às empresas e negócios, com maior escalabilidade e menores custos, o que certamente alcançará as mais diversas categorias de Fundos de Investimento. Nesse momento, portanto, seria impossível pensar em todos os potenciais prestadores de serviços que em poucos anos, poderão agregar valor, eficiência e segurança aos Fundos de Investimento e à indústria de fundos em geral.

Ainda, sugerimos incluir o custodiante como um prestador de serviços expressamente passível de contratação em nome do Fundo de Investimento e explicitar que, não obstante a possibilidade de contratação de terceiros para a prestação desse serviço, o próprio administrador poderia prestá-lo, caso detenha as autorizações e habilitações necessárias para tanto.

Art. 79. Podem ser administradores de fundo de investimento as pessoas jurídicas autorizadas pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, na categoria de administrador fiduciário.

§ 1º O administrador, pode contratar, em nome do fundo, [para cada classe de cotas](#), com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços, ~~com a exclusão de quaisquer outros não listados a seguir:~~

[...]

III – classificação de risco por agência de classificação de risco de crédito; e

IV – auditor independente referido no art. 63; e

V – custódia de valores mobiliários.

[...]

§ 7º O próprio administrador pode prestar os serviços de que tratam os incisos II e V do § 1º, desde que este esteja habilitado e autorizado, nos termos da legislação em vigor, observadas as regras específicas de cada categoria de fundo de investimento.

10.2. Gestão de recursos (art. 80, §§ 1º e 5º)



10.2.1. Prestação de fiança, aval, aceite ou qualquer forma de coobrigação em nome do Fundo de Investimento (art. 80, § 1º)

No nosso entendimento, a possibilidade de concessão de fiança, aval, aceite ou outras formas de coobrigação em nome do Fundo de Investimento é uma prerrogativa intrinsecamente relacionada às atividades de gestão da carteira e, nesse sentido, deveria ser competência do gestor, na qualidade de responsável do ponto de vista regulatório pelas decisões gerenciais.

Essa matéria atualmente é uma competência privativa da assembleia de cotistas, o que entendemos prejudicial ao bom funcionamento da indústria. Em primeiro lugar, existe o problema da paralisia decisória diante do absenteísmo, já mencionada diversas vezes ao longo dessa manifestação e já conhecida por essa CVM. Em segundo lugar, os cotistas muitas vezes não têm competência técnica para a tomada dessa decisão de forma a maximizar o retorno da carteira. Por fim, com base no princípio da liberdade contratual, entendemos que os gestores e investidores deveriam ter liberdade para negociar e definir, nos regulamentos, a governança adequada para eventuais outorgas de garantias fidejussórias ou reais pelos respectivos Fundos de Investimento – eventuais restrições, aplicações ou limitações.

Por essas razões, sugerimos que seja retirada: (i) da vedação contida no art. 87 da Minuta e (ii) da assembleia, quando for o caso, o poder de deliberar essa matéria, bem como a outros Anexos Normativos para cada espécie de Fundo de Investimento – e que seja expressamente incluído no rol de poderes do gestor elencado no art. 80 da Resolução essa matéria, de modo que ela seja deliberada pelo próprio gestor, consoante seu dever fiduciário para com os cotistas da classe que esteja prestando a garantia.

Caso essa CVM não concorde, sugerimos que essa possibilidade fique restrita às classes de cotas destinadas exclusivamente a investidores qualificados ou profissionais, o que pode ser previsto por inclusão na parte específica do capítulo referente às “CLASSES RESTRITAS” em cada Anexo Normativo.

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 – negociar e contratar, em nome do fundo, os ativos e os intermediários para realizar operações para carteira, bem como firmar, quando for o caso, todo e qualquer contrato ou documento relativo à negociação e contratação dos ativos e dos referidos intermediários, qualquer que seja a sua natureza, incluindo no que se refere à prestação, em nome do fundo, de fiança, aval, aceite ou coobrigação sob qualquer outra forma, representando o fundo para essa finalidade, para todos os fins de direito;



[...]

10.2.2. *Responsabilidade solidária (art. 80, § 5º, inciso I)*

A respeito da solidariedade, destacamos que o mercado brasileiro atualmente apresenta grande heterogeneidade em relação aos prestadores de serviço e suas capacidades específicas (em especial tecnológicas), de forma que cada prestador de serviço poderia se especializar em prestar os serviços nos quais for mais competente e competitivo, observado o princípio da liberdade contratual e da livre iniciativa.

Assim, somos da opinião de que, tratando-se de entidades reguladas – como um gestor –, a responsabilidade solidária não deveria ser uma exigência, afinal cada entidade seria, em qualquer hipótese, imputável nos termos da supervisão dessa CVM. Por outro lado, quando se tratar da contratação de entidades não-reguladas – como a consultoria de investimento –, os gestores e os investidores deveriam ter liberdade para negociar e definir, às circunstâncias de seus casos específicos, os regimes de responsabilidade entre os prestadores de serviços essenciais e os terceiros que venham a ser contratados.

Em adição ao exposto acima, lembramos que o Código Civil determina, em seu art. 1.368-D¹⁶, que o regulamento de um fundo de investimento poderá dispor sobre a limitação da responsabilidade dos prestadores de serviços, sem solidariedade, ao passo que o art. 265 do mesmo diploma legal estabelece que a solidariedade não se presume – resulta da lei ou da vontade das partes. Neste sentido, entendemos que não há, na LLE, exceção para aplicação desta regra por tipos de fundos de investimento ou serviço prestados, de modo que a imposição do regime de solidariedade aos prestadores de serviço extrapola, em nossa visão, as premissas legais ao impor preceito não previsto em lei e que, tampouco, resulta da vontade das partes.

Sem prejuízo da suficiência do argumento acima, entendemos que, neste sentido, não deve haver solidariedade em nenhuma hipótese, ressalvado em caso de vontade exclusiva das partes em âmbito contratual - especialmente quando o prestador for

¹⁶ Art. 1.368-D. *O regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o § 2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer: (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)*

(...)

II - a limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços do fundo de investimento, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade; e (grifo nosso)



instituição regulada pela CVM ou BACEN, dado que ambas as instituições dispõem de aparato suficiente para definir e fiscalizar a atuação de seus entes regulados.

Nesses casos, em observância ao princípio da transparência, os documentos constitutivos dos fundos, bem como os contratos entre referidas entidades deverão prever claramente o regime de responsabilidade (solidária ou não) aplicável a cada caso. Nesse sentido, sugerimos o ajuste abaixo ao § 5º do art. 80 da Minuta.

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:

[...]

§ 5º Nos casos de contratação de cogestor, as seguintes condições devem ser respeitadas:

I – o contrato celebrado nos termos inciso III do **caput** deve: **definir claramente as atribuições de cada gestor, o que inclui o mercado específico de atuação e a responsabilidade de cada gestor.**

~~a) definir claramente as atribuições de gestor, o que inclui o mercado específico de atuação de cada gestor; e~~

~~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~~

[...]

11. Conselhos consultivos e comitês técnicos ou de investimentos (art. 83, *caput*)

Destacamos, novamente, o princípio da liberdade contratual que norteia nossos comentários à Minuta e, também, o da livre iniciativa, para expor nosso posicionamento no sentido de que os membros de conselho consultivo ou de comitê técnico ou consultivo que tenha sido instituído para atuar com relação aos Fundos de Investimento deveriam poder fazer jus a uma remuneração, uma vez que, a depender das operações do Fundo de Investimento, o conselheiro ou comitê exerceria tal função em tempo integral ou, no mínimo, suas atribuições tomariam porção significativa de seu tempo.

Dessa forma, afim de gerar o melhor alinhamento de interesses e assegurar que os Fundos de Investimento possam selecionar profissionais competentes para que possam atuar no melhor interesse do Fundo de Investimento, na forma da regulamentação em vigor, para ocuparem posições em seus conselhos e comitês, em especial quando tais

funções exijam dedicação de parcela substancial do tempo dos conselheiros e membros do comitê, acreditamos ser importante a faculdade do oferecimento de uma remuneração compatível com o mercado¹⁷.

Por isso, sugerimos que os membros do conselho consultivo ou do comitê técnico ou de investimentos possam ser remunerados às expensas do Fundo de Investimento.

Caso essa CVM não concorde com a possibilidade de remuneração dos membros do comitê ou conselho, sugerimos, subsidiariamente, que essa prerrogativa seja concedida às classes restritas a investidores qualificados.

Art. 83. Sem prejuízo das responsabilidades de cada um dos prestadores de serviços do fundo de investimento, podem ser constituídos, por iniciativa dos cotistas, do administrador ou do gestor, conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos, os quais ~~não podem~~ poderão ou não ser remunerados às expensas do fundo.

[...]

12. Normas de conduta (arts. 87, *caput*, incisos II e III, e 91)

12.1. Vedações (art. 87)

- (a) *Considerações sobre a contratação de empréstimo e sobre a prestação de fiança, aval, aceite ou coobrigação sob qualquer outra forma em nome do Fundo de Investimento (art. 87, caput, incisos II e III)*

Propomos que, assim como a Instrução CVM 578 autorizou aos FIP, a Resolução mantenha tal autorização aos FIP e autorize para todas as demais espécies de Fundos de Investimento a contratação de empréstimos junto a instituições financeiras com vistas a prover recursos para fazer frente a eventuais inadimplementos de cotistas, assegurando o cumprimento tempestivo dos compromissos de investimento assumidos pelo gestor em nome da classe de cotas tomadora do empréstimo, assim como o pagamento de despesas e encargos mínimos necessários para garantir a continuidade das atividades do Fundo de Investimento.

A esse respeito, destacamos que o juízo de valor acerca da eventual necessidade de contratação de um empréstimo está diretamente vinculado ao mandato dos gestores profissionais, obrigados a cuidar dos interesses de seus clientes acima de seus próprios, de acordo com os termos do mandato/regulamento/documentos de subscrição do

¹⁷ Um bom benchmark seria a remuneração de um membro de conselho de administração de companhia aberta que atue no mesmo setor econômico que a classe de cotas em questão, considerando ajustes para o tamanho do capital investido em cada caso.



respectivo Fundo de Investimento, e fiscalizados pelo cumprimento de tais deveres, nos termos da regulação editada por essa CVM – e, portanto, aqueles que são capacitados para tomar essa decisão em nome do Fundo de Investimento para resguardar o melhor interesse dos investidores e a saúde do respectivo portfólio.

Reforce-se que esse instituto vem sendo muito importante na indústria dos FIP¹⁸ e sua extensão a toda a indústria deverá maximizar os benefícios dessa faculdade para todos os Fundos de Investimento.

Corroborando nosso entendimento, destacamos o posicionamento apresentado no relatório de análise da Audiência Pública CVM/SDM 5/2015:

[...] a CVM considerou relevante a justificativa apresentada pelos participantes para a obtenção de empréstimos com vistas a prover recursos ao FIP para fazer frente a eventuais inadimplementos de cotistas, de forma a assegurar o pagamento de compromissos assumidos referentes aos seus investimentos. Trata-se, na visão desta Autarquia, de uma situação excepcional, na qual o FIP precisa obter o empréstimo para não comprometer determinado investimento.

Com isso, a CVM alterou o disposto no art. 43, II, da nova Instrução [CVM 578] para fins de acomodar essa situação e incluiu as devidas salvaguardas para a utilização dos recursos emprestados no § 1º do mesmo art., as quais limitam o valor e a natureza do empréstimo às situações necessárias para assegurar o cumprimento de compromisso de investimento previamente assumido pelo FIP¹⁹.

Ainda, entendemos que a vedação que dispõe o inciso III do *caput* do art. 87 da Minuta deveria ser excluída, com base no princípio da liberdade contratual segundo o qual os gestores e investidores deveriam ter liberdade para negociar e definir, nos regulamentos, a governança adequada para eventuais outorgas de garantias fidejussórias ou reais pelos respectivos fundos – incluindo eventuais restrições, aplicações ou limitações.

Art. 87. É vedado ao administrador e ao gestor, em suas respectivas esferas de atuação, praticar os seguintes atos em nome do fundo de investimento:

I – receber depósito em conta corrente;

II – contrair ou efetuar empréstimos, salvo:

- a) em modalidade autorizada pela CVM em regra específica para determinada categoria de fundo;
- b) para fazer frente ao inadimplemento de cotistas que deixem de integralizar as suas cotas subscritas; ou

¹⁸ Vide art. 43, II, da Instrução CVM 578.

¹⁹ Conforme resposta da CVM ao item 3.12 do relatório de análise da Audiência Pública CVM/SDM 5/2015.

c) para pagar encargos;

III – ~~prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma, salvo quando expressamente previsto em Anexo Normativo a esta Resolução ou em regulamentação específica;~~

[...]

§ 2º O gestor pode utilizar ativos da carteira para prestação de garantias de operações do fundo de investimento, bem como emprestar e tomar ativos financeiros em empréstimo, desde que tais operações de empréstimo sejam cursadas exclusivamente por meio de serviço autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM.

§ 3º As contratações de empréstimos referidas no inciso II, alíneas “b” e “c”, do **caput**, só podem ocorrer no valor equivalente ao estritamente necessário para, conforme o caso, assegurar o cumprimento de compromisso de investimento previamente assumido pelo fundo ou garantir a continuidade das operações do fundo.

Caso essa CVM não concorde com a proposta aqui indicada, sugerimos que essa faculdade seja estendida a todas as espécies de Fundos de Investimento ao menos quando a classe tomadora do empréstimo for destinada exclusivamente a investidores qualificados.

13. Destituição de prestador de serviço essencial (art. 93)

13.1. *Considerações sobre o prazo para substituição do prestador de serviço essencial (art. 93, § 1º) e Considerações sobre a destituição sem justa causa do gestor ou cogestor (sem correspondência na Minuta)*

A depender da espécie de Fundo de Investimento, a normativa da CVM estabelece diferentes prazos máximos para a efetiva substituição do prestador de serviço essencial que renunciar de suas funções. A título exemplificativo, cita-se:

- (i) a Instrução CVM 359 (art. 11, § 4º), que estipula que, havendo renúncia do administrador, este deve permanecer no exercício de suas funções até que sua substituição seja definida ou o fundo liquidado, sendo o prazo regido supletivamente pela Instrução CVM 555 (art. 94, § 1º), no montante de 30 (trinta) dias;
- (ii) a Instrução CVM 472 (art. 37, §2º), que determina que o administrador que renuncie deve exercer suas funções até que seja averbada nas matrículas referentes aos bens imóveis e direitos integrantes do patrimônio do fundo, em cartório de registro de imóveis, e registrada, em cartório de títulos e documentos, a ata da assembleia geral que eleger seu substituto e sucessor na propriedade fiduciária desses bens e direitos; e

- (iii) a Instrução CVM 578 (art. 42, § 1º), que estabelece o prazo de 180 (cento e oitenta) dias para a substituição do administrador ou gestor em caso de renúncia.

Dessa forma, sugerimos que a Resolução adote o prazo máximo de 180 (cento e oitenta) dias para substituição efetiva de prestador de serviço essencial do Fundo de Investimento que houver renunciado a seu cargo, sob pena de liquidação do Fundo de Investimento pelo administrador, em substituição aos 30 (trinta) dias previstos no § 1º do art. 93 da Minuta.

A proposta de modificação acima descrita se funda no espírito do Edital, que visa à consolidação de arcabouço geral aplicável a todas as espécies e categorias de Fundo de Investimento. Apesar de reconhecer a impossibilidade de regular a indústria a partir de uma norma única, a alteração sugerida busca potencializar o efeito integrativo da Resolução.

Para além disso, o prazo de 180 (cento e oitenta) dias se mostra mais adequado a atender às necessidades da indústria, uma vez que a substituição de administrador e/ou gestor não é um processo simples, por envolver, no mínimo, a busca de novos prestadores de serviço e a realização de uma assembleia geral de cotistas, nos termos do art. 64 da Minuta.

14. Fundos de Investimento exclusivos (art. 98, parágrafo único)

A Minuta de Resolução prevê que todos os Fundos de Investimento “exclusivos”, assim caracterizados na forma do art. 98, *caput*, da Minuta²⁰, estariam vedados de prever em regulamento a limitação da responsabilidade de seu(s) cotista(s). Conforme o item 3.1 do Edital, a CVM informa que “*preocupa à CVM o dano que pode ser causado à imagem e ao funcionamento eficiente dessa indústria hipótese em que fundo de investimento de um único cotista pudesse alegar limitação de responsabilidade para não cobrir patrimônio líquido negativo*”.

Em contraponto, sugerimos que os Fundos de Investimento exclusivos possam estabelecer em seus respectivos regulamentos a limitação de responsabilidade de seus cotistas, pelas razões expostas abaixo.

²⁰ Na íntegra: “Art. 98. Considera-se “Exclusivo” o fundo constituído para receber exclusivamente de um único investidor profissional ou grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável. [...]”.



Imaginamos que a grande preocupação de participantes da indústria possa estar relacionada à eventual utilização do Fundo de Investimento exclusivo para evitar estruturas societárias e sua tributação incidente, ou para a realização de fins ilícitos²¹. Porém, em qualquer caso, devemos ter em mente que (i) não existe qualquer restrição legal ou regulatória à constituição, manutenção e operação dos fundos exclusivos (pelo contrário, estão expressamente previstos e cobertos pela regulação e pela autorregulação) e (ii) devemos presumir a boa fé e licitude dos negócios jurídicos, caso contrário, estaríamos a negar um dos princípios da LLE o do próprio Estado de Direito.

Partindo da premissa de que a ilicitude das estruturas de investimento não deveria ser presumida, entendemos questionável a razão de ser da restrição aplicável aos Fundos de Investimento exclusivos.

Tais estruturas são absolutamente comuns não apenas utilizadas como veículos de gestão de patrimônio por indivíduos, famílias e *family offices*, mas também por investidores institucionais para segregação da estratégia de investimentos em segmentos de atuação ou mesmo para consolidação das aplicações, no Brasil e no exterior (i.e. entidades fechadas de previdência complementar são, em diversos casos, cotistas exclusivos de estruturas de FIC-FIM ou FIM que investem no exterior). Diversos investidores institucionais estrangeiros – incluindo fundações, fundos soberanos, *endowments*, organismos multilaterais e de fomento – já fazem uso de fundos exclusivos para consolidação dos seus investimentos no Brasil e diversos outros aguardam especificamente esse marco regulatório que possibilitará a limitação da responsabilidade do cotista e, portanto, a equiparação dos fundos de investimento brasileiros aos demais fundos e veículos internacionais – possibilitando o enquadramento dos nossos fundos às suas políticas internas de investimento e compliance.

Negar, portanto, a limitação da responsabilidade para esses investimentos perfeitamente lícitos seria impedir a redução de um grande risco legal para diversas estruturas de investimento legítimas, desse modo criando uma discriminação injustificada contra um segmento da indústria de Fundos de Investimento.

A partir dessa ótica, não haveria qualquer razão para tolher a faculdade de limitação da responsabilidade do cotista que quisesse se aproveitar de estrutura típica de mercado de capitais envolvendo Fundo de Investimento exclusivo, em que há segregação clara entre as figuras e os papéis do gestor e cotista²². Desta forma, entendemos que o mero

²¹ Nessas situações, o cotista detém ingerência efetiva sobre a operacionalização e gestão do fundo exclusivo, e usaria tal veículo para finalidades diversas de uma estrutura típica de mercado de capitais. Em última instância, esse veículo fugiria de um dos pilares da própria definição de “valores mobiliários”, qual seja, a ausência de participação do investidor na gestão do ativo.

²² Respectivamente, o agente o principal, na perspectiva do conflito de agência.



fato de um fundo ser exclusivo não pode ser obstáculo para a limitação de responsabilidade – principalmente dada a completa ausência de previsão legal neste sentido.

Não à toa, a própria LLE criou a chamada sociedade limitada unipessoal, antes não admitida pelo Código Civil, de forma a permitir a limitação de responsabilidade mesmo na existência de único quotista em tais estruturas – expressamente permitido o que a regulamentação da CVM aparenta desejar vedar aos Fundos de Investimento.

Em adição ao exposto acima, entendemos também que a redação proposta por esta CVM pode criar risco adicional para as estruturas de Fundos de Investimento ao permitir que um eventual credor de um Fundo de Investimento exclusivo possa alegar que os cotistas de um fundo caracterizam “grupo de cotistas vinculado por interesse único e indissociável” e que, portanto, sua responsabilidade deveria ser ilimitada – correndo o risco de atingir o patrimônio dos cotistas do Fundo de Investimento sem a devida aplicação das regras relativas à desconsideração da personalidade jurídica, previstas no próprio Código Civil.

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.

~~Parágrafo único. O regulamento não pode limitar a responsabilidade de cotista de fundo exclusivo~~

Subsidiariamente, caso a argumentação acima não seja, na visão desta CVM, suficiente para amparar a total liberdade para estruturação de um Fundo de Investimento exclusivo com responsabilidade limitada, entendemos que esta liberdade ainda deve ser conferida ao Fundo de Investimento exclusivo conforme exista discricionariedade do gestor para a execução da política de investimentos, nos moldes estabelecidos no regulamento - sem considerar, portanto, a dispersão das suas cotas. Desse modo, sempre que um cotista de Fundo de Investimento exclusivo passe a ingerir direta ou indiretamente na seleção e aquisição de ativos (por exemplo, por meio de participação exclusiva em comitê de investimentos ou por meio de decisões da assembleia geral), estaria quebrada a limitação da responsabilidade, haja vista a desvirtuação da estrutura típica de mercado de capitais que prevê segregação entre administração e propriedade²³.

²³ Ressalte-se que essa sugestão é, em muitos aspectos, análoga ao instituto da “desconsideração da personalidade jurídica”, em que o foco está no uso indevido da estrutura societária para fins de limitação de responsabilidade. O “uso indevido” para a estrutura de Fundo de Investimento

Ressaltamos que o conceito acima tem como referências experiências do mercado internacional, em especial na divisão de atribuições entre *general partner* e *limited partners* de fundos de investimento constituídos sob a forma societária de uma *limited partnership*. De forma geral, a limitação de responsabilidade é concedida a um *limited partner* com base na premissa maior de que este não participará da gestão do fundo, de forma que qualquer ingerência indevida resulta na quebra da responsabilidade limitada. De outro lado, o *general partner* possui responsabilidade ilimitada no contexto da *partnership*²⁴. Nesse sentido, destacamos considerações sobre a estrutura societária aplicável de acordo com as leis de Delaware²⁵:

Under limited partnership laws, a limited partner is afforded limited liability because it is not actively engaged in the management of the limited partnership. Conversely, the general partner has the statutory authority to control and to manage the limited partnership, and has unlimited liability for the debts and obligations of a limited partnership to the extent that the assets of the limited partnership are insufficient to satisfy such debts and obligations.

The rights afforded to investors in partnership agreements may give an investor concern that such protective provisions constitute active engagement by the limited partner of the business of a fund. [...]»²⁶

Ressaltamos que outros ordenamentos jurídicos também seguem a mesma lógica, com destaque para a legislação canadense aplicável a fundos de investimento. Via de regra, tais ordenamentos estabelecem critérios claros para quando um ato de intervenção por um *limited partner* seria considerado como quebra da sua responsabilidade limitada ou não.

Ademais, ressaltamos que essa mecânica encontra respaldo no próprio ordenamento jurídico brasileiro, considerando a figura da sociedade em comandita simples. Nos termos do art. 1.047, *caput*, do Código Civil, “[s]em prejuízo da faculdade de participar das deliberações da sociedade e de lhe fiscalizar as operações, não pode o comanditário praticar qualquer ato de gestão, nem ter o nome na firma social, sob pena de ficar sujeito às responsabilidades de sócio comanditado [i.e., responsabilidade solidária e ilimitada pelas obrigações sociais, nos termos do art. 1.045, *caput*, do Código Civil²⁷]”.

seria, nesse contexto, a ingerência nos poderes de gestão atribuídos ao gestor, nos termos da nova regulamentação.

²⁴ Tratar-se, pois, de papéis análogos aos sócios comanditários e ao sócio comanditado, respectivamente, numa sociedade em comandita simples (ver nota de rodapé nº 27).

²⁵ DEL. CODE ANN. Tit 6. §17

²⁶ BRESLOW, Stephanie; PHYLLIS, Schwarts. Private Equity Funds: Formation and Operation. 2nd Ed. Nova Iorque (NY, EUA): Practising Law Institute, 2017. pp. 4-100.

²⁷ Na íntegra: “Art. 1.045. Na sociedade em comandita simples tomam parte sócios de duas categorias: os comanditados, pessoas físicas, responsáveis solidária e ilimitadamente pelas obrigações sociais; e os comanditários, obrigados somente pelo valor de sua quota”.



Por fim, reiteramos que há inúmeros fundos exclusivos no mercado internacional, principalmente em se tratando de veículos de ativos ilíquidos, em que investidores institucionais, tais como *family offices*, fundos soberanos, fundos de pensão, dentre outros, escolhem um gestor para uma determinada estratégia de investimento, e formam um fundo de investimento exclusivo para tanto. Por que prejudicar a limitação de responsabilidade de tais investidores se, de fato, tais veículos de investimento não permitem ingerência dos investidores na atuação dos gestores?

15. Encargos (arts. 100 e 101)

15.1. Rol de encargos (art. 100)

- (a) *Considerações sobre o pagamento de despesas relacionadas ao processo de diligência prévia à aquisição de ativos para a carteira (sem correspondência na Resolução)*

Sugerimos que seja incluído no rol de encargos do art. 100 da Resolução, como encargo de Fundos de Investimento, as despesas com a realização de auditoria legal, contábil, técnica ou econômico-financeira dos emissores de ativos potencialmente elegíveis para investimento pelo fundo, independentemente da sua efetiva conversão em investimento pelo fundo.

- (b) *Considerações sobre a taxatividade do rol de encargos (art. 101)*

É pleito de longa data da indústria a possibilidade de inclusão de determinadas despesas e encargos para o Fundo de Investimento que não encontram respaldo no rol taxativo atualmente existente nas normas da CVM²⁸. Ocorre que, dependendo da relevância da despesa e da estrutura de investimento proposta, o rol taxativo pode se tornar um impeditivo para a implementação e/ou viabilização da referida estrutura, uma vez que essas despesas precisarão ser suportadas pelos prestadores de serviços essenciais.

Levando-se em consideração os princípios da liberdade contratual e de transparência de informações aos investidores, sugerimos que o regulamento possa ter flexibilidade para estabelecer as despesas e encargos que serão suportados pelo Fundo de Investimento. Até porque seria impossível a esse regulador prever, no momento da edição da Norma Editada, todas as hipóteses de despesas e encargos que os diferentes tipos de Fundos de Investimento poderiam vir a demandar no curso de sua operação. Por essa razão, tendo em vista o intuito de perenidade e estabilidade da regra, sugerimos que o art. 100

²⁸ Isto é, não seria permitida a criação de encargos não previstos, salvo se isso for aprovado pela assembleia de cotistas, no caso de FIP ou quando houver concessão de dispensa de cumprimento de requisito normativo.



da Resolução seja flexível, cabendo aos prestadores de serviço essenciais e investidores negociar e definir, no caso-a-caso, a lista de despesas e encargos que poderão ser suportados pelos respectivos fundos.

Em linha com nossos comentários com relação à possibilidade de contratação e remuneração de outros prestadores de serviços além da lista taxativa atualmente prevista na Minuta, acreditamos que o Brasil está apenas no início de um processo de revolução tecnológica que promoverá maior eficiência e segurança às empresas e negócios, com maior escalabilidade e menores custos, o que certamente alcançará as mais diversas categorias de Fundos de Investimento. Nesse sentido, restrições ao pagamento ou reembolso de despesas e encargos pelos Fundos de Investimento podem, por exemplo, impossibilitar a contratação de prestadores de serviços que ofereçam novos serviços e tecnologias, inviabilizando a modernização e o desenvolvimento por meio da utilização de soluções inovadoras, que agreguem valor, eficiência e segurança aos Fundos de Investimento e à indústria de fundos em geral.

Nesse contexto, sugerimos que a inclusão de encargos não previstos no rol normativo – que passa a ser, no âmbito da proposta aqui aventada, exemplificativo – seja guiada pela adequação da despesa em questão ao bom funcionamento das operações do Fundo de Investimento ou da classe de cotas, conforme o caso. Com tal norma principiológica, entende-se que os prestadores de serviço seriam responsáveis por incluir despesas razoáveis, à luz dos deveres fiduciários dos prestadores de serviço essencial para com os cotistas e o Fundo de Investimento e das necessidades da estratégia de investimento pretendida pelo Fundo de Investimento.

Evidentemente, a contrapartida a uma eventual majoração de gastos incorridos por esses investidores seria a maior eficiência no funcionamento do Fundo de Investimento e os ganhos em transparência e *accountability* da prestação de contas aos investidores periodicamente, por meio das demonstrações contábeis, gerando assim um saldo positivo de benefícios diretos e indiretos para os cotistas e para a indústria de investimentos como um todo.

Art. 100. Constituem encargos do fundo as seguintes despesas, que lhe podem ser debitadas diretamente, sem prejuízo de outras previstas nos Anexos Normativos a esta Resolução ou em regulamentação específica:

I – taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do fundo;

[...]



XIII – as taxas de administração e de gestão, bem como montantes eventualmente devidos a fundos investidores, na hipótese de acordo de remuneração com base na taxa de administração, taxa de gestão e/ou taxa de performance; e

XIV – honorários e despesas relacionados à atividade de formador de mercado; e

XV – relacionadas ao processo de diligência legal, financeira ou contábil dos ativos prospectados para investimento pelo fundo, incluindo de operações que foram objeto de análise pelo gestor e que não foram objeto de efetivo investimento pelo fundo.

§ 1º O regulamento poderá estabelecer outras despesas e encargos do fundo que não aqueles enumerados acima que sejam, no entender dos prestadores de serviço essenciais, próprios ao fundo e exigíveis para sua boa administração e funcionamento.

[...]

§ 3º Os fundos destinados a investidores qualificados com gestão discricionária podem estabelecer em seu regulamento a permissão para que o gestor:

I – contrate sob sua responsabilidade, em nome e às expensas do fundo, prestadores de serviços necessários para a execução da política de investimento fundo; e

II – incorra, em nome do fundo, nas despesas que entender necessárias para atender o melhor interesse dos cotistas, independentemente da natureza da despesa, desde que, em ambos os casos, não estejam envolvidas partes relacionadas ao gestor.

§ 4º Para fins do disposto no §3º acima, são exemplos de despesas que o gestor pode entender como necessárias para atender o melhor interesse dos cotistas despesas com assessoria de imprensa e gráfica em casos de financiamento de litígio.

16. Insolvência (arts. 105 e 106)

16.1. Verificação do patrimônio líquido negativo (art. 105, caput)

(a) *Considerações sobre a participação do gestor no processo (arts. 44, § 1º, inciso XXI, e 105, caput)*

Sugerimos ajustar o art. 105 da Resolução para prever que competirá ao administrador e ao gestor, em conjunto, verificar o eventual patrimônio líquido negativo do Fundo de Investimento e realizar as medidas elencadas nos incisos seguintes, nas suas respectivas áreas de atuação.

Entendemos que determinados processos citados nos incisos do art. 105 devem, necessariamente, ser realizados pelo gestor, uma vez que os ativos que compõem a carteira dos fundos impactam diretamente o patrimônio líquido do fundo. A título de exemplificação, a elaboração de um plano de resolução que contenha uma análise das causas e circunstâncias que resultaram no patrimônio líquido negativo deverá ser realizada pelo próprio gestor com o eventual auxílio do administrador.



Essa alteração exige também um ajuste idêntico no inciso XXI do § 1º do art. 44 da Resolução.

(b) *Considerações sobre a segregação do patrimônio em classes (art. 105, inciso IV)*

Além disso, sugerimos a adoção de redação que deixe clara a possibilidade de declaração da insolvência civil para apenas uma classe de cotas, quando as demais classes permanecerem com o patrimônio líquido positivo. A necessidade de vinculação de ativos pertencentes a classes de cotas com patrimônio líquido positivo no processo de insolvência de Fundo de Investimento que tem uma classe de cotas com patrimônio negativo é prática danosa de comunicações de patrimônios que deveriam ser segregados e sua prevalência na Resolução, em nossa visão, desincentivará ou até mesmo impossibilitará a constituição de classes diversas.

A alienação dos ativos num processo de insolvência pode envolver a liquidação forçada de determinados investimentos, o pagamento de taxas de resgate desnecessárias e/ou a venda de ativos fora do prazo originalmente imaginado pelo gestor; essas são hipóteses que terão o condão de afetar diretamente a performance de classes que, exceto pelo fato de estarem sob o mesmo guarda-chuva de um Fundo de Investimento que tenha uma classe insolvente, não têm qualquer razão para se submeterem a um processo de insolvência e liquidação antecipada com potencial prejuízo a seus investidores. Ou seja, classes de cotas cujos ativos são suficientes para cobrir todas as respectivas obrigações e ainda garantir o retorno aos seus investidores desapareceriam se a insolvência de uma classe pudesse afetar as demais classes saudáveis do Fundo de Investimento.

Ainda, ressalte-se que, internacionalmente, o regime de insolvência é analisado individualmente por cada classe de cotas.

Aliás, em nossa visão, o Código Civil impõe a adoção da mesma interpretação. Isso porque, analisando-se o elemento teleológico decorrente do art. 1.368-E do Código Civil²⁹, não se pode ler que o legislador – que se preocupou em garantir a separação absoluta das obrigações vinculadas às respectivas classes – coadune com os prejuízos decorrentes de uma liquidação forçada de outras classes de cotas saudáveis.

Nas palavras de Carlos Maximiliano, *“a norma enfeixa um conjunto de providências, protetoras, julgadas necessárias para satisfazer a certas exigências econômicas e sociais; será interpretada de modo que melhor corresponda àquela finalidade e assegure*

²⁹ Na íntegra: “Art. 1.368-E. O patrimônio segregado referido no inciso III do caput deste art. só responderá por obrigações vinculadas à classe respectiva, nos termos do regulamento”.



*plenamente a tutela de interesse para a qual foi regida*³⁰. Nesse sentido, para pôr em prática o disposto no dispositivo supramencionado e garantir a efetividade da segregação do patrimônio em classes, é necessário reconhecer a intencionalidade dos processos de insolvência entre as classes.

Por fim, cabe notar que caberá ao Poder Judiciário analisar eventuais casos de abusos e confusão patrimonial entre as classes de cotas para reconhecer a necessidade de envolvimento de mais de uma classe de cotas³¹.

Art. 44. O fundo de investimento é regido pelo regulamento e as classes de cotas, caso existentes, são complementarmente regidas por anexos ao seu regulamento.

[...]

§ 1º O regulamento deve, obrigatoriamente, dispor sobre:

[...]

XXI – eventos que obriguem o administrador e o gestor a ~~verificar~~ **verificarem** se o patrimônio líquido está negativo; e

[...]

Art. 105. Caso o administrador e o gestor ~~verifique~~ **verifiquem** 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, ~~devem, nas suas respectivas áreas de atuação:~~

[...]

IV – determinar que o administrador entre com pedido de declaração judicial de insolvência do fundo ~~ou da classe de cotas com o patrimônio negativo, conforme o caso.~~

[...]

16.2. Competência da CVM para intervir no mercado financeiro (art. 106)

Acreditamos que a redação original da Resolução pode gerar questionamentos em relação à extrapolação pela CVM de suas competências regulatórias, nos termos da Lei 6.385. Por essa razão, sugerimos o ajuste indicado abaixo na redação do art. 106 da Resolução.

³⁰ MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. 21ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018. p. 139.

³¹ Imagina-se que a análise do judiciário será semelhante àquela feita nas recuperações judiciais e falências de incorporadoras, em que se reconhece os patrimônios separados das SPE, mas havendo abusos, os envolvem no plano de recuperação ou na massa falida, conforme o caso.

Art. 106. A CVM pode pedir a declaração judicial de insolvência do fundo e/ou da classe de cotas, quando identificar situação na qual o patrimônio líquido negativo represente risco para o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários ~~ou para a integridade do sistema financeiro.~~

§ 1º A CVM pode também pedir a declaração judicial de insolvência do fundo de investimento e/ou da classe de cotas quando assim for recomendado pelo Banco Central do Brasil, caso este identifique que a manutenção da situação de patrimônio líquido negativo represente risco para a integridade do Sistema Financeiro Nacional.

16.3. Créditos privilegiados na insolvência (sem correspondência na Resolução)

Em todo e qualquer processo que vise à maximização do retorno decorrente da alienação de um patrimônio (um conjunto de ativos), os investidores serão beneficiados pela qualidade dos prestadores de serviço engajados na estrutura. A inclusão do dispositivo reconhece o privilégio na remuneração dos prestadores de serviço essenciais e daqueles que sejam essenciais para a boa ordem da liquidação da carteira de ativos.

Por exemplo, nos processos que envolverão a busca de compradores para determinados ativos (as vezes ilíquidos), é crucial a adoção de estrutura que permita o pagamento de comissão para quem encontrar o comprador para tal ativo, sob pena de não se perder o incentivo para que terceiros trabalhem com o objetivo de minimizar as perdas por um bom negócio.

Se os prestadores de serviço tiverem garantido o direito ao recebimento de remuneração, haverá maior facilidade em encontrar interessados nessas posições.

Atualmente, embora não haja declaração de insolvência dos fundos, os prestadores de serviço já se deparam com situações em que os investidores resistem (ou discutem a necessidade de) à realização de aportes adicionais para o pagamento de sua remuneração, especialmente, quando o fundo está passando por um momento de *stress*. Tal situação gera, no mínimo, um desincentivo aos prestadores de serviço especializados, que deveriam ser engajados justamente para atuar em situações delicadas, concordem em atuar na prestação de serviços ao fundo. E, na maioria das vezes, o incentivo a que esses prestadores de serviço renunciem por falta de recebimento dos valores que lhe são devidos e, portanto, força-se mais um processo disruptivo para uma situação que já não é ideal.



Entendemos que a regulamentação deverá esclarecer que se trata de um privilégio geral, conforme o disposto no art. 965, inciso VIII, do Código Civil³².

Sugerimos que essa redação seja adicionada a seguir ao art. 106 na Resolução.

Art. 106. A CVM pode pedir a declaração judicial de insolvência do fundo e/ou da classe de cotas do fundo de investimento, quando identificar situação na qual o patrimônio líquido negativo represente risco para o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários ~~ou para a integridade do sistema financeiro.~~

[...]

§ 2º Na declaração judicial de insolvência do fundo e/ou da classe de cotas, deverão ser considerados como privilegiados:

I – os créditos decorrentes dos serviços essenciais prestados ao fundo; e

II – os créditos relacionados à alienação de ativos integrantes do patrimônio do fundo ou da classe.

17. Penalidades e multa cominatória (art. 113)

17.1. Manutenção de documentos atualizados e em perfeita ordem (art. 113, V)

Reconhecemos a relevância de esta CVM listar, de forma expressa, as condutas interpretadas como infração grave e, portanto, sujeitas às penalidades previstas nos incisos IV a VIII do art. 7º da Lei nº 6.385³³.

³² Na íntegra: "Art. 965. Goza de privilégio geral, na ordem seguinte, sobre os bens do devedor: [...] VIII – os demais créditos de privilégio geral".

³³ Art. 11. A Comissão de Valores Mobiliários poderá impor aos infratores das normas desta Lei, da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei de Sociedades por Ações), de suas resoluções e de outras normas legais cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar as seguintes penalidades, isoladas ou cumulativamente:

(...)

IV - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de companhia aberta, de entidade do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

V - suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VI - inabilitação temporária, até o máximo de 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata esta Lei;

VII - proibição temporária, até o máximo de vinte anos, de praticar determinadas atividades ou operações, para os integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na Comissão de Valores Mobiliários;

VIII - proibição temporária, até o máximo de dez anos, de atuar, direta ou indiretamente, em uma ou mais modalidades de operação no mercado de valores mobiliários.



No entanto, entendemos que a disposição do inciso V do art. 113 da Resolução anda em descompasso com a relevância das condutas previstas nos demais incisos. Em nossa visão, a não manutenção de documentos do Fundo de Investimento atualizados e em perfeita ordem, enquanto configura, de fato, um descumprimento de disposições da Resolução que deve ser sanado o quanto antes pelo administrador do Fundo de Investimento cujos documentos estejam desatualizados, não deve ser equiparada a condutas com potencial lesivo a participantes da indústria muito superior, tais como a distribuição de cotas por pessoa não autorizada (inciso II) e contratação de terceiros não autorizados à prestação dos serviços contratados (inciso III).

Entendemos, neste sentido, ser desproporcional a atribuição de sanções como inabilitação temporária para atuar no mercado financeiro ou suspensão da habilitação para exercer as atividades listadas na Lei nº 6.385 para uma conduta que, em comparação às demais previstas no art. 113 da Resolução, apresenta potencial lesivo inferior e que pode, inclusive, ser causada por participação de outros prestadores de serviço vinculados ao Fundo de Investimento, sem que haja necessária culpa ou dolo do administrador do Fundo de Investimento.

Art. 113. Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, as seguintes condutas em desacordo com as disposições desta Resolução:

(...)

~~V — não manter atualizados e em perfeita ordem os documentos referidos no inciso I do art. 88;~~

17.2. Prazo para adaptação (art. 122)

Acreditamos que o prazo originalmente proposto de 60 (sessenta) dias não será suficiente para que todos os entes do mercado possam se adaptar às novas disposições trazidas pela Resolução, razão pela qual sugerimos que tal prazo seja estendido para, no mínimo, 6 (seis) meses contados da data publicação da Norma Editada.

Nossa sugestão é fruto do reconhecimento desta própria CVM de que a Resolução alterará, de forma significativa, o arcabouço regulatório aplicável a todas as categorias de Fundos de Investimento no Brasil. Dessa forma, faz-se necessário um período considerável para estudo, análise e adaptação à Resolução pelo mercado como um todo (incluindo investidores), e não apenas por aqueles diretamente supervisionados por esta autarquia.



Nessa esteira, para que todo o mercado possa adequadamente cumprir o disposto na Resolução, serão necessárias uma série de análises, reflexões e discussões, internas e com terceiros, a exemplo do que se verificou com relação com à Instrução CVM 555, a qual (i) trouxe um número significativamente menor de alterações em comparação às alterações que a Resolução trará, e (ii) entrou em vigor após 10 (dez) meses da data de sua publicação, *vis-à-vis* o prazo inicial de 90 (noventa) dias sugerido por essa D. CVM.

Art. 122. Esta Resolução entra em vigor em [data específica estabelecida ~~60 (sessenta)~~ 180 (cento e oitenta) dias após a publicação].

* * *



ANEXO NORMATIVO II

FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS

Introdução

O presente Capítulo foca especificamente em nossas sugestões e comentários ao Anexo Normativo II da Minuta, ou seja, às regras aplicáveis especificamente aos FIDC. Tal qual nossas sugestões e comentários apresentados acima, os pontos que traremos nesta parte da nossa manifestação estão devidamente acompanhados de argumentos e fundamentações, bem como das respectivas sugestões de redação para o dispositivo em específico.

Em nossa visão, a atualização das regras gerais aplicáveis aos FIDC, além de necessária, será primordial para o desenvolvimento da indústria. Ainda, nossas sugestões e comentários consideram que os FIDC vêm desempenhando papéis relevantes no desenvolvimento na economia nacional, suprimindo parte da demanda por crédito de micro, pequenas, médias e até grandes empresas dos mais variados setores da economia, com mais agilidade e maior eficiência de custos, servindo a um público que tradicionalmente não teria acesso a crédito (ou estaria sujeito à condições mais restritivas) no âmbito do sistema financeiro nacional.

Nesse sentido, é essencial para a continuidade dessa indústria a flexibilidade existente na Instrução CVM 356 e na Instrução CVM 444 – o que nos parece ser em grande parte as sugestões trazidas por essa CVM no âmbito do Anexo Normativo II. Contudo, na nossa visão, seria importante flexibilizar alguns dos requisitos atualmente previstos no Anexo Normativo II, especialmente para possibilitar que o investidor de varejo tenha acesso a produtos mais atrativos, com maiores chances de rentabilidade, servindo ao propósito do investimento – especialmente em um cenário de juros historicamente muito baixos. Em um cenário em que a responsabilidade do cotista deve ser limitada como regra geral, entendemos que essa flexibilização, associada à preocupação com transparência, padronização de dados e informações, devida fundamentação contratual e documentação, bem como responsabilização dos respectivos prestadores de serviços, não deveria colocar o investidor de varejo em situação de risco adicional, mas possibilitar o acesso a mais e melhores opções de investimento.

Feitas essas considerações preliminares, vide abaixo nossos comentários e ponderações.

18. Definições (art. 2º)

Temos algumas sugestões em relação às definições propostas na Minuta, no art. 2º do Anexo Normativo II, as quais expomos abaixo. Sugerimos que quaisquer sugestões em relação à inclusão ou exclusão de incisos levem em conta a ordem alfabética dos termos definidos. Em nossos comentários, não levamos em conta quaisquer ajustes decorrentes de reordenações nesse sentido.

18.1. “Ativos financeiros” (art. 2º, *caput*, inciso II)

Sugerimos que a descrição do conjunto de ativos financeiros seja complementada para incluir outros instrumentos importantes para a gestão da liquidez da carteira do FIDC, tais como aqueles de emissão ou coobrigação de: (i) instituições equiparadas às instituições financeiras, nos termos do art. 17, parágrafo único, da Lei 4.595; e (ii) as instituições de pagamento que integram o Sistema de Pagamentos Brasileiro, nos termos do art. 6º da Lei 12.865.

Em nossa visão, considerando o rápido recente desenvolvimento do mercado de meios de pagamento no Brasil, sem tendência de diminuição³⁴, foi acompanhado por um rápido aumento no grau de sofisticação das instituições de pagamento – acompanhada pela modernização da sua regulação pelo CMN e pelo BCB. Ainda, reforça-se que tais entidades, quando sujeitas a autorização para funcionamento pelo BCB, têm de cumprir regras prudenciais que limitam os riscos de crédito dessas instituições. Por essa razão, entendemos que as instituições de pagamento autorizadas a funcionar pelo BCB³⁵

³⁴ Desde 2013, após a abertura do mercado para a entrada de novos competidores e a instituição do Sistema de Pagamentos Brasileiro, sob competência regulatória e fiscalizatória do CMN e do BCB, ocorreram diversas evoluções no setor, entre as quais, citem-se: o aumento muito grande no número de residentes no Brasil com acesso à internet e a *smartphones*, o aumento no número de transações com instrumentos de pagamento, o aumento do comércio eletrônico – acelerado pelas restrições de movimento impostas no âmbito do combate à pandemia de Covid-19 –, a popularização de métodos de pagamento inovadores, como o pagamento por aproximação ou por códigos de resposta rápida (*quick response – QR*), entre outros. A importância dessa indústria para a inclusão financeira da população, ainda em grande parte desbancarizada, e o ambiente de *open banking* para o qual a indústria brasileira caminha, aliados à popularização do Pix – lançado no final do ano passado pelo BCB – e do crescente ecossistema de *venture capital* que fomenta o surgimento de novos participantes no setor, bem como o futuro salto na conectividade que será possibilitado pela difusão da tecnologia 5G no Brasil, são fatores que indicam que o crescimento desse setor é uma megatendência da economia brasileira.

³⁵ Destacamos a autorização para funcionamento pelo BCB como importante premissa de nossa sugestão, uma vez que existem instituições de pagamento que podem operar sem autorização do BCB.



deveriam receber o mesmo tratamento das instituições financeiras por essa CVM, naquilo que for praticável, considerando seu escopo de atuação³⁶.

Considerando todo o acima, sugerimos a redação descrita acima para o inciso II do art. 2º do Anexo Normativo II à Resolução.

Art. 2º Para os efeitos deste Anexo II, entende-se por:

[...]

II – ativos financeiros:

- a) títulos de emissão ou coobrigação do Tesouro Nacional;
- b) valores mobiliários de renda fixa; e
- c) **ativos financeiros** quaisquer títulos, contratos e modalidades operacionais de renda fixa de emissão ou coobrigação de instituições financeiras, instituições de pagamento ou instituições a essas equiparadas que tenham sido autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil ou por decreto do Poder Executivo, conforme aplicável;
- d) **warrants**, contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, títulos ou certificados representativos desses contratos e quaisquer outros créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais, desde que expressamente previstos no regulamento; e
- e) contratos derivativos, nos termos permitidos por este Anexo II;

[...]

18.2. “Conta-vinculada” (art. 2º, *caput*, inciso VII)

Em relação à definição de “conta-vinculada”, sugerimos duas alterações.

A primeira diz respeito à possibilidade de a conta-vinculada ser instituída em nome não apenas do cedente, mas também do devedor ou do originador, a fim de facilitar a estrutura operacional de FIDC que utilizem contas vinculadas (de movimentação restrita), sem prejudicar a segurança proporcionada por tais contas, haja vista que a sua movimentação permaneceria restrita pelo administrador, entidade registradora ou custodiante em benefício do FIDC.

Cumprе notar que, no caso específico de direitos creditórios que sejam lastreados em ações judiciais em curso, a conta para recebimento do pagamento será, na maioria das

³⁶ Ressalte-se que diversos outros comentários ao Anexo Normativo II terão esse racional por trás.

vezes, uma conta de titularidade do credor original dessa ação. Dessa forma, carteiras de FIDC destinadas à aquisição desses direitos creditórios poderão encontrar óbices operacionais a aquisição de direitos creditórios decorrentes de ações judiciais que tenham sido objeto de cessões subsequentes (o que é muito comum, dado o longo prazo para recebimento dessas ações), o que poderia inviabilizar, por exemplo, FIDC que tenham por objetivo adquirir direitos creditórios decorrentes de precatórios.

A segunda sugestão diz respeito ao recebimento de depósitos indicado na Minuta, a fim de evitar a limitação dos tipos de transferências de recursos permitidos (como compensações de cheques, transferências eletrônicas via TED, Pix ou outro método autorizado pelo BCB, entre outros).

Assim, sugerimos os ajustes acima indicados no conceito de “conta-vinculada”.

Art. 2º Para os efeitos deste Anexo II, entende-se por:

[...]

VII – conta-vinculada: conta especial instituída pelo cedente, pelo devedor ou pelo originador junto a instituições financeiras ou de pagamento, sob contrato, destinada a receber depósitos lançamentos a crédito a serem feitos pelo devedor e ali mantidos em custódia, para liberação caso satisfeitos determinados requisitos, a serem atestados pelo administrador, pela entidade registradora ou pelo custodiante;

[...]

18.3. “Devedor” (art. 2º, *caput*, inciso XII)

Sugerimos esclarecer que a definição de “devedor” faz referência apenas os devedores dos direitos creditórios integrantes da carteira do FIDC – e não os devedores dos ativos financeiros. Tal sugestão advém do fato de várias das disposições ao longo do Anexo Normativo II serem incompatíveis com os devedores de ativos financeiros.

Art. 2º Para os efeitos deste Anexo II, entende-se por:

[...]

XII – devedor: pessoa natural ou jurídica, ente despersonalizado ou patrimônio separado na forma da lei, obrigado ou coobrigado pela liquidação de ativos direitos creditórios do FIDC;

[...]

18.4. “Direitos creditórios” (art. 2º, *caput*, inciso XIII)



Entendemos que a definição de “direitos creditórios” adotada pela CVM partiu da redação do art. 1º, *caput*, inciso I, da Resolução CMN 2.907. Porém, acreditamos que seria benéfico não haver restrição dos direitos creditórios passíveis de aquisição por FIDC a determinados setores da economia ou segmentos operacionais de tais setores. Considerando a evolução da indústria e o propósito de perenidade da regra, sugerimos uma definição mais abrangente, que permitiria ampliar o escopo dos direitos creditórios a serem objeto de securitização via cessão a FIDC.

Cumpramos notar que a própria redação do dispositivo supracitado da Resolução CMN 2.907 (transcrita abaixo, com sublinhado adicionado) prevê que essa CVM tem competência para extrapolar o rol de origens de direito creditório indicados pelo CMN, que é, portanto, exemplificativo:

Art. 1º. Autorizar a constituição e o funcionamento, nos termos da regulamentação a ser baixada pela Comissão de Valores Mobiliários [...]:

I – de fundos de investimento em direitos creditórios, destinados preponderantemente à aplicação em direitos creditórios e em títulos representativos desses direitos, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como nas demais modalidades de investimento admitidas na referida regulamentação;

[...]

Nesse contexto, a limitação – e sua consequente superação – depende exclusivamente dessa CVM, razão pela qual entendemos que a edição da Resolução é a oportunidade perfeita para expandir o rol de direitos creditórios que podem ser cedidos a FIDC.

Note-se que a redação da Minuta inverte o propósito da liberdade contratual recepcionado pela LLE: em vez de vedar os tipos não permitidos, limita os tipos permitidos. Contudo, essa liberdade é essencial e deve, também, ser recepcionada por essa CVM. Assim, sugerimos que os direitos creditórios possam ser representativos de quaisquer tipos de créditos, oriundos de quaisquer atividades econômicas, desde que observada a legislação e a regulamentação aplicáveis a cada tipo de crédito e de atividade econômica, conforme abaixo.

Art. 2º Para os efeitos deste Anexo II, entende-se por:

[...]

XIII – direitos creditórios: direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações ~~realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil~~ de qualquer natureza e em qualquer segmento econômico e/ou de prestação de serviços, desde que observada a legislação e a regulamentação aplicável a cada tipo de crédito e operação;



[...]

18.5. “Direitos creditórios não padronizados” (art. 2º, caput, inciso XIV, e parágrafo único)

Nossas sugestões se referem principalmente à aquisição de direitos creditórios decorrentes de receitas públicas e de direitos creditórios lastreados em ações judiciais.

Em relação ao primeiro, a definição trazida pela Minuta reflete a linguagem original vigente na Instrução CVM 444, a qual foi elaborada no contexto de FIDC que pretendia adquirir direitos creditórios decorrentes de impostos municipais³⁷, ou seja, créditos detidos por pessoa jurídica de direito público (com conseqüente assunção da posição de credor, pelo fundo, dessa pessoa).

Decisões posteriores do colegiado da CVM enfrentaram discussões sobre o sentido da expressão contida nessa alínea³⁸, casos em que prevaleceu o entendimento que o termo “decorrentes” deveria ser interpretado como “originado” (ou seja, “tenha surgido com”), ou seja, situação em que o ente público figure como originador e credor do referido direito creditório.

Diante das inovações trazidas pela Minuta, incluindo a própria definição de originador, apresentamos uma sugestão para esclarecer que se trata de direitos creditórios que tenham pessoas de direito público como originadores e credores, em vista da possível confusão que essa definição pode implicar nas hipóteses que esses figurem como devedores (e, inclusive, nos casos de direitos creditórios “padronizados”).

Já no que se refere aos direitos creditórios lastreados em ações judiciais, entendemos que, entre as condições necessárias aos precatórios federais, para que sejam considerados direitos creditórios, mas não direitos creditórios não-padronizados, as regras sobre concentração de carteira estabelecidas na alínea “c” do inciso II do parágrafo único deveriam estar presentes no CAPÍTULO IX, que trata da carteira do FIDC – e não na própria definição de “direito creditório não-padronizado”.

Isso porque entendemos que a redação proposta na Minuta poderia causar a peculiar situação em que um FIDC que invista em precatórios federais e supere o limite de concentração de até 20% (vinte por cento) por tipo de precatório, individualmente ou tomados em grupo, em vez de incorrer em desenquadramento de carteira – com

³⁷ Processo Administrativo RJ-2005-739.

³⁸ Processo Administrativo RJ-2008-9535 e Processo Administrativo RJ-2014-359.



repercussões para o gestor –, incorreria em violação do dever de adequação ao perfil de investidor – com repercussões para o distribuidor –, uma vez que agora o FIDC estaria adquirindo direitos creditórios não-padronizados e esses seriam restritos a classes destinadas exclusivamente a investidores profissionais.

Também sugerimos em relação aos precatórios federais que o requisito de inexistência de impugnação por parte da Fazenda Pública não conste da redação da Resolução. Como a Fazenda Pública, no melhor interesse da União, sempre recorre de todas as decisões que lhe são desfavoráveis, a manutenção dessa exigência, na prática, tornaria praticamente sem efeito a exceção para que precatórios federais não sejam considerados direitos creditórios não-padronizados.

Ainda nesse tema, ressaltamos que as requisições de pequeno valor, em função de seu valor³⁹, têm prazo mais curto para pagamento que aquele previsto no regime geral de pagamento de precatórios, segundo o art. 78 do ADCT, sendo pagos em até 60 (sessenta) dias corridos, nos termos do § 3º do art. 101 do ADCT. Entendemos que, por tal padronização, as requisições de pequeno valor também poderiam ser excetuadas no conceito da alínea “c” da definição de “direitos creditórios não-padronizados”.

Por fim, sugerimos que a redação do dispositivo seja complementada para esclarecer, expressamente, que estão também incluídos no conceito de direitos creditórios não-padronizados aqueles que resultem de procedimentos arbitrais.

Art. 2º Para os efeitos deste Anexo II, entende-se por:

[...]

XIV – direitos creditórios não-padronizados: direitos creditórios que apresentem ao menos uma das seguintes características:

- a) estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o FIDC;
- b) ~~decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas~~ tenham da a União, dos os Estados, de o Distrito Federal e/ou dos os Municípios, bem como suas autarquias e/ou

³⁹ O ADCT deixa a cargo de lei do ente federativo em questão a conceituação de “pequeno valor”, porém, enquanto omissa tal legislação, fica estabelecido o valor de até 40 (quarenta) salários mínimos para os Estados e o Distrito Federal e o valor de 30 (trinta) salários-mínimos para os Municípios. Muitos estados e municípios, porém, costumam fixar valores inferiores a esse em sua legislação local. A União, por sua vez, fixou o valor das requisições de pequeno valor federais em 60 (sessenta) salários mínimos, conforme o art. 17, § 1º, combinado com o art. 3º, *caput*, da Lei nº 10.259, de 12 de junho de 2001, que dispõe sobre a instituição dos Juizados Especiais Cíveis e Criminais no âmbito da Justiça Federal.

fundações como originadores, desde que decorram de receitas públicas dessas pessoas jurídicas;

- c) resultem de ações judiciais em curso, constituam seu objeto de litígio, tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia, ressalvado o disposto no inciso II do ~~parágrafo único~~ § 1º;
- d) resultem de procedimentos arbitrais, independentemente da sede da arbitragem, ressalvado o disposto no inciso II do § 1º;
- ~~d)~~ e) a constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco;
- ~~e)~~ f) o devedor ~~ou coobrigado~~ for sociedade empresária em recuperação judicial ou extrajudicial;
- ~~f)~~ g) sejam cedidos por sociedade empresária em recuperação judicial ou extrajudicial, ressalvado o disposto no inciso I do ~~parágrafo único~~ § 1º;
- ~~g)~~ h) sejam de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; ou
- ~~h)~~ i) tenham seu rendimento exposto a ativos que não os créditos cedidos ao fundo, tais como derivativos de crédito, quando não utilizados para proteção ou mitigação de risco da carteira de direitos creditórios.

[...]

~~Parágrafo único. § 1º~~ Não são considerados direitos creditórios não-padronizados:

[...]

II – os precatórios federais e as requisições de pequeno valor expedidas pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou pelos Municípios, desde que ~~cumulativamente atendam aos seguintes requisitos:~~ a cessão ocorra após a expedição de ofício requisitório pela instância jurisdicional competente.

~~a) não apresentem nenhuma impugnação, judicial ou não; e~~

~~b) já tenham sido expedidos e remetidos ao Tribunal Regional Federal competente;~~

~~c) representem, individualmente, por tipo de precatório, no máximo 20% (vinte por cento) do patrimônio da classe.~~

18.6. “Direitos creditórios no exterior” e “direitos creditórios não-padronizados no exterior” (sem correspondência na Minuta)

Uma de nossas sugestões à regra é que FIDC possam investir em direitos creditórios no exterior, de forma análoga aos demais tipos de fundos (exceto FII). Nesse contexto, sugerimos a criação do termo definido “direitos creditórios no exterior” e outro para “direitos creditórios não-padronizados no exterior”.



18.7. “Índice referencial” (art. 2º, caput, inciso XVII)

Sugerimos que o índice referencial não seja uma prerrogativa exclusiva das classes fechadas de cotas.

Ainda que atualmente seja operacionalmente difícil a manutenção de um índice referencial no caso de classe aberta, considerando a perenidade que se pretende com a Norma Editada, é possível que novas tecnologias ainda não conhecidas ou difundidas venham a permitir completo e célere controle em relação aos fluxos do FIDC, sejam fluxos de entrada (como aportes de recursos de cotistas, o pagamento dos direitos creditórios pelos devedores, o recebimento de indenizações pelos cedentes por cessões irregulares ou o recebimento de prêmio de seguro de crédito do qual o FIDC seja beneficiário, entre outros) ou fluxos de saída (como o pagamento de amortizações e/ou resgates a cotistas, o pagamento a cedentes do preço de cessão dos direitos creditórios ou devoluções de indêbitos, entre outros), de modo que seja concebível a estruturação de um FIDC com índice referencial para cotas de classe aberta.

Assim, sugerimos a essa CVM para que o Anexo Normativo II seja idealizado de forma a evitar inibir estruturas que poderiam vir a ser tecnicamente possíveis, considerando não haver prejuízo para o investidor – como parece ser o caso da adoção de índice referencial por classes abertas de cotas de FIDC.

Diante disso, propomos a redação abaixo para o inciso XVII do art. 2º, onde ainda consideramos a possibilidade de a classe não ser dividida em subclasses.

Art. 2º Para os efeitos deste Anexo II, entende-se por:

[...]

XVII – índice referencial: índice quantitativo utilizado para calcular a remuneração de uma subclasse de cotas, de uma classe fechada de cotas ou, nos termos do inciso XXVII, de uma série de cotas seniores;

[...]

18.8. “Lastro” (art. 2º, caput, inciso XX)

A Minuta conferiu ao gestor a atribuição da verificação do lastro dos direitos creditórios, reconhecendo que, de fato, é o gestor quem tem melhores condições de avaliar qual a documentação mais adequada para garantir o sucesso da cobrança de um direito creditório em carteira, considerando que a seleção dos direitos creditórios para compor a carteira de investimento da classe de cotas de FIDC é realizada pelo gestor.



Em complemento, a definição do lastro é realizada na etapa de estruturação do FIDC, a fim de verificar a viabilidade da estrutura já existente ou a ser proposta aos investidores, conforme o caso, sendo que, nos termos do art. 39 do Anexo Normativo II, a estruturação do FIDC é uma prerrogativa do gestor.

Assim, sugerimos que a definição com relação à documentação comprobatória que constitua o lastro do direito creditório recaia exclusivamente sobre o gestor, sem interferência do administrador ou mesmo do custodiante.

Acreditamos que a ausência da concessão dessa prerrogativa ao gestor implicará na não materialização do novo regime de atribuição de funções proposto pela CVM na Minuta, uma vez que sempre haveria ingerência do administrador nos processos decisórios do gestor relacionados à definição do lastro. Se o gestor deverá tomar a decisão de investimento, ele deve ter total controle para decidir o que constitui o lastro dos direitos creditórios a serem adquiridos pelo FIDC, assumindo daí as responsabilidades decorrentes pela correta definição desse requisito à luz do público-alvo, a política de investimento pretendida, os riscos aos quais a classe e o Fundo de Investimento estão sujeitos (conforme propriamente divulgados no regulamento), e demais aspectos relevantes.

Nesse contexto, caberia ao administrador, na sua atividade de fiscalização, certificar-se que o gestor adotou critérios objetivos, verificáveis e adequados com os níveis de risco propostos na política de investimento e na estratégia da carteira para emitir tal juízo.

Essa flexibilidade segue, em nossa visão, o racional proposto ao longo da Minuta e garante a efetividade dos princípios de livre-contratação (em linha com os princípios recepcionados pela LLE), considerando que cumpre ao gestor a estruturação do FIDC, incluindo a aceção de riscos apropriados à estratégia pretendida.

Art. 2º Para os efeitos deste Anexo II, entende-se por:

[...]

XX – lastro (dos direitos creditórios): documentação que ~~o administrador e~~ o gestor **considerem considere** necessária para que ~~possam~~ o FIDC **possa** exercer plenamente as prerrogativas decorrentes da titularidade dos ativos, capaz de comprovar origem, existência e exigibilidade do direito creditório, sem prejuízo das hipóteses de aquisição de direitos creditórios não-performados;

[...]

18.9. “Originador” (art. 2º, *caput*, inciso XXI)



A cessão do direito creditório ao FIDC pode ser realizada em um momento distinto da concessão do crédito subjacente que a ele deu origem. Por essa razão, sugerimos um pequeno ajuste na redação do inciso XXI.

Em adição, sugerimos a inclusão de um parágrafo adicional ao art. 2º, de modo a deixar claro que as entidades que atuem como intermediários na distribuição de títulos e valores mobiliários que sejam os direitos creditórios alvos da carteira do FIDC não serão considerados originadores tão somente por participarem na distribuição. Ressalte-se que essa proposta está em linha com precedentes dessa CVM relacionado a FIDC que se propunha a adquirir direitos creditórios constituídos no contexto de um projeto prioritário, assim enquadrado nos termos da Lei 12.431⁴⁰.

Considerando as necessidades de desenvolvimento de infraestrutura no Brasil, a facilitação para que FIDC possam adquirir debêntures incentivadas se faz extremamente relevante, como ferramenta de incentivo econômico.

Ressalte-se, apesar de os precedentes apontados se referirem à vedação prevista na Instrução CVM 356 que não foi transportada para a redação do Anexo Normativo II, na Minuta, o mesmo racional das decisões do Colegiado⁴¹ nos precedentes apontados pode

⁴⁰ Referimo-nos às decisões do Colegiado da CVM (i) de 19 de novembro de 2013 em relação ao Processo nº RJ-2013-7141 e (ii) de 26 de novembro de 2019 em relação ao Processo nº 19957.009481/2019-66. Ressalte-se que o que se propõe aqui é um amadurecimento em relação à decisão do Colegiado em relação ao Processo nº RJ-2012-7141, em que foi decidido que “[...] (ii) não acatar o pleito referente ao pedido amplo da Administradora de caracterizar a inaplicabilidade do art. 39, § 2º, da Instrução CVM 356/01 em casos de valores mobiliários adquiridos no âmbito de oferta pública; e (iii) considerando as condições específicas do fundo, autorizar a concessão do registro de funcionamento do FIDC”. As decisões futuras relacionadas a casos análogos sempre autorizaram os pedidos de dispensa de requisito normativo relacionado à vedação disposta no art. 39, § 2º, da Instrução CVM 356 no sentido de ser vedado ao “administrador, gestor, custodiante e consultor especializado ou partes a eles relacionadas [...] ceder ou originar, direta ou indiretamente, direitos creditórios aos fundos nos quais atuem”. Em nosso entendimento, o atual entendimento jurisprudencial é suficiente para considerar a extensão genérica do afastamento da condição de “originador” dos intermediários em ofertas públicas ou privadas, primárias ou secundárias.

⁴¹ A esse respeito, destaque-se os itens 19 (parte) e 20 do Memorando nº 27/2019, preparado pela Gerência de Investimentos Estruturados da SIN, que subsidiou a decisão do Colegiado no Processo nº 19957.009481/2019-66: “19. [...] esta área técnica entendeu que, ao estabelecer as regras de vedação à cessão de recebíveis aos FIDC, a ICVM531 não visou restringir o papel de atuação do intermediário de oferta de valores mobiliários em si, mas a atuação de qualquer agente listado em seu art. 39, § 2º, ou partes a eles relacionadas, bem como qualquer interposta pessoa que possua eventuais vínculos com tais participantes, contudo, sempre na condição ativa de prospecção de direitos creditórios em cuja originação tais agentes não raro até se envolvem, com os conflitos emergentes daí decorrentes, o que, entretanto, não foi o caso no precedente apresentado, tampouco é o caso aqui. 20. Assim, a interpretação da SIN é a de que o disposto



ser utilizado para a descaracterização dos intermediários como “originadores” para fins dos limites de concentração da carteira do FIDC, conforme previsto no art. 27, inciso V, alínea “a”, do Anexo Normativo II.

Art. 2º Para os efeitos deste Anexo II, entende-se por:

[...]

XXI – originador: 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, ~~sem limitação, a relação comercial inicialmente feita com o devedor no momento da concessão do crédito, mas não fica a ela limitada~~ os agentes que mantenham relação comercial com o tomador do direito creditório no momento de sua contratação, observado em qualquer caso o disposto no § 2º;

[...]

§ 2º Não se considera originador o representante ou mandatário que atua na distribuição de títulos ou valores mobiliários apenas em função dessa condição, observada a regulamentação expedida pela CVM e pelo Banco Central do Brasil.

18.10. “Registro de direitos creditórios” (art. 2º, *caput*, inciso XXIV)

Sugerimos um pequeno ajuste à definição de “registro de direitos creditórios” de modo a contemplar a regulamentação editada pelo CMN a respeito das entidades registradoras e suas atividades, sobretudo, a Resolução CMN 4.707 e a Resolução CMN 4.734, bem como outras que vierem a ser editadas.

Art. 2º Para os efeitos deste Anexo II, entende-se por:

[...]

XXIV – registro de direitos creditórios: serviço de registro prestado sob o amparo da regulamentação específica do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil;

[...]

no art. 39, § 2º, da Instrução CVM 356 não incide sobre essa situação, e por isso sequer caberia a concessão de dispensa, pois tal vedação não alcança a atuação dos prestadores de serviço que atuem como intermediários de ofertas públicas primárias ou secundárias de direitos creditórios para os FIDC. Defendemos, assim, em qualquer situação, que a vedação do art. 39, § 2º, da I[Instrução] CVM 356, não alcança a atuação do intermediário que seja parte relacionada das pessoas jurídicas listadas no referido dispositivo, desde que o intermediário não adquira os direitos creditórios objeto da oferta para posterior alienação aos FIDC” (sublinhado adicionado).

19. FIDC “Socioambiental” (art. 4º)

Sugerimos que qualquer espécie de Fundo de Investimento possa utilizar o sufixo “Socioambiental”, nos termos previstos na regulamentação da CVM – e somente nesses termos. Dessa forma, sugerimos que quaisquer disposições a respeito do sufixo “Socioambiental” sejam deletadas do Anexo Normativo II e permaneçam apenas na Resolução, sendo aplicáveis a todos os Fundos de Investimento, salvo disposição em contrário na norma específica.

~~Art. 4º Somente a classe de cotas de FIDC que invista preponderantemente em direitos creditórios que gerem benefícios socioambientais pode utilizar o termo “Socioambiental” em sua denominação.~~

~~Parágrafo único. A originação de benefícios socioambientais deve ser verificada a partir de relatório de segunda opinião ou certificação de padrões com metodologias reconhecidas internacionalmente para este fim.~~

~~Art. 5º Somente o FIC-FIDC que invista preponderantemente nas classes de cotas referidas no art. 4º pode utilizar o termo “Socioambiental” em sua denominação.~~

20. Divisão do patrimônio em subclasses de cotas (art. 10)

20.1. Direitos diferenciados para cotistas de cada subclasse (art. 10, caput)

A redação proposta no art. 10 do Anexo Normativo II importa uma lista taxativa de direitos econômicos em relação aos quais todas as subclasses do FIDC poderão se diferenciar. Atualmente, o art. 12 da Instrução CVM 356 traz restrição de diferenciação entre cotas sêniores, em linha com a linguagem proposta na Minuta para os §§ 1º e 2º.

Referida liberdade constante na regra atual permite substancial flexibilidade no contexto da estruturação de FIDC com distintas classes de cotas (ou subclasses, na linguagem proposta pela Minuta) e, conseqüentemente, que sejam acomodadas particularidades aplicáveis no contexto de emissão de classes diferenciadas entre si com relação à ordem de pagamento (*waterfall*).

Nesse contexto, é comum aos FIDC com cotas sênior e múltiplas cotas subordinadas a prerrogativa de votos (ou vetos) distintos entre as classes, justamente com o propósito de salvaguardar interesse desses cotistas preteridos na ordem de pagamento (por exemplo, veto em alterações ao regulamento relacionadas ao índice de subordinação ou remuneração de suas cotas), considerando a situação típica de posição majoritária dos cotistas seniores. Também é comum que o regulamento atribua direitos econômicos específicos a tais cotistas subordinados, haja vista a maior parcela de risco a qual estão expostos.



Além de ser prerrogativa já existente na regulamentação atual, a permissibilidade de regras de governança flexíveis, estabelecidas no âmbito de cada regulamento a critério dos cotistas, parece-nos seguir a linha já proposta por essa CVM no contexto das demais mudanças regulatórias trazidas pela Minuta.

Porém, parece-nos que a Minuta, ao se preocupar com a colocação de cotas junto ao público em geral, acaba por não distinguir adequadamente determinadas liberdades contratuais que deveriam ser garantidas aos investidores qualificados. Mais que isso: a Minuta chega a retirar permissões da Instrução CVM 356 atualmente vigentes e que não têm se mostrado problemáticas para o bom funcionamento da indústria de FIDC.

Em nossa visão, a eliminação dessas permissões causaria grave prejuízo à indústria e diverge das tendências mais modernas do direito contratual pátrio. Cite-se como exemplo a possibilidade de previsão de direitos políticos distintos para cotistas de subclasses distintas e a possibilidade de subscrição de cotas seniores por cedentes que não sejam vedados à aquisição de tais cotas por norma do CMN. Tais restrições impossibilitam diversas estruturas que deveriam ser legítimas, como classes de FIDC contendo subclasse com *skin in the game* do cedente, de modo a garantir o alinhamento de interesses com os cotistas e evitar a seleção adversa na oferta de direitos creditórios para a cessão.

Diante disso, nossa sugestão é no sentido de que possam ser emitidas subclasses com direitos políticos distintos entre si, cabendo aos cotistas definirem quais serão esses direitos, e refleti-los de forma adequada no regulamento (ou no suplemento).

Ainda, em linha com a previsão do art. 19, § 3º, da Instrução CVM 578, sugerimos que, nas classes de cotas destinadas exclusivamente a investidores profissionais, as subclasses possam conferir a seus cotistas direitos econômico-financeiros diferenciados para além dos prazos e condições de aplicação, amortização e resgate, remuneração dos prestadores de serviço e taxas de administração, gestão, performance, entrada e saída.

Essa sugestão é condizente com as demais prerrogativas já existentes para investidores profissionais em outros Fundos de Investimento e entendemos ser uma flexibilidade fundamental para que os FIDC mantenham sua relevância como Fundo de Investimento flexível e capaz de acomodar uma miríade de estruturas de investimento.

Art. 10. A classe de cotas pode contar com subclasses, inexistindo patrimônio segregado entre as subclasses, que podem ser diferenciadas exclusivamente por:

I – prazos e condições de aplicação, amortização e resgate;



II – taxas de administração, gestão, performance, entrada e saída;-e

III – remuneração-;

IV – direitos políticos, nos termos deste Anexo II; e

V – público-alvo.

[...]

§ 1º As cotas seniores **distribuídas ao público em geral** serão emitidas em uma única subclasse, admitindo-se a existência de outras subclasses, que devem ser subordinadas às cotas seniores para fins de amortização ou, no caso de classe aberta, resgate.

[...]

§3º As classes de cotas destinadas exclusivamente a investidores profissionais podem atribuir a uma ou mais subclasses distintos direitos econômico-financeiros além daqueles previstos no **caput** e parágrafos acima.

20.2. Emissão de séries de cotas (art. 10, §§ 1º e 2º)

(a) *Considerações sobre a divisão do patrimônio em múltiplas subclasses seniores (art. 10, § 1º)*

Pela redação do art. 10, § 1º, do Anexo Normativo II, conforme disposta na Minuta, cada classe de cotas poderia ter, no máximo, uma subclasse sênior, admitindo-se a divisão dessa subclasse sênior em séries. Entretanto, pela redação do § 2º do mesmo dispositivo, nota-se que as únicas diferenciações permitidas entre as séries de cotas de subclasse sênior são (i) no índice referencial e (ii) nos prazos para amortização.

Em nossa opinião, essa restrição não se coaduna com o espírito da LLE, no sentido de garantir liberdade de contratar entre as partes – investidores e prestadores de serviços essenciais.

Acreditamos que um dos mais importantes aspectos de diferenciação de subclasses de cotas é a possibilidade de que estas cobrem taxas distintas. Um exemplo em que tal aplicação seria evidente é no caso de subscrição pelo gestor de cota do Fundo de Investimento gerido, como mecanismo de alinhamento de interesses (*skin in the game*). Nesse caso, é comum que as cotas subscritas pelo gestor não paguem taxa de gestão nem taxa de performance ou ao menos tenham o valor da taxa de gestão reduzido, uma vez que o destinatário desses recursos seria o próprio gestor.

Contudo, no caso de manutenção da redação original do art. 10 do Anexo Normativo II, conforme disposta na Minuta, os gestores de FIDC só poderiam utilizar tal mecanismo se subscrevessem cotas subordinadas – o que prejudicaria o propósito de alinhamento



de interesses acima mencionado. Trata-se, pois, de injustificada restrição ao direito de livre-contratação previsto na LLE, pois impede a utilização de um mecanismo benéfico para os cotistas e para o próprio desenvolvimento da indústria.

Dessa forma, sugerimos que possa ser criada mais de uma subclasse sênior quando destinadas a investidores qualificados ou profissionais, podendo ter taxas distintas, remunerações distintas, público-alvo distinto e conceder direitos políticos distintos, desde que uma não se subordine à outra para fins de amortização e resgate.

(b) *Considerações sobre a emissão de séries em cotas de subclasses única e subordinadas (art. 10, §§ 1º e 2º)*

Sugerimos que as cotas de subclasse subordinadas também possam ser emitidas em séries, ao menos quando a classe de cotas for restrita a investidores qualificados.

Adicionalmente, ressalte-se que a emissão em séries é distinta em forma e em propósito⁴² da emissão de nova subclasse. Assim, a faculdade de emissão de séries deveria ser garantida tanto às classes seniores quanto às subordinadas. Mais uma vez, nosso comentário visa a assegurar que o Anexo Normativo II recepcione plenamente o princípio da livre contratação previsto na LLE, assegurando ao gestor definir os termos em captará recursos para consecução da estratégia de investimento e de proteção contra a restrição regulatória injustificada de estruturas inovadoras de FIDC.

Acreditamos que, dessa forma, o FIDC terá mais opções de captação de recursos junto a investidores qualificados que estejam interessados na relação risco-retorno propiciada pela subordinação da cota.

Art. 10. A classe de cotas pode contar com subclasses, inexistindo patrimônio segregado entre as subclasses, que podem ser diferenciadas exclusivamente por:

[...]

§ 1º As cotas seniores **distribuídas ao público em geral** serão emitidas em uma única subclasse, admitindo-se a existência de outras subclasses, que devem ser subordinadas às cotas seniores para fins de amortização ou, no caso de classe aberta, resgate.

⁴² A título de exemplo, cite-se que uma subclasse pode prever a cobrança de taxas distintas em relação a outra subclasse, de modo a separar investidores por sua natureza. A divisão em séries, por sua vez, está muito mais relacionada com o momento de emissão da cota e as condições de mercado então vigentes, sendo útil para permitir captações em diferentes momentos para investidores da mesma natureza.



§ 2º As cotas **seniores** de classe fechada podem ser emitidas em séries com índices referenciais diferentes e prazos diferenciados para amortização, mantidos inalterados os demais direitos e obrigações.

21. Distribuição de cotas de FIDC (arts. 13 a 16)

21.1. Distribuição de cotas ao cedente (art. 13)

Entendemos que a vedação atualmente imposta pelo inciso III do art. 2º da Resolução CVM 2.907⁴³ apenas atinge instituições financeiras e sociedades de arrendamento mercantil. Tais entidades são sujeitas à regulamentação do Sistema Financeiro Nacional, que tem forte preocupação com riscos de liquidez e com o risco sistêmico associado às operações financeiras.

Acreditamos que a extensão dessa restrição a todo tipo de entidade que ceda direitos creditórios ao FIDC não traria benefícios à indústria de Fundos de Investimento e vedaria diversas estruturas, representando, portanto, forte restrição à livre iniciativa: afinal, se desejar, o cedente ou um terceiro deveria estar autorizado a participar da estrutura suportando os primeiros impactos do inadimplemento da carteira de direitos creditórios (*first loss*), por meio da titularidade de cotas subordinadas para fins do pagamento de amortização e resgate, isto é, participar tanto na posição menos agressiva da relação risco-retorno quanto na posição mais agressiva, cabendo aos agentes de mercado avaliarem a conveniência da estrutura em cada caso concreto.

Além disso, forçar a aplicação do cedente apenas em cotas subordinadas “júnior” implica limitar estruturas de coinvestimento (*skin in the game*) pelo cedente aos FIDC que necessariamente adotem ordem de pagamento (e remuneração limitada) aos demais cotistas, restringindo substancialmente estruturação de FIDC com participações equânimes entre os cotistas.

Em determinadas estruturas, por exemplo, pode ser de interesse comum aos cotistas que o cedente participe como cotista de cota de classe sem subdivisão, se sujeitando aos mesmos direitos políticos e econômicos atribuíveis aos demais cotistas, em benefício de alinhamento de interesses de todas essas partes.

⁴³ Na íntegra: “Art. 2º Nas operações de cessão de créditos realizadas entre instituições financeiras e sociedades de arrendamento mercantis e FIDC: [...] III – fica vedada a aquisição de quotas do fundo pela instituição cedente, por seu controlador, por sociedades por ele(a) direta ou indiretamente controladas e por coligadas ou outras sociedades sob controle comum, exceto quando se tratar de quotas cuja classe se subordine às demais para efeito de resgate [...]”.



Dessa forma, sugerimos que a previsão disposta no art. 13 do Anexo Normativo II fique restrita às instituições financeiras e às sociedades de arrendamento mercantil, como já prescrito atualmente pela Instrução CVM 356.

Art. 13. É vedado distribuir cotas do FIDC junto a cedentes de direitos creditórios **quando estes forem instituições financeiras ou sociedades de arrendamento mercantil**, exceto quando se tratar de cotas que se subordinem a todas as demais para efeito de amortização e resgate.

Caso essa CVM entenda ser importante a manutenção da restrição prevista na Minuta, no art. 13 do Anexo Normativo II, em relação a cedentes que não estejam sujeitos à regulamentação e supervisão do CMN e do BCB, sugerimos que uma das duas alternativas descritas abaixo seja adotada:

- (i) que aos cedentes de direitos creditórios também seja permitido subscrever cotas quando a classe não for dividida em subclasses⁴⁴; ou
- (ii) que a restrição proposta na redação original do art. 13 seja limitada às classes de cotas destinadas ao público geral⁴⁵, uma vez que os investidores mais sofisticados têm capacidade para avaliar as condições de risco e retorno do negócio e decidir pela aquisição ou não das cotas, devendo a regulação apenas garantir que ele receba informações adequadas para a tomada da decisão de investimento.

21.2. Distribuição de cotas junto ao público em geral (arts. 14 a 16)

- (a) *Considerações sobre a instituição de subclasses ou de múltiplas classes com públicos-alvo distintos (art. 14, inciso I)*

Em relação ao inciso I do art. 14, lembramos que um mesmo FIDC poderá haver diversas classes de cotas, sendo algumas destinadas ao público em geral e outras a investidores mais sofisticados. Ainda, uma mesma classe de cotas poderia ter subclasses destinadas exclusivamente a cotistas de níveis diferenciados de sofisticação. Por essas razões, entendemos que o inciso I do art. 14 deveria se referir exclusivamente às cotas colocadas

⁴⁴ Subsistindo, nesse caso, a limitação para que só possam subscrever cotas subordinadas os cedentes que forem instituições financeiras ou sociedades de arrendamento mercantil, por força da Resolução CVMN 2.907.

⁴⁵ Subsistindo, também nesse caso, a limitação para que só possam subscrever cotas subordinadas os cedentes que forem instituições financeiras ou sociedades de arrendamento mercantil, por força da Resolução CVMN 2.907, mesmo nas classes que sejam restritas a investidores qualificados ou nas que sejam restritas a investidores profissionais.



junto aos investidores em geral, podendo outras classes ou subclasses de cotas de colocação restrita serem mais flexíveis no cronograma de amortização das cotas.

(b) *Considerações sobre a subscrição de cotas de classe subordinada (art. 14, inciso II)*

Sugerimos que, para fins de subscrição por investidores não-qualificados, seja permitida, além da subscrição de cotas seniores, a subscrição de cotas subordinadas, desde que tais cotas não sejam aquelas que absorvam as primeiras inadimplências da carteira (*first loss*). Em outras palavras, propomos que a cota destinada ao investidor não-qualificado possa ser de subclasse subordinada, desde que sua subordinação seja mais sênior em relação a alguma outra subclasse subordinada (como, por exemplo, as cotas subordinadas mezanino).

(c) *Considerações sobre a retenção substancial dos riscos e benefícios associados aos direitos creditórios objeto cedidos (art. 14, inciso III)*

Com relação ao inciso III do art. 14, entendemos que a vedação à possibilidade de cessão de direitos creditórios sem retenção substancial de riscos e benefícios às classes de FIDC que admitam colocação de cotas junto a investidores em geral representaria um desincentivo muito grande à estruturação de FIDC para captação de recursos junto ao público em geral e, portanto, poderia frustrar a eficácia do intento dessa CVM em permitir a tais investidores a aquisição de cotas de FIDC.

Um importante incentivo para que grandes empresas cedam aos FIDC seus direitos creditórios decorrentes de suas operações comerciais, industriais ou outras é justamente a possibilidade de tratamento dessa operação como uma venda final e definitiva (comumente referido como "*true sale*"), com conseqüente baixa contábil do conjunto de ativos e passivos representado pelos valores a pagar e a receber decorrente das relações cujos direitos creditórios seriam cedidos ao FIDC.

A título exemplificativo, o Pronunciamento CPC 48 prevê especificamente que a transferência substancial de riscos e benefícios é elemento essencial para caracterizar a baixa contábil.

Essa não-retenção substancial dos riscos e benefícios associados aos direitos creditórios cedidos é, em geral, condição *sine qua non* do interesse econômico na operação de cessão, pois a securitização é uma maneira de a empresa cedente se desalavancar e conseguir melhores taxas em financiamentos junto a instituições financeiras e na emissão de títulos de dívida. Por esse efeito sistemático, vê-se que esse instrumento é uma das mais importantes ferramentas de crédito disponível no país.



Ainda, note-se que os direitos creditórios cedidos podem ter uma qualidade melhor ou pior de crédito que a própria cedente. É naturalmente esperado que a remuneração exigida pelos cotistas seja inversamente proporcional à classificação de risco de crédito das cotas. Nesse sentido, relembramos que a Minuta propõe a obrigatoriedade de que todas as cotas colocadas junto a investidores em geral contarem com classificação de risco de crédito por agência classificadora registrada junto a essa CVM.

Ainda, deve-se ter em mente que o cedente ou um terceiro teriam outros mecanismos de “garantir” os cotistas do FIDC sem a coobrigação ou mecanismo similar, como a subscrição de cotas de uma subclasse subordinada da mesma classe.

Por outro lado, caso a entidade que retenha os riscos não seja o cedente, algum terceiro deverá concordar em assumir tais riscos, o que encareceria o produto ao incluir um participante adicional na estrutura, em prejuízo para os investidores.

Desde que os riscos inerentes a operações de cessão de direitos creditórios sem coobrigação ou outra forma de retenção significativa dos riscos e benefícios associados aos direitos creditórios cedidos estejam claramente divulgados aos investidores efetivos e potenciais, não deveria haver uma restrição para a aquisição de tais direitos creditórios pelo FIDC, independentemente do público-alvo das cotas.

Sob tal perspectiva, somos da opinião de que a regulação deveria se preocupar, no oferecimento a produtos a clientes de varejo, que tais investidores tenham acesso a produtos que sejam seguros e de qualidade. No caso dos FIDC, isso significa que a classificação de risco de crédito, as características do crédito e do devedor e a regularidade do processo de cessão e guarda dos documentos comprobatórios do lastro deveriam ser suficientes para garantir aos investidores segurança e qualidade no crédito ofertado. A partir dessas premissas, um adequado regime de divulgação de informações lhes empoderaria para tomar decisões de investimento e desinvestimento que selecionem os melhores FIDC com base nas estratégias de investimento.

Some-se a isso o fato de que, uma vez que os cotistas terão sua responsabilidade limitada ao valor das cotas integralizadas, o público alvo do FIDC não deveria determinar essa exigência de retenção de parcela significativa dos riscos e benefícios dos direitos creditórios cedidos pelo cedente ou por terceiro.

Como já mencionado acima, compete ao gestor, no contexto da estruturação do FIDC, a avaliação desses elementos e definição de requisitos para que a estrutura acomode de forma apropriada os riscos associados a um potencial inadimplemento dos direitos creditórios – incluindo, sem limitação, garantias e outros instrumentos de maneira a cobrir o inadimplemento esperado, como já ocorre no contexto da estruturação de outros



produtos de crédito privado - sempre em observância ao dever de transparência e responsabilização (*accountability*) do gestor.

Assim, por entender que a limitação proposta na Minuta, no inciso III do art. 14 do Anexo Normativo II, tem potencial restritivo muito grande em relação à atratividade para que participantes do mercado de capitais e agentes econômicos realizem securitização de créditos via FIDC sem, por outro lado, oferecer proteções aos investidores em contrapartida, sugerimos que não seja adotada a limitação proposta. Dessa forma, acreditamos que, de um lado, serão minimizados desincentivos para a estruturação de FIDC com classes de cotas destinadas à colocação junto ao público geral e, de outro, os investidores de varejo não serão privados do investimento em boas estruturas de securitização.

(d) *Considerações sobre a taxa de administração (art. 14, inciso VII)*

Acreditamos que os Fundos de Investimento devem ter liberdade para cobrar taxas sobre bases de cálculo diversas do patrimônio líquido da classe, independentemente do público-alvo. Também em linha com a liberdade contratual apresentada pela LLE – que acreditamos que deva ser aproveitada pela indústria como um todo, somos da opinião de que gestores e investidores deveriam ter liberdade para contratar e estabelecer no regulamento de um FIDC – ou qualquer Fundo de Investimento – as condições para cálculo e cobrança das taxas de administração, gestão, performance ou quaisquer outras, considerando as características específicas de cada classe de cotas – especialmente, aquelas destinadas exclusivamente a investidores qualificados.

Ainda, entendemos que essa liberdade deveria ser aplicável, sobretudo, a Fundos de Investimento que não sejam FIF ou ETF, pois, pela natureza de suas operações, a taxa de administração poderá ser cobrada em formas mais criativas (*e.g.*, um percentual de cada direito creditório liquidado no período de referência).

Referida medida permitirá a pactuação de taxas que gerem maior alinhamento de interesses entre investidores e prestadores de serviço, bastando, para tanto, que o regulamento disponha claramente sobre os critérios de cálculo, cobrança e pagamento das referidas taxas, assegurando transparência aos investidores.

Por essa razão, sugerimos a deleção completa do inciso VII do art. 14 do Anexo Normativo II para que o tema seja regulado de forma consistente para todos os Fundos de Investimento, por meio da Resolução.

(e) *Considerações sobre requisitos mínimos da política investimentos (art. 14, inciso V, e art. 15)*



Em relação ao inciso V do art. 14, sugerimos que todas as regras relacionadas à política de investimentos sejam consolidadas no art. 15, discutido a seguir.

Dito isso, nossas duas sugestões dizem respeito à possibilidade de aquisição de direitos creditórios não-performados e à possibilidade de aquisição de ativos destinados exclusivamente a investidores qualificados ou profissionais.

Nos termos da redação da Minuta, os FIDC poderiam adquirir títulos de renda fixa cuja dívida em relação às pessoas jurídicas emissoras seja tão somente quirografária, não estando atrelada a qualquer atividade passada da companhia – muito pelo contrário: em geral, numa emissão de dívida no mercado de capitais, as empresas captam recursos para o desenvolvimento de novos projetos e, depois, remuneram os investidores com parte dos frutos do projeto, se bem-sucedido. O mesmo racional seria aplicável aos direitos creditórios não-performados, cuja aquisição é vedada pela Minuta.

Sugerimos que, desde que os riscos inerentes a operações de cessão de créditos não-performados estejam claramente divulgados aos investidores efetivos e potenciais, a aquisição de tais direitos creditórios pelo FIDC se sujeite a regra análoga à prevista para os FIF atualmente na Instrução CVM 555.

Nesse sentido, se propõe que dentro do limite de até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido da carteira da classe cujas cotas sejam colocadas junto ao público geral que poderiam ser alocados em ativos financeiros destinados exclusivamente a investidores qualificados⁴⁶, até 5% (cinco por cento) possa ser alocado em ativos financeiros destinados exclusivamente a investidores profissionais.

Sugerimos que o limite de 5% (cinco por cento) também possa ser utilizado para o investimento em outros ativos não permitidos pelo texto da Minuta. Por exemplo, com a extinção do conceito de "FIC-FIDC"⁴⁷ e a autorização para que FIDC adquiram cotas de outros FIDC, sugerimos que, quando as cotas forem colocadas junto ao público em geral, a subscrição seja feita em sua maioria por meio de cotas seniores, autorizada a aquisição de até 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido em cotas subordinadas.

Essa sugestão decorre da premissa que, na medida que investidores já poderão estar expostos a riscos desses ativos mais restritos no âmbito de investimento em Fundos de Investimento de categorias diversas (exemplo, aquisição por um FIF "Multimercado" de cotas de FIDC-NP até os limites trazidos na Minuta), não faria sentido adotar limites mais

⁴⁶ Conforme previsto atualmente no inciso I do art. 15 do Anexo Normativo II.

⁴⁷ Conforme nosso comentário no item 29.1 desta Manifestação.



restritivos no contexto da categoria de Fundo de Investimento mais focada nesse perfil de ativos.

Ressaltamos que as alterações indicadas nos dois parágrafos acima exigem diversas mudanças por todo o Anexo Normativo II, sempre que houver referência à vedação de aquisição de determinados ativos, seria adicionada a expressão "*acima de 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido da classe*"⁴⁸.

Art. 14. A distribuição de cotas de FIDC junto ao público em geral requer o cumprimento, cumulativo, dos seguintes requisitos:

I – o regulamento estipule um cronograma para amortização de cotas ou distribuição de rendimentos aos cotistas;

II – não sejam disponibilizadas ao público em geral apenas cotas seniores de subclasse que se subordine a todas as demais para fins de pagamento de amortização e/ou resgate, salvo por cotas de classe que não seja dividida em subclasses;

~~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;~~

~~IV III~~ – caso se trate de classe aberta, o prazo total entre o pedido de resgate e seu pagamento não pode ser superior a 180 (cento e oitenta) dias; e

IV – a política de investimento não admita a aplicação em:

a) direitos creditórios que sejam originados por contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e serviços para entrega ou prestação futura; e

b) direitos creditórios originados ou cedidos pelo administrador, gestor, consultoria especializada, custodiante, entidade registradora dos direitos creditórios e partes relacionadas; e

~~c) ativos financeiros que não possam ser adquiridos pelo público em geral;~~

V – a política de investimento restrinja a alocação de recursos em ativos financeiros de liquidez compatível com as necessidades do fundo ou com eventual necessidade de devolução do capital subscrito aos cotistas, em caso de descontinuidade do processo de distribuição de derivativos, desde que as operações sejam contratadas exclusivamente para efeitos de proteção da carteira (**hedge**).

~~VII – a taxa de administração seja fixa e expressa em percentual anual do patrimônio líquido (base 252 dias).~~

Art. 15. ~~A distribuição de~~ O investimento por classes de FIDC investimento em distribuídas junto ao público em geral em cotas de FIDC requer, sem prejuízo do disposto no CAPÍTULO IX, que a política de investimentos:

⁴⁸ Cite-se, por exemplo, o art. 18 do Anexo Normativo II.

I – limite em até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido da classe de cotas as aplicações ~~do fundo~~ em cotas de FIDC e ativos financeiros exclusivamente destinados a investidores qualificados; e

II – ~~não admita~~ admita, dentro do limite de que trata o inciso I, até 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido da classe de cotas as aplicações no seguinte conjunto de ativos:

- a) ~~em~~ cotas subordinadas de FIDC;
- b) cotas de FIDC destinados exclusivamente a investidores profissionais; e
- c) ativos financeiros exclusivamente destinados a investidores profissionais; e
- d) direitos creditórios não-padronizados; e
- e) cotas de classe de FIDC que admita o investimento nos ativos listados nas alíneas “a” a “d” acima em montante superior a 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido;

22. Alocação da carteira em direitos creditórios não-padronizados (art. 18)

Entendemos que o originador deveria fazer jus à mesma autorização que o cedente para subscrição de cotas de subclasse subordinada em classes de FIDC que admitam a aquisição de direitos creditórios não-padronizados, por isso sugerimos a inclusão da locução “e/ou pelo originador” ao final do art. 18 do Anexo Normativo II.

Ainda, como estamos sugerindo a possibilidade de investimento em direitos creditórios não padronizados por classes de cotas destinadas a investidores em geral até o limite de 5% (cinco por cento) do patrimônio da classe, e a investidores qualificados até o limite de 10% (dez por cento) do patrimônio da classe, referentes aos limites de concentração previstos no CAPÍTULO IX do Anexo Normativo II, conforme exposto abaixo.

Art. 18. As classes de cotas de FIDC cujo regulamento admita a aquisição de direitos creditórios não-padronizados ~~são de subscrição exclusiva de investidores profissionais, ressalvada~~ poderão admitir a hipótese de subscrição de cotas subordinadas pelo cedente e/ou pelo originador, ainda que este ou aquele, conforme o caso, não esteja enquadrado ao público-alvo da classe.

23. Amortização e resgate de cotas (arts. 20 a 22)

23.1. Amortização e resgate de cotas de subclasse subordinada (art. 20)

(a) *Considerações sobre a amortização de cotas de classe aberta (art. 20, caput)*

Sugerimos deixar expresso no *caput* do art. 20 a possibilidade de amortização de cotas de classes abertas de FIDC. Ressalte-se que essa mecânica já é permitida na legislação



em vigor, conforme art. 38 da Instrução CVM 555, a qualquer Fundo de Investimento (e não apenas aos FIDC).

(b) *Considerações sobre o resgate de cotas subordinadas (art. 20, parágrafo único)*

Acreditamos que a previsão constante no parágrafo único do art. 20 do Anexo Normativo II, conforme o texto da Minuta, seria mais bem descrita como um parágrafo do art. 22. Dessa forma, entendemos que se evitaria a interpretação de que as cotas subordinadas não poderiam ser resgatadas em direitos creditórios quando a classe de cotas for fechada.

Adicionalmente, entendemos que a hipótese de resgate de cotas subordinadas antes das cotas seniores atualmente prevista no art. 18-A da Instrução CVM 356 é importante para a indústria de FIDC, uma vez que permite uma flexibilidade adicional de liquidez para os cotistas que necessitem, sem comprometer a posição dos cotistas seniores, uma vez que os cotistas subordinados somente poderiam resgatar suas cotas à medida que não houver oposição dos cotistas seniores, nos termos descritos no parágrafo abaixo.

Isso porque, conforme previsto no art. 18-A da Instrução CVM 356, uma vez solicitado o resgate de cotas subordinadas, o administrador deve comunicar o valor e a quantidade das cotas cujo resgate se almeje, em até três dias úteis da solicitação, aos titulares de cotas seniores em circulação. A previsão normativa dessa comunicação visa a permitir que os cotistas seniores resgatem suas cotas antes de transcorrido o prazo para resgate das cotas subordinadas, garantindo-se assim a preferência das cotas seniores em relação às subordinadas.

Ressalte-se que o as cotas subordinadas continuariam a não poder ser amortizadas antes das cotas seniores, em qualquer hipótese.

Portanto, apesar de não constar da Minuta, sugerimos a reinserção do mecanismo de resgate acima descrito no Anexo Normativo II, na Norma Editada, recepcionando um instituto já praticado no mercado e cuja liberdade de continuar a ser utilizado não deveria ser tolhida na atualização do marco regulatório dos Fundos de Investimento, em linha com a liberdade contratual apresentada pela LLE.

Art. 20. ~~É~~ São admitidos o resgate e a amortização de cotas subordinadas da classe aberta, de acordo com regras e procedimentos disciplinados no regulamento, desde que não comprometa o índice de subordinação.

~~Parágrafo único.~~ Admite-se que cotas subordinadas sejam resgatadas em direitos creditórios.

Art. 22. Admite-se o resgate ou a amortização de cotas seniores em direitos creditórios ~~exclusivamente~~ e/ou ativos financeiros:

[...]

§ 1º Admite-se que cotas subordinadas sejam resgatadas em direitos creditórios, devendo o regulamento estabelecer procedimentos para a efetivação de tal resgate de forma detalhada e precisa.

§ 2º Nas classes destinadas exclusivamente a investidores qualificados, as cotas subordinadas das classes abertas poderão ser resgatadas antes do resgate das cotas seniores, depois de transcorrido um prazo mínimo de 60 (sessenta) dias contado do pedido de resgate, observado o disposto no regulamento.

§ 3º Na hipótese prevista no § 2º acima, o administrador deverá, no máximo, até o 3º (terceiro) dia útil após o recebimento do pedido de resgate, comunicar aos titulares das cotas seniores em circulação a solicitação do resgate, o valor e a data de sua realização, nos termos do regulamento.

§ 4º Os titulares das cotas seniores em circulação, a partir da comunicação referida no § 3º, poderão requerer o resgate de suas cotas seniores, sempre observados os termos, as condições e os procedimentos definidos no regulamento.

23.2. Amortização e resgate de cotas de subclasse sênior (arts. 20, parágrafo único, e 22)

Em linha com o princípio da liberdade contratual, recepcionado pela LLE, sugerimos o pagamento de amortizações e resgates de cotas de subclasse sênior possa ser realizada em direitos creditórios em qualquer situação, desde que expressamente previsto nos regulamentos, ou seja, independentemente da liquidação antecipada do FIDC. Considerando o tipo de direitos creditórios e a sofisticação e o apetite dos investidores para risco, tal pagamento poderá ser funcional, se permitido. Nossa sugestão visa a assegurar liberdade aos participantes, desde que observada a transparência de informações, na adequação dos produtos ao perfil dos investidores, e na supervisão e responsabilização (*accountability*) dos prestadores de serviços.

Com relação às hipóteses em que se admitiria o resgate de cotas seniores em direitos creditórios ou ativos financeiros, sugerimos que a hipótese de exercício do direito de dissidência previsto no art. 34 do Anexo Normativo II também seja contemplada.

Art. 22. Admite-se o resgate ou a amortização de cotas seniores em direitos creditórios ~~exclusivamente~~ e/ou ativos financeiros:

I – ~~no âmbito da liquidação~~, desde que expressamente previsto no regulamento ~~ou~~;

II – por deliberação da assembleia de cotistas, nos termos do art. 109, § 1º, inciso II, da Resolução ~~;~~ ou

III – pelo exercício do direito de dissidência, nos termos do art. 34 deste Anexo II.

24. Regulamento (art. 26)



Sugerimos que a redação do art. 26 do Anexo Normativo II à Resolução contemple as edições indicadas, para refletir (i) a sugestão de que o regulamento de qualquer espécie ou categoria de Fundo de Investimento possa prever livremente os termos e condições nos quais poderão ser emitidas novas cotas (e não apenas o regulamento dos FIDC), e (ii) que seja conferido ao gestor a prerrogativa (mas nunca a obrigação) de delegar as responsabilidades relacionadas à verificação dos documentos que constituem lastro dos direitos de crédito a um custodiante registrado perante a CVM.

Art. 26. Em acréscimo às matérias dispostas no art. 44, § 1º, da Resolução e em outros dispositivos deste Anexo II, o regulamento do FIDC deve dispor sobre:

[...]

VI – diferenciação entre as séries de cotas **seniores**, se for o caso, nos termos do art. 10, § 2º, deste Anexo II;

VII – autorização para que o gestor **ou, se aplicável, o custodiante ou a consultoria especializada**, faça a verificação do lastro por amostragem, se for o caso, com especificação dos parâmetros relativos à diversificação de devedores, quantidade e valor médio dos créditos, a serem observados para esse fim;

[...]

IX – eventos que obrigam o administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, a conjuntamente iniciar a liquidação antecipada da classe; e

~~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.~~

~~X – se for o caso, delegação da atribuição de verificar o lastro dos direitos creditórios cedidos, para o custodiante ou para a consultoria especializada, nos termos previstos no § 10 do art. 39 deste Anexo II.~~

[...]

~~§ 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 direito de preferência aos atuais cotistas.~~

Sugerimos que (i) a redação do inciso X do art. 26, *caput*, do Anexo Normativo II da Resolução conceda ao gestor – e não ao administrador – o poder de deliberar a emissão de novas cotas e (ii) a redação do § 2º do art. 26 do Anexo Normativo II da Resolução não limite tal poder a qualquer quantidade ou valor. Mais uma vez, nossa sugestão visa a assegurar liberdade aos participantes em linha com a LLE, desde que observada a transparência de informações, na adequação dos produtos ao perfil dos investidores, e na supervisão e responsabilização (*accountability*) dos prestadores de serviços.



25. Assembleia de cotistas (art. 33)

25.1. Direitos políticos (art. 33)

Considerando a primazia da liberdade contratual que norteia a maior parte dos comentários apresentados a essa CVM, em linha com a LLE, sugerimos que, assim como atualmente autorizado pelo art. 29, § 4º, da Instrução CVM 356, as classes de FIDC cujas cotas sejam restritas a investidores qualificados possam estar divididas em subclasses que confirmam a seus cotistas direitos políticos distintos, conforme estabelecido no regulamento – ou seja, desde que observada a transparência de informações aos potenciais investidores – e que observada a adequação dos produtos ao perfil desses investidores.

Essa é uma prática bastante comum na indústria, ou seja, é bastante comum que cotistas sênior e cotistas subordinados tenham condições distintas em relação aos respectivos direitos políticos – especialmente em situações em que novas cotas subordinadas possam ser emitidas para fazer frente a despesas e encargos extraordinários do FIDC, hipótese em que a parcela do patrimônio representada pelas cotas subordinadas pode se tornar bastante relevante.

Art. 33. As subclasses de cotas seniores e subordinadas destinadas ao público em geral possuem **terão** 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.

§ 1º Em relação às classes destinadas exclusivamente a investidores qualificados, o regulamento pode estabelecer regras distintas sobre o exercício do direito de voto na assembleia geral de cotistas e na assembleia especial de cotistas em relação a cada subclasse.

25.2. Instituição de conselhos consultivos com competência delegada (sem correspondência na Minuta)

Mais uma vez, pleiteamos a primazia da liberdade contratual entre gestores e investidores, com dever de transparência e responsabilização dos gestores, quando da estruturação e do lançamento ao mercado de cada FIDC, para, em linha com precedente recente autorizado pelo Colegiado dessa CVM⁴⁹, sugerir que o Anexo Normativo II admita que gestores e investidores possam negociar e estabelecer via regulamento conselhos

⁴⁹ Referimo-nos ao Processo nº 19957.005558/2020-62.



consultivos com competência para aprovar matérias que seriam entendidas como privativas da assembleia de cotistas.

O conselho aventado no parágrafo acima se espelha na figura dos LPAC⁵⁰, cuja presença é marcante em estruturas de investimento no exterior, especialmente na encontrados em fundos de *private equity offshore*. Os LPAC são o equivalente a comitês ou conselhos internos de cada fundo de investimento, cuja função primordial é de aconselhamento ao gestor em situações específicas, conforme atribuições que lhes sejam outorgadas pelo regulamento dos fundos aos quais estejam vinculados. Contudo, é muito comum que os LPAC sejam convertidos em órgãos deliberativos em situações específicas previstas no regulamento, tais como situações cuja complexidade demandaria o investimento de significativos esforço, tempo e recursos por parte dos investidores para que pudessem estar em condições de avaliar individualmente a situação.

Uma vantagem evidente desse tipo de governança é que qualquer matéria ou situação cuja complexidade demandaria o investimento de significativos esforço, tempo e recursos por parte dos investidores para votar de forma adequadamente informada e ponderada na assembleia pode ser transferida a uma pessoa que seja de confiança dos investidores, especialmente designada para analisar tal complexidade e deliberar por eles⁵¹.

⁵⁰ Conforme [diretrizes](#) da BVCA, e o guia de [Princípios](#) da ILPA.

⁵¹ Nesse sentido, ver opinião da SEC sobre a governança de fundos: *"Our recommendations concerning the role of directors are premised on two beliefs. First, we believe that the investment company governance system works best when the functions required of independent directors are performed by individuals who are truly independent. Measures that enhance the independence of independent directors, if they can be undertaken without undue expense, are consequently desirable. Second, we believe that independent directors perform best when required to exercise their judgment in conflict of interest situations -- for example, when they review advisory contracts under sections 15(c) and 36(b) or review the use of affiliated brokers under rule 17e-1. We believe that independent directors are unnecessarily burdened, however, when required to make determinations that call for a high level of involvement in day-to-day activities. Rules that impose specific duties and responsibilities on the independent directors should not require them to "micro-manage" operational matters. To the extent possible, operational matters that do not present a conflict between the interests of advisers and the investment companies they advise should be handled primarily or exclusively by the investment adviser. Similarly, information gathering should be left to the adviser, the investment company's auditor, counsel, or outside consultants, as appropriate under the circumstances. Finally, in order to allow directors to devote their time and attention to truly important matters, we believe that provisions that require directors to conduct reviews and detailed make findings that involve more ritual than substance should be eliminated"* (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation. Washington (D.C., EUA): Division of Investment Management of the US Securities and Exchange Commission, May 1992. p. 266).



Assim, a instituição dos conselhos consultivos que aqui se propõe teria o condão de resolver a paralisia provocada pelo absenteísmo dos cotistas, que é muito frequente em estruturas de investimento com grande dispersão na propriedade das cotas⁵².

Diante disso, esses conselhos consultivos seriam ainda mais relevantes nas classes de cotas que forem destinadas aos investidores em geral, uma vez que tais investidores são aqueles que teriam menor capacidade técnica de compreensão de matérias complexas que eventualmente viriam a ser submetidas à assembleia de cotistas, por isso sugerimos que sua adoção não seja limitada a classes restritas.

Ademais, sugerimos que os membros do conselho consultivo aqui tratado deveriam poder fazer jus a uma remuneração compatível com termos de mercado, a fim de gerar o melhor alinhamento de interesses e assegurar que os Fundos de Investimento possam selecionar profissionais competentes para que possam atuar no melhor interesse do FIDC.

Em resumo: sugerimos que possa ser instituído, via regulamento, um conselho consultivo, a ser composto por membros indicados pelos cotistas e/ou membros independentes, com competência para deliberar quaisquer matérias aplicáveis à assembleia especial de cotistas – dispensando-se, pois, sua convocação para tal classe – ou outras que o regulamento designar, no quórum que o regulamento designar, podendo os membros desse conselho serem remunerados às expensas do Fundo de Investimento.

Art. 33. As subclasses de cotas **seniores e subordinadas destinadas ao público em geral possuem** **terão** 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.

[...]

⁵² A esse respeito, ressalte-se que tem havido, desde 2019, um forte aumento da quantidade de Fundos de Investimento fechados e, por vezes, com carteira composta majoritariamente por ativos ilíquidos, que têm suas cotas admitidas à negociação em mercado de bolsa. FIP e FII que se seguiram esse caminho nos últimos dois anos alcançaram a marca de milhares de cotistas. Nesse cenário, é extremamente desafiador a aprovação de qualquer matéria em assembleia que exija quórum qualificado e, por vezes, os gestores se encontram em situação de paralisia, pelo fato de que matérias submetidas à aprovação da assembleia geral não encontram quórum suficiente de aprovação – ainda que não tenham sido reprovadas pelos investidores, o nível de ausência ou abstenções impede a aprovação de referidas matérias.



§ 2º As matérias indicadas no **caput** poderão ser delegadas a conselho consultivo constituído por iniciativa dos cotistas, na forma do art. 83, desde que:

I – o regulamento descreva, de forma clara:

- a) a composição e eleição do conselho, inclusive o mecanismo por meio do qual se dará a oportunidade aos cotistas de indicar seus representantes e eventuais destituições ao longo do tempo e as medidas a serem adotadas com vistas a incentivar ou facilitar a participação dos cotistas na deliberação; e
- b) que a destituição dos membros do conselho ocorrerá mediante a aprovação de cotistas que representem o mesmo quórum previsto para a sua eleição;

II – caso haja membro do comitê que seja pessoa jurídica, essa deve criar centro(s) de imputação de responsabilidade a seus administradores, indicando pessoa natural responsável, observado o disposto na regulamentação aplicável aos administradores de carteira.

§ 3º O conselho de que trata o **caput** pode ser remunerado às expensas do fundo, em montantes compatíveis com parâmetros de mercado.

26. Atribuições dos prestação de serviços (arts. 36 a 42)

26.1. Contratação de prestadores de serviço pelo administrador (art. 36, *caput*)

(a) *Considerações sobre o registro de direitos creditórios (art. 36, *caput*, inciso I)*

Inicialmente, esclarecemos que o art. 26 da Lei 12.810 determina que a constituição de ônus e gravames sobre ativos financeiros e valores mobiliários, inclusive para fins de publicidade e eficácia perante terceiros, “*será realizada, exclusivamente, nas entidades registradoras ou nos depositários centrais em que os ativos financeiros e valores mobiliários estejam registrados ou depositados, independentemente da natureza do negócio jurídico a que digam respeito*”.

Contudo, o mesmo art. 26 da Lei 12.810 prevê em seu § 4º que “*competete ao Banco Central do Brasil e à Comissão de Valores Mobiliários, no âmbito de suas competências, estabelecer as condições para a constituição de gravames e ônus prevista neste artigo pelas entidades registradoras ou pelos depositários centrais, inclusive no que concerne ao acesso à informação*” [sublinhados adicionados].

Ou seja: a Lei 12.810 atribuiu especificamente ao BCB e à CVM a competência para a regulamentação das condições necessárias para a constituição de ônus e gravames sobre ativos financeiros e valores mobiliários, na esfera das suas respectivas competências – e sobre nenhum outro tipo de ativo.

A esse respeito, ressaltamos ainda o fato de que o art. 26 da Lei 12.810 é uma norma de eficácia limitada, visto que o legislador deixou a cargo do BCB e da CVM a tarefa de



editarem a regulamentação relativa à constituição de tais ônus e gravames pelas entidades registradoras. A esse respeito, ensina a doutrina que as normas de eficácia limitada ou reduzida “*são as normas que não produzem, logo ao serem promulgadas, todos os seus efeitos essenciais, porque não se estabeleceu, sobre a matéria, uma normatividade para isso suficiente, deixando total ou parcialmente essa tarefa ao legislador ordinário*”⁵³ – ou, no caso em tela, do regulador, isto é, BCB e CVM.

Porém, atualmente, há um rol limitado de ativos, incluindo duplicatas escriturais e ativos financeiros e recebíveis originados de transações com instrumento de pagamento pós-pago, no âmbito de arranjo de pagamento autorizado pelo BCB, os quais as registradoras existentes estão aptas a registrar. Especificamente, em nosso melhor conhecimento, inexistente hoje entidade registradora com capacidade para realizar o registro de direitos creditórios complexos que integram a carteira de boa parte dos FIDC existentes no mercado, tais como aqueles oriundos de precatórios ou de contratos representativos de operações estruturadas.

Assim, sugerimos que a Norma Editada esclareça que o inciso I do art. 36 do Anexo Normativo II alcança tão somente os direitos creditórios cujo registro seja possível junto a uma registradora autorizada a funcionar pelo BCB ou pela CVM, a partir do momento em que referido registro estiver disponível nos termos da regulamentação aplicável.

Nesse ponto, devemos ressaltar a verdadeira epopeia de recorrentes prorrogações da entrada em vigor do regime regulatório acerca dos recebíveis originados de transações com instrumento de pagamento pós-pago, no âmbito de arranjo de pagamento autorizado pelo BCB previsto na Resolução CMN 4.734 e na Circular BCB 3.952, que já tiveram a data de sua entrada em vigor postergada três vezes⁵⁴. Enquanto isso, vale o regime de transição previsto na Resolução CMN 4.707 e na Circular BCB 3.924, que, por sua vez, também sofreu prorrogação para entrar em vigor⁵⁵.

Essas sucessivas prorrogações da entrada em vigor decorrem das necessidades de adaptações operacionais das registradoras, que são necessárias sempre que é lançado um novo produto de registro de ativo financeiro ou valor mobiliário. Adicionalmente,

⁵³ TEIXEIRA, J. H. Meirelles. Curso de direito constitucional. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1991, p. 317 e seguintes *apud* BARROSO, Luís Roberto. **Curso de direito constitucional contemporâneo**: os conceitos fundamentais e a construção do novo modelo. 7ª. edição. São Paulo: Saraiva Educação, 2018. pp. 133 e 444.

⁵⁴ A norma foi publicada originalmente prevendo sua entrada em vigor em agosto de 2020, sendo prorrogada para novembro de 2020, fevereiro de 2021 e, mais recentemente, junho de 2021

⁵⁵ A norma foi publicada originalmente prevendo sua entrada em vigor em janeiro de 2019, sendo prorrogada – no dia previsto para sua entrada em vigor – para abril de 2019.



destacamos o fato de que poderia haver uma quantidade extremamente restrita de direitos creditórios passíveis de aquisição por FIDC caso o registro venha a ser obrigatório para todos os créditos.

Mesmo que se considere que o registro só será aplicável aos ativos financeiros, o tempo de adaptação das registradoras para cada novo tipo de direito creditório faria com que uma série de ativos financeiros não pudesse ser adquirida por FIDC, caso o registro seja condição *sine qua non* para que integrem a carteira da classe de cotas. Essa situação poderia perdurar por tempo indeterminado – que poderia vir a ser bastante significativa.

Por outro lado, também questionamos a utilidade de registro de alguns direitos creditórios, ainda que possam vir a ser registrados. Isso porque, em muitos casos, os benefícios do registro já seriam atingidos de outra forma, como, entre outros:

- (i) o monitoramento das notas fiscais eletrônicas – quando constituírem os documentos representativos do lastro – junto aos sítios eletrônicos mantidos por secretarias estaduais, distrital ou municipais com responsabilidade político-administrativa pelas registradoras autorizadas a funcionar pelo BCB ou pela CVM, a partir do momento em que referido registro estiver disponível nos termos da regulamentação aplicável.
- (ii) o acompanhamento de um direito creditório decorrente de uma ação judicial – cuja cessão a terceiro sem que conste nos autos do processo seria ineficaz.

Assim, entendemos que a obrigação de registro de qualquer direito creditório em entidade registradora, em qualquer circunstância e sem as devidas ressalvas, constitui carga regulatória demasiadamente elevada para o mercado e pode inviabilizar uma série de estruturas de fundos. Nesse ponto, reforçamos a importância do FIDC como veículo de securitização de créditos não-padronizados, que não podem ser transferidos de outra forma ao mercado de capitais.

Diante do disposto, independentemente da questão da competência legal do BCB ou da CVM, conforme o caso, em autorizar as registradoras a funcionar, é válido questionar se existência do registro como requisito normativo, caso adotado de forma ampla como pretendido, efetivamente serviria o propósito de mitigar e prevenir eventual fraude de créditos por parte do cedente. Vale sempre lembrar a origem e escopo inicial das registradoras, que atualmente têm sua atuação circunscrita a determinadas operações no âmbito do sistema financeiro e de do ecossistema de meios de pagamento. Nesses casos específicos, há justamente uma preocupação com duplicidade de cessão e não necessariamente com o risco de existência, validade ou exigibilidade dos créditos.



Em face do exposto, sugerimos que seja criada por essa CVM uma regra de transição para que o registro de direitos creditórios de que trata o art. 36, *caput*, inciso I, do Anexo Normativo II somente possa ser exigido em relação aos direitos creditórios para os quais haja sistema apto a registrá-los, considerando ainda a interpretação de que o registro só alcança os direitos creditórios cujo registro estiver sob a esfera regulatória do BCB ou da CVM, nos termos da legislação em vigor.

À medida em que tais sistemas de registro forem sendo desenvolvidos pelas registradoras autorizadas a funcionar pelo BCB ou pela CVM, conforme o caso, sugerimos um prazo, como 90 (noventa) dias – prorrogáveis mediante solicitação fundamentada a essa CVM – para que o registro de direitos creditórios passe a ser exigido pela regulamentação dessa CVM para cessão a FIDC. Nesse ponto, como melhor prática, os prestadores de serviços essenciais deveriam estabelecer e implementar, conjuntamente, um plano de ação para implementação da dinâmica de registro dentro do tempo de adaptação.

Em complemento, gostaríamos também de questionar essa CVM sobre a possibilidade de, como alternativa à migração da indústria para o registro obrigatório, os gestores de FIDC ou cogestores contratados pudessem desenvolver ferramentas técnicas que garantissem o registro de forma imutável de todas as informações relativas ao lastro dos direitos creditórios cedidos, de modo que fosse possível garantir com segurança tão elevada ou superior àquela oferecida pelo registro junto a entidades registradoras para assegurar a existência, validade e exigibilidade do crédito, bem como garantir a não existência de duplicidade de cessão, uma vez que o direito creditório poderia ser acompanhado desde a originação por meio de tais sistemas.

(b) *Considerações sobre o liquidante de direitos creditórios (art. 36, caput, inciso IV)*

A Minuta propõe que o cedente não possa ser contratado para a realização do serviço de liquidação física ou eletrônica de direitos creditórios. Sugerimos que essa restrição não se aplique no caso de o cedente estar autorizado a funcionar pelo BCB, seja como instituição financeira ou equiparada, seja como instituição de pagamento. Essa sugestão vai na esteira da evolução do ecossistema ligado aos meios de transferência de recursos no Brasil.

Em nossa visão, o recente desenvolvimento do mercado de meios de pagamento no Brasil, acompanhada por um rápido aumento no grau de sofisticação das instituições facilitadoras de transferências de recursos. Porém, nem todas essas instituições são instituições financeiras, instituições assemelhadas a instituições financeiras ou instituições de pagamento, e, portanto, sujeitas à regulação do CMN e do BCB. Nesse ponto, ressaltamos que nos últimos anos em muito evoluiu a regulamentação editada



pelo CMN e do BCB, sendo exemplo para outras jurisdições, como parte da Agenda BC+ e da Agenda BC#.

Entendemos que a aderência dessas instituições à regulação financeira e de pagamentos oferece razoável proteção contra eventual *commingling* entre os recursos a serem liquidados a título de direitos creditórios devidos ao FIDC e outros recursos de titularidade do próprio agente liquidante ou de terceiros, considerando os controles internos obrigatoriamente instalados pela entidade regulada de forma a assegurar o cumprimento da regulação editada pelo CMN e pelo BCB – sob pena de, do contrário, ter sua autorização para funcionar cancelada.

Dessa forma, sugerimos que, no caso de o cedente estar sujeito a tal supervisão, possa ser contratado pelo administrador do FIDC como liquidante de pagamentos.

(c) *Considerações sobre as interações entre o gestor e o custodiante (sem correspondência na Minuta)*

Considerando as atribuições do custodiante relacionadas à verificação de lastro periódica de direitos creditórios cedidos à carteira no período e nossa sugestão em relação à verificação de lastro prévia ou posterior à cessão de cada direito creditório, conforme delegação pelo gestor –, o gestor e o custodiante precisam ter forte interação e compartilhar uma série de informações sobre os direitos creditórios para desempenhar adequadamente suas atribuições.

Assim, sugerimos que o contrato de custódia sempre seja celebrado com participação do gestor, sendo nele definidas as regras aplicáveis a tal compartilhamento de informações.

Art. 36. Em acréscimo aos serviços previstos no § 2º do art. 79 desta Resolução, o administrador deve contratar, em nome do **fundo FIDC**, os seguintes serviços:

I – registro de direitos creditórios por entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil **ou pela CVM, na esfera de suas respectivas competências, caso esse registro esteja disponível para os direitos creditórios a serem adquiridos pelo FIDC, observada a regulamentação aplicável;**

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;

III – guarda da documentação relativa aos direitos creditórios, a qual pode se dar por meio físico ou eletrônico; e

IV – liquidação física ou eletrônica e financeira dos **ativos direitos creditórios**.

[...]



~~§ 2º O cedente dos direitos creditórios pode ser contratado pelo administrador, em nome do fundo, como agente de cobrança.~~

§ 2º O cedente dos direitos creditórios, quando for autorizado a funcionar pelo Banco Central do Brasil como instituição de pagamento ou instituição financeira ou equiparada, pode ser contratado pelo administrador, em nome do FIDC para realizar os serviços de que trata o inciso IV do **caput**.

§ 3º O contrato de custódia, por meio do qual serão contratados os serviços descritos no inciso II do **caput**, deverá ter o gestor como parte ou interveniente-anuente e disciplinar a forma e os prazos com que serão trocadas informações entre o gestor e o custodiante de modo a que cada um possa cumprir suas funções nos termos estabelecidos nesta Resolução.

§ 4º O administrador de FIDC deverá assegurar que os direitos creditórios a serem adquiridos pelo FIDC estejam registrados em entidade registradora autorizada pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM, nos termos do I do **caput**, em até 90 (noventa) dias após a data em que referido registro se tornar disponível.

§ 5º A CVM poderá prorrogar o prazo de que trata o § 4º mediante solicitação fundamentada do administrador.

26.2. Gestão (arts. 38 e 39)

(a) *Contratação de prestadores de serviço pelo gestor (art. 38)*

Entendemos que tanto o serviço de agente de cobrança quanto o serviço de consultoria especializada deveriam ser facultativos ao FIDC, pois deve ser assegurada liberdade de contratação para que os prestadores de serviços essenciais contratem outros prestadores de serviço.

Ainda, cada estrutura de FIDC poderá exigir um consultor com uma especialização diferente ou, a depender dos direitos creditórios e da estratégia de securitização, poderão ser necessários múltiplos ou nenhuma consultoria especializada. Dessa forma, entendemos que, na Norma Editada, os gestores deveriam ser livres para contratar os prestadores de serviço que desejarem, em linha com a liberdade contratual tanto comentada nessa manifestação.

Assim, sugerimos a essa CVM que seja permitido ao gestor de FIDC (e dos Fundos de Investimento, geral) contratar quaisquer prestadores de serviço que venham a ser necessários ao bom funcionamento do FIDC e a consecução dos seus objetivos, observadas as disposições previstas nos respectivos regulamentos.

Propomos, portanto, que a lista no *caput* do art. 38 do Anexo Normativo II seja exemplificativa, não taxativa.

Art. 38. Caso previsto no regulamento ou deliberado pelos cotistas reunidos em assembleia geral, o gestor ~~deve~~ pode contratar, em nome do ~~fundo~~ FIDC, os ~~seguintes~~ prestadores de serviços necessários para assegurar o bom funcionamento do FIDC e a consecução dos seus objetivos, incluindo:

I – agente de cobrança; e

II – consultoria especializada.

[...]

(b) *Atribuições do gestor (art. 39, caput e §§ 2º e 5º)*

(i) *Considerações sobre o controle das informações pelo prestador de serviços (art. 39, § 2º)*

A nosso ver, a expressão “*sob o controle do prestador de serviços*” adotada no § 2º do art. 39 do Anexo Normativo II prevê racional semelhante ao dos §§ 3º e 4º do art. 24 da Instrução CVM 356⁵⁶, que gera discussões atualmente em relação à necessidade de ingerência do prestador de serviço em relação aos sistemas e ferramentas utilizados para acesso às informações que lhes permitam validar.

Enquanto o texto da regulação atual prevê que as verificações acerca dos critérios de elegibilidade podem se dar por meio (i) de informações sob controle próprio, (ii) de informações sob controle de prestadores de serviço contratados ou (iii) por outras fontes obtidas por meio de esforços razoáveis, o texto proposto na Minuta do Anexo Normativo II prevê que as verificações acerca do enquadramento dos direitos creditórios à política de investimento, incluindo os critérios de elegibilidade e requisitos de composição e diversificação apenas podem se dar por meio (i) de informações sob controle próprio ou (ii) por outras fontes, caso necessário, obtidas por meio de esforços razoáveis.

Entendemos que o texto proposto no referido art. 39, § 2º, da Minuta do Anexo Normativo II poderia criar insegurança jurídica – e, em consequência, agir como desincentivo para estruturas de prestação de serviço em que se subcontrate, por exemplo, programas de computador especializados para a realização de verificações,

⁵⁶ Na íntegra: “Art. 24. [...] § 3º Os atributos dos direitos creditórios que devem ser enquadrados como critérios de elegibilidade são aqueles validados a partir de informações: I – que estejam sob o controle do custodiante; II – que estejam sob o controle dos prestadores de serviço contratados pelo custodiante conforme o disposto no § 6º do art. 38; ou III – que possam ser obtidas por meio de esforços razoáveis. § 4º São exemplos de informações obtidas por meio de esforços razoáveis de que trata o inciso III do § 3º, sem exclusão de outras, quaisquer informações prestadas por serviços de proteção ao crédito”.



afinal o contratante seria um usuário licenciado, mas não teria o controle do código-chave do programa, que seria essencial para a estratégia de negócio do prestador de serviço. Além disso, entendemos que a expressão “caso necessário” também pode ser interpretada no sentido de que o gestor ou prestadores de serviço por ele contratados sempre devam, na medida do possível, utilizar sistemas de informações próprios, não podendo desenvolver sua estratégia de negócios primariamente focada no *outsourcing* dessas ferramentas.

Em virtude do exposto, sugerimos que a Norma Editada considere as alterações ao § 2º do art. 39 do Anexo Normativo II a seguir sugeridas.

(ii) Considerações sobre a delegação da verificação de lastro (art. 39, §§ 5º a 7º)

O mercado de FIDC atualmente se encontra em estágio de maturidade no qual estratégias bastante distintas de securitização, envolvendo créditos de naturezas, origens e volumes bastante distintas são comuns e já bem sedimentadas entre os prestadores de serviços.

Em algumas estruturas, como, por exemplo, numa securitização estática, os controles de ativos e passivos e acompanhamento de índices de substituição, resolução e recompra, entre outros, são muito menos rigorosos que aqueles exigidos para uma estrutura com direitos creditórios pulverizados, revolvência e seleção ativa de direitos creditórios para compor a carteira, por exemplo. Dessa forma, alguns gestores se especializaram em determinados segmentos desse mercado que exigem mais ou menos recursos técnicos e humanos para a adequada prestação de seus serviços.

Em contrapartida, os custodiantes, enquanto instituições financeiras e entidades até então responsáveis pela verificação dos critérios de elegibilidade e lastro, recebimento de pagamentos, conciliação e liquidação financeira dos direitos de crédito integrantes das carteiras dos FIDC, em geral possuem estruturas internas mais afeitas ao controle de ativos e passivos, acompanhamento de performance dos direitos creditórios ou de suas obrigações subjacentes e afins. Em especial, certos custodiantes têm departamentos especializados na verificação dos critérios de elegibilidade, recebimento, conciliação e liquidação financeira de direitos de crédito, bem como verificação e guarda dos documentos que lastreiam todos os instrumentos de crédito contratados. Não obstante, nada impede que os gestores desenvolvam essas estruturas internamente com níveis ainda superiores de controle do direito creditório e de verificação antifraude.

Ressaltamos que a regra prevista no Anexo Normativo II prevê que a principal atribuição remanescente do custodiante é a verificação de lastro em relação a direitos creditórios



que apresentem alguma situação especial, como não pagamento, substituição, recompra ou afins.

Ainda, nos termos do item 6.7 do Edital, a CVM expõe que *“no rearranjo das atribuições dos prestadores de serviços, a proposta reduz sensivelmente as tarefas a serem executadas pelo custodiante”* e, nesse contexto, indaga se as *“tarefas [que remanesceram com o custodiante] 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”*.

As atividades atualmente atribuídas pela Instrução CVM 356 ao custodiante são de extrema importância para o funcionamento sadio dos FIDC, sendo um dos prestadores de serviço mais relevantes para FIDC. Sem prejuízo, como já comentado, a significância dessa atividade não deveria necessariamente implicar em uma restrição na flexibilidade de sua atribuição entre um ou outro prestador de serviços, contanto que previsto de forma expressa nos documentos do FIDC.

Assim, em virtude de o mercado hoje apresentar grande heterogenia em relação aos prestadores de serviço e suas capacidades tecnológicas, e considerando que cada prestador de serviço deveria se especializar em prestar os serviços nos quais for mais competente e competitivo, seguindo o princípio da liberdade contratual e da livre iniciativa reforçados pela LLE, entendemos que os gestores, além de poderem efetuar eles mesmos a verificação do direito creditório, deveriam ter a faculdade de delegar a um custodiante a responsabilidade pela verificação dos critérios de elegibilidade, bem como verificação e guarda dos documentos que constituem lastro dos direitos de crédito de um determinado FIDC.

Adicionalmente, nosso entendimento é que, quando tal delegação for feita a um prestador de serviço regulado pela CVM, como é o caso do custodiante de FIDC⁵⁷, não se faz necessária a responsabilidade solidária, uma vez que ambas as entidades estão sob o escopo da supervisão dessa CVM.

Diante de todo exposto, nossa sugestão é que (i) seja conferido ao gestor a prerrogativa (mas nunca a obrigação) de delegar as responsabilidades relacionadas à verificação dos critérios de elegibilidade, bem como verificação e guarda dos documentos que constituem lastro dos direitos de crédito a um custodiante registrado perante a CVM, e (ii) caso o gestor opte por não delegar as funções acima indicadas a um custodiante, o

⁵⁷ Num cenário regulatório em que a custódia de valores mobiliários e a custódia de direitos creditórios fiquem segregadas, a delegação ao custodiante de direitos creditórios equiparar-se-ia à delegação à consultoria especializada, para fins de responsabilidade civil.



regulamento possa estabelecer quem será a parte responsável pela verificação do lastro de direitos creditórios inadimplidos ou substituídos.

Especificamente em relação ao item (ii) acima, sugerimos que caso essa atribuição não seja delegada a um custodiante ou ao próprio administrador, que o regulamento e os documentos de subscrição das cotas contenham informações suficientes para que os investidores possam entender a mecânica segundo a qual tais atividades serão desempenhadas no contexto do FIDC, bem como os eventuais riscos associados ao fato dessa verificação não ser realizada por terceiro independente do gestor.

(c) *Considerações sobre a verificação prévia do lastro dos direitos creditórios (art. 39, § 5º)*

Sugerimos um ajuste no § 5º do art. 39 para a possibilidade de verificação do lastro dos direitos creditórios de forma posterior à cessão, o que sugerimos que seja permitido apenas nas classes de cotas exclusivamente destinadas a investidores qualificados.

Em primeiro lugar, ressalte-se que essa é uma permissão garantida na Instrução CVM 356 e que muitos dos procedimentos adotados por prestadores de serviço da indústria de FIDC estão estruturados de forma a realizar a verificação de lastro de forma posterior à cessão à carteira.

Entendemos que alguns direitos creditórios cujo lastro seja constituído de forma necessariamente analógica e cuja verificação seja complexa podem exigir um tempo para verificação do lastro que torne a verificação previamente à cessão incompatível com a realização da operação da cessão de forma rentável para os cotistas. Desse modo, acreditamos que não deveria ser limitado o acesso a produtos cuja estratégia de investimento exija, para ser viável, a verificação do lastro de forma posterior à cessão para os cotistas que concordem com tais termos, no pleno exercício de sua liberdade contratual.

Ainda, aponte-se que a verificação posterior não elide a responsabilidade do gestor, do custodiante, do administrador, do agente de guarda ou de quaisquer outros prestadores de serviço de suas atribuições regulatórias.

(d) *Considerações sobre amortização em ativos financeiros e sobre a cessão (sem correspondência na Minuta)*

A amortização é sempre preferível quando realizada em moeda corrente nacional. Dito isso, numa classe de cotas restrita a investidores profissionais, deveria ser permitido o pagamento de amortizações com ativos financeiros, que, pela sua característica, muitas



vezes tem liquidez semelhante à de caixa. Dessa forma, os recursos em caixa de fato podem ser utilizados para pagar as amortizações dos cotistas seniores ou de classes unas.

Por essas razões, sugerimos que não haja impedimento regulatório à amortização com ativos financeiros para tais classes com cotistas mais sofisticados.

Adicionalmente, em nossa visão, o risco da cessão de um direito creditório ao FIDC ser ineficaz é parte do negócio, isto é, poderá ser mitigado, mas nunca eliminado na sua totalidade. Esse evento adverso pode vir a se materializar de diversas formas: má formalização da documentação referente por culpa dos profissionais do gestor, fraude do cedente, desconhecimento do cedente de que seu representante havia perdido a capacidade civil e um outro sem-número de razões. Uma dessas razões é a evicção para pagamento de dívidas tributárias do cedente ao Fisco.

Considerando que cada hipótese de ineficácia da cessão tem uma probabilidade e um impacto a ela atrelados, é possível a construção de uma matriz de risco, sendo que a teoria econômica pregará que os riscos mais prováveis e mais impactantes deverão ser aqueles em que o gestor gastará mais recursos para mitigar. É nesse contexto que devem ser enxergadas as verificações do gestor em relação ao risco de ineficácia da cessão disciplinado nos §§ 8º e 9º do art. 39 do Anexo Normativo II, conforme a redação constante na Minuta.

Diante do exposto até aqui, já é possível concluir que a verificação exaustiva de todas as hipóteses de ineficácia de cessão seria tão custosa que inviabilizaria a securitização de determinados direitos creditórios via FIDC.

É natural que cada investidor terá seu próprio apetite de risco e que cada estrutura contemplará um apetite diferente. Se desenhada de forma competitiva, essa estrutura apresentará uma rentabilidade proporcional ao risco oferecido. Em nossa visão, são justamente as estruturas restritas a investidores profissionais que devem poder oferecer arranjos mais agressivos, para os investidores que tenham o mais alto grau de sofisticação e que estejam dispostos a correr os riscos inerentes a essas estruturas que, por ser enxuta, tem o potencial de retorno mais elevado. Assim, é parte do dever fiduciário do gestor, nesse caso, não encarecer a estrutura além do estritamente necessário.

Nesse cenário, nossa interpretação é que as verificações disciplinadas pelos dispositivos em questão seriam muito importantes para resguardar os interesses de cotistas de varejo, mas poderiam ser afastadas em relação aos cotistas profissionais, que entendem os riscos associados a sua não realização, sendo que, em muitos casos, é justamente a



sua não realização que permite a securitização de determinados direitos creditórios de valor muito pequeno ou que, por alguma razão, não seriam economicamente viáveis de outra forma.

Por isso, sugerimos dispensar essa obrigação no caso de a classe de cotas somente admitir o investimento por investidores profissionais.

Art. 39. Em acréscimo às obrigações previstas nesta Resolução, o gestor do FIDC é responsável pelas seguintes atividades:

[...]

§ 2º A validação referida na alínea "b" do inciso II do **caput** deve utilizar informações que estejam sob o controle de prestador de serviços do ~~fundo~~ FIDC ou de seu subcontratado, ou, ainda, ~~caso necessário~~, que possam ser obtidas por meio de esforços razoáveis, as quais devem contemplar, no mínimo, informações prestadas por serviços de proteção ao crédito e obtidas de base de dados de cadastro positivo, [conforme aplicável](#).

[...]

§ 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~~ ~~cessão~~ dos direitos creditórios ~~pele~~ ao FIDC, [observado o disposto no inciso V do art. 53 deste Anexo II](#).

[...]

§ 8º O gestor poderá delegar ao custodiante as atribuições a que se referem os §§ 5º a 7º deste artigo, observadas as demais normas previstas neste Anexo II.

§ 9º No que se refere à classe de cotas destinada exclusivamente a investidores profissionais, adicionalmente às faculdades dispostas no art. 53 deste Anexo II, o regulamento pode dispensar a verificação e a divulgação de que tratam, respectivamente, os §§ 8º e 9º do art. 39, caso em que o investidor deverá declarar ciência dos riscos associados à ausência dessa verificação no termo de adesão ao regulamento.

26.3. Custódia (arts. 41 a 43)

(a) *Conflitos de interesses na subcontratação de serviços (art. 43, §§ 1º e 2º)*

Desde a edição da Instrução CVM 531, o mercado de FIDC evoluiu muito com relação à discussão referente ao risco de conflito de interesse do cedente ou originador na guarda de documentos comprobatórios dos direitos creditórios em carteira que sejam utilizados para a cobrança. Após diversos precedentes⁵⁸, a CVM editou, em 2017, a Deliberação

⁵⁸ Entre os quais cite-se os seguintes: RJ-2013-4911, RJ-2013-11017, RJ-2014-8513, RJ-2014-8678, RJ-2014-8677 e RJ-2015-2614.



CVM 782, que delegou à SIN competência para aprovar pedidos de dispensa de requisito normativo referentes ao § 7º, inciso II, do art. 38 da Instrução CVM 356, desde que o FIDC cumpra uma série de requisitos⁵⁹.

É evidente que a regulamentação proposta na Minuta já avançou em relação aos termos da Deliberação CVM 782 ao propor (i) que múltiplos cotistas, mesmo os que não estejam ligados por qualquer vínculo, possam investir em FIDC em que a guarda dos documentos comprobatórios caiba ao cedente e (ii) que, cumpridos os requisitos, além do cedente, a guarda poderia ser realizada pelo originador. Não obstante, sugerimos que a regra contemple também outros pontos:

(b) *Negociação em mercado secundário (art. 43, § 1º)*

Em qualquer hipótese, os investidores da classe de cotas que atribui ao cedente ou originador a guarda dos direitos creditórios cedidos serão profissionais, que têm plena capacidade de avaliar os riscos da estrutura e defender seus interesses⁶⁰. Porém, a vedação à negociação é a mais forte das restrições de liquidez de que pode lançar mão o regulador e deve ser admitida apenas em casos extremos, quando a troca de titularidade dos proprietários das cotas, pela particularidade da estrutura, cause algum prejuízo ao funcionamento do produto de investimento, do mecanismo de securitização ou para o mercado como um todo. Não é o caso aqui: trata-se de uma estrutura

⁵⁹ Nos termos dos incisos II e IV da Deliberação CVM 782, o FIDC precisaria cumprir com o seguinte: (i) ser um FIDC-NP; (ii) ser um Fundo de Investimento exclusivo; (iii) ser destinado a aquisição de créditos inadimplidos, massificados, de baixo *ticket* e cedidos ao FIDC-NP por baixo percentual do valor de face; (iv) realizar a cobrança de créditos, preponderantemente, de forma extrajudicial, dispensada a apresentação do contrato de crédito original; (v) aprovar previamente pela unanimidade dos cotistas reunidos em assembleia; (vi) fazer constar, em todos os contratos de cessão de direitos creditórios, cláusulas que prevejam a recompra ou indenização pelas cedentes, no mínimo pelo valor de aquisição pago pelo FIDC-NP, corrigido, quando fosse o caso, na hipótese de a cedente não conseguir apresentar os documentos que comprovem a existência do crédito ou de haver erros na documentação que inviabilizassem a cobrança do crédito cedido; (vii) o regulamento não poderia prever a dispensa de verificação do lastro dos direitos creditórios; (viii) divulgar pelos informes trimestrais a exposição do FIDC-NP a cada cedente e o montante de créditos recomprados ou indenizados conforme o estabelecido no item (iv); e (ix) não admitir a negociação de suas cotas no mercado secundário. Ainda, a CVM entendeu pela insuficiência de declaração de ciência do cotista por meio de termo de adesão em relação aos termos de funcionamento do FIDC-NP.

⁶⁰ A esse respeito, cite-se o voto do sr. diretor Gustavo Machado González no Processo nº 19957.003483/2020-85, que corrobora nosso raciocínio e vai além: segundo o diretor, caso não se possa admitir que os investidores profissionais tenham tal capacidade, as regras que definem sua caracterização é que devem ser revistas e não a limitação da negociação das cotas de um FIDC.



expressamente admitida para investidores profissionais e eventual transferência secundária das cotas não compromete o funcionamento do FIDC, tampouco prejudica o mercado – pelo contrário. Em nossa visão, o regulador deve, no lugar de restringir transferências de cotas desses FIDC, exigir que o regulamento seja transparente em relação à sua estrutura, apontando, claramente e em destaque, os potenciais riscos advindos dessa característica em particular. Não podemos assumir que investidores profissionais que venham adquirir cotas de FIDC no mercado secundário não tenham sofisticação para ler o regulamento, entender os riscos associados ao seu investimento e, por fim, tomar a decisão de adquirir referidas cotas⁶¹.

(c) *Considerações sobre a inadimplência dos direitos creditórios (art. 43, § 1º, inciso I)*

Não vemos razão econômica para limitar a faculdade descrita no § 1º aos direitos creditórios inadimplidos. Desse modo, sugerimos que classes de cotas que adquiram direitos creditórios a vencer também possam fazer uso de tal faculdade, dado que a flexibilidade seria aplicável apenas a classes de cotas destinadas exclusivamente a investidores profissionais.

(d) *Considerações sobre a aprovação em assembleia e sobre a tomada de ciência sobre a guarda do lastro pelo cedente ou originador por meio de termo de adesão (art. 43, inciso III)*

Em linha com os princípios da liberdade contratual, os gestores e investidores deveriam ter liberdade para contratar os termos da estrutura de investimento. Reforce-se que, no caso em tela, estamos tratando de um produto restrito a investidores profissionais – o mais elevado nível de sofisticação reconhecido por essa CVM. Tais investidores entendem perfeitamente os riscos do investimento em FIDC cujos direitos creditórios têm seu lastro sob guarda do cedente ou originador e só aceitarão o investimento se estiverem de acordo com tais termos, desde lhes seja dada ciência adequada sobre a forma de guarda dos documentos comprobatórios. Assim, torna-se desnecessária a necessidade de submissão do tema à assembleia de cotistas: os cotistas manifestam sua concordância com relação à estrutura no momento em que decidem pela aquisição da

⁶¹ Ilustra essa inferência o fato de a CVM ter autorizado, ao longo dos anos, seja por decisão do Colegiado seja por decisão da SIN, uma série de FIDC-NP que adquire direitos creditórios cuja documentação comprobatória seria guardada pelos respectivos cedentes. Maior evidência do argumento e evidenciando a justeza do pleito: apenas nos últimos dois anos, ao menos dois pedidos de dispensa de requisito normativo justamente pedindo para que a CVM autorizasse a guarda pelo cedente ou originador dos documentos comprobatórios dos direitos creditórios cedidos a FIDC cujas cotas pudessem ser negociadas entre os cotistas e terceiros – o Processo nº 19957.003483/2020-85 e o Processo nº 19957.005955/2019-09.



cota no mercado secundário. Novamente: não podemos assumir que investidores profissionais que venham a adquirir cotas de FIDC no mercado secundário não tenham sofisticação para ler o regulamento, entender os riscos associados ao seu investimento e, por fim, tomar a decisão de adquirir referidas cotas.

Por essas razões, principalmente no cenário em que se admita negociação de cotas no mercado secundário, perde a razão o requisito da aprovação em assembleia.

(e) *Recompra de direitos creditórios cedidos ou pagamento de indenização (art. 43, § 1º, inciso IV)*

Além da hipótese de recompra ou de pagamento de indenização pelo cedente, entendemos que outros mecanismos deveriam ser permitidos por terem similar capacidade de mitigar os riscos de inépcia da tentativa pelo FIDC de cobrar os direitos creditórios cedidos, tais como o exercício de opção de venda ao cedente, ao originador ou a terceiro e a contratação de um seguro de crédito com indicação, pelo segurador, do FIDC como beneficiário, desde que as operações cursadas estejam cobertas pela apólice. Assim, nossa sugestão é que a regra se torne mais principiológica e deixe a cargo dos participantes do mercado a definição dos instrumentos que utilizarão para salvaguardar a preocupação regulatória com a proteção dos cotistas, isto é, algum direito de regresso em favor do FIDC.

(f) *Considerações sobre a distinção entre classe e Fundo de Investimento (art. 43, §§ 1º e 2º)*

A linguagem do parágrafo foi toda concebida de forma a endereçar o FIDC como um todo e não apenas uma classe de cotas⁶². Sugerimos adequações de tais termos à taxonomia empregada no restante da Minuta, de modo a deixar claro que os requisitos se aplicam somente para a classe cujos direitos creditórios se queira que tenham seus documentos comprobatórios guardados pelo cedente ou originador.

⁶² Por exemplo, o texto fala na destinação do FIDC exclusivamente a investidor profissional e na não admissão das cotas do FIDC à negociação, sendo que a regra geral admite que cada Fundo de Investimento tenha diversas classes e cada uma delas tenha seu próprio público-alvo, suas próprias regras de emissão, negociação, amortização e resgate de cotas e seus próprios prestadores de serviço. Ainda, o inciso III trata da assembleia geral de cotistas, como se o FIDC necessariamente só tivesse uma classe de cotas. Considerando que cada classe terá seu próprio patrimônio segregado e que os ativos e passivos e condições não se comunicam de uma classe à outra, é razoável que a guarda pelo cedente ou originador se aplique a apenas uma classe de cotas do FIDC, sem afetar as demais.

Art. 43. Os prestadores de serviço eventualmente subcontratados pelo custodiante não podem ser, em relação ao FIDC, originadores, cedentes, consultores especializados ou partes a eles relacionadas.

§ 1º ~~No Na classe de cotas de FIDC destinado destinada~~ exclusivamente a ~~investidor profissional investidores profissionais e que não tenha as suas cotas admitidas à negociação~~, o originador ou o cedente dos direitos creditórios ~~podem~~ realizar a guarda dos documentos relativos aos direitos creditórios, sob o controle do administrador, ~~e~~ desde que:

I – o FIDC seja destinado a aquisição de créditos ~~inadimplidos~~, massificados, de reduzido valor médio e cedidos ao ~~fundo~~ FIDC por baixo percentual do valor de face;

II – a cobrança dos créditos seja realizada, preponderantemente, de forma extrajudicial, ~~e que dispensada a apresentação do contrato de crédito original por meio do qual se constituiu o direito creditório~~;

III – haja ~~prévia aprovação pela unanimidade dos cotistas do fundo, reunidos em assembleia geral, não sendo suficiente a~~ declaração de ciência do cotista por meio de termo de adesão;

IV – ~~observado o disposto no § 3º abaixo~~, todos os contratos de cessão de direitos creditórios ao ~~fundo~~ FIDC contenham cláusulas que prevejam ~~a recompra ou a indenização pelas cedentes pagamento ao FIDC de~~, no mínimo, ~~pelo~~ o valor de aquisição pago pelo ~~fundo~~ FIDC, corrigidos quando for o caso, ~~na hipótese de nas hipóteses abaixo, sem prejuízo de os contratos poderem prever hipóteses adicionais~~:

- a) a cedente não conseguir apresentar os documentos que comprovem ~~a existência o lastro do crédito~~ direito creditório; ou
- b) sejam detectados erros na documentação ~~comprobatória~~ que inviabilizem a cobrança do ~~crédito~~ direito creditório cedido;

V – o regulamento do ~~fundo~~ FIDC não preveja a dispensa de verificação de lastro de que trata o art. 39, § 7º ~~para a classe em questão~~; e

VI – os informes trimestrais do FIDC; estabelecidos neste Anexo II; divulguem a exposição do ~~fundo~~ FIDC a cada cedente e o montante de créditos ~~(re)comprados ou indenizados~~, conforme o estabelecido no inciso IV.

§ 2º No caso de ~~FIDC destinado~~ classe de cotas destinada exclusivamente a investidor profissional único ou grupo de investidores profissionais reunidos por interesse único e indissociável, é dispensado o cumprimento dos incisos III e IV do § 1º.

27. Conta para pagamento dos direitos creditórios cedidos (art. 44)

Entendemos que é importante rever, na redação do art. 44 do Anexo Normativo II uma redação mais genérica das formas de recebimento de recursos correspondentes ao pagamento pelos direitos creditórios cedidos, considerando todas as liberdades concedidas aos FIDC em relação ao uso de contas de pagamento e ao recebimento via



formas diversas de transferências de recursos, desde que permitidas pela legislação aplicável.

Art. 44. É vedado ao administrador, ao custodiante e ao agente de cobrança, conforme o caso, receber ~~depósito~~ recursos em conta ~~corrente~~ que não seja de titularidade do FIDC ou de conta-vinculada, sem prejuízo da hipótese prevista no inciso II do art. 56 deste Anexo II.

28. Recebimento de garantias em nome de terceiros (art. 46)

Entendemos ser imprópria a vedação pretendida pelo Anexo Normativo II, que impede que administradores e gestores aceitem que as garantias em favor do FIDC sejam formalizadas em nome de terceiros.

Atualmente existem estruturas diversas nas quais ocorre a cessão dos direitos creditórios aos FIDC, sem, contudo, ocorrer a correspondente formalização da transferência da garantia a eles atrelada, em geral em virtude dos custos envolvidos ou até inviabilidade prática dessa transferência, que impactariam a rentabilidade do FIDC ou mesmo inviabilizariam a formalização da cessão. O exemplo clássico é representado por FIDC destinados à aquisição de direitos creditórios originados de financiamento de veículos, os quais são usualmente garantidos pela alienação fiduciária em garantia sobre o próprio veículo. Nesses casos, a garantia é originalmente constituída em favor do credor originário e, como regra geral, não ocorre a transferência da sua titularidade ao FIDC, sendo o risco decorrente da ausência dessa transferência amplamente divulgado no regulamento do respectivo FIDC.

Uma transferência formal da garantia encontraria restrições de custos, decorrente da reemissão do documento do veículo e até no Código de Defesa do Consumidor, na medida em que uma ação do mutuante geraria potencial descumprimento do Código de Trânsito Nacional pelo mutuário. Ou seja, são óbices absolutos a formalização da garantia, que levarão, necessariamente, ao gestor do FIDC abrir mão completamente dessa garantia.

Apesar da não transferência formal da garantia em questão, uma vez que as garantias são acessórias ao contrato principal representativo do direito creditório e que a cessão de crédito abrande todos os seus acessórios, salvo disposição em contrário⁶³, no advento do inadimplemento do direito creditório e necessidade de execução da garantia, o credor

⁶³ Conforme dispõe o art. 287 do Código Civil: “*Salvo disposição em contrário, na cessão de um crédito abrangem-se todos os seus acessórios.*”



originário que cedeu o crédito pode, por construção contratual, estar obrigado a auxiliar na execução dessa garantia.

Criar um óbice a tal cooperação entre credores, é impor um prejuízo creditício ao FIDC e, com efeito, criar uma desvantagem do FIDC em relação aos demais veículos no tratamento do processo de execução. Permanecendo a redação originalmente proposta, a criação de imposição regulatória a adoção de garantias não formalizada em nome do FIDC cria, para os devedores, um argumento legal e formal para a nulidade da garantia. Tal nulidade não beneficiará os investidores jamais, sendo, portanto, imperioso que a regra preze pelo *disclosure* em detrimento de imposições formalísticas.

A cessão de créditos decorrentes de alienação de veículos ilustra uma das estruturas que deixariam de encontrar respaldo na regulamentação caso a redação do Anexo Normativo II permaneça conforme apresentado na Minuta, não sendo possível descrever ou mesmo prever todas as estruturas nas quais o mesmo cenário poderia se repetir, haja vista as inúmeras possibilidades que poderão ser abrangidas pela política e objetivo de investimento de cada FIDC.

Assim, mais uma vez, recorreremos à primazia da liberdade contratual que norteia a maior parte dos comentários apresentados por meio dessa manifestação, em linha com a LLE, e reforçamos nosso entendimento de que os gestores e investidores deveriam ter liberdade para contratar os termos da estrutura de investimento, observada o dever de transparência e responsabilização (*accountability*) do gestor. Especificamente, deveria ser assegurado ao gestor e ao administrador a autonomia e liberdade para estruturar um produto de investimento que preveja a concessão de garantias em nomes de terceiros, desde que mantenham registros de documentos que assegurem sua pretensão em relação aos direitos creditórios em carteira e que seja dada adequada divulgação aos investidores acerca dos riscos oriundos dessa situação.

~~Art. 46. É vedado ao administrador e ao gestor, em suas respectivas esferas de atuação, aceitar que as garantias em favor do FIDC sejam formalizadas em nome de terceiros, ressalvada a possibilidade de formalização de garantias em favor do administrador, que deve diligenciar para segregá-las adequadamente do seu próprio patrimônio.~~

29. Carteira (arts. 47 a 51)

29.1. Extinção do conceito de "FIC-FIDC" (art. 47, *caput* e § 3º)



Assim como o regramento mais moderno aplicável aos FII e aos FIP⁶⁴ permitiu a essas espécies de Fundos de Investimento a alocação de recursos da carteira em cotas de outros FII e FIP, respectivamente, sugerimos que seja extinto o conceito de “FIC-FIDC”, por uma questão de coerência regulatória. Em consequência, sugerimos que seja então permitido aos FIDC a aquisição de cotas de outros FIDC para fins de composição de sua carteira.

Essa sugestão também permitirá que um FIDC invista parcela entre 50% (cinquenta por cento)⁶⁵ e 67% (sessenta e sete por cento)⁶⁶ do patrimônio da classe em cotas de outras classes de FIDC. Essa situação é atualmente proibida e continuaria a ser proibida nos termos da Minuta, não havendo fundamento econômico para que se vedasse tal alocação de carteira, se fosse a alocação que oferecesse, na análise do gestor, a melhor condição para os cotistas, mantendo-se os principais fatores de risco do FIDC inalterados.

Assim como alterado no âmbito da edição da Instrução CVM 578, parece-nos que não há vantagem clara em segregar os fundos de cotas (FIC-FIDC) dos fundos de direitos creditórios (FIDC) entre duas “sub-categorias” distintas, além de restringir significativamente a flexibilidade de um FIDC investir em outros FIDC e usufruir de uma maior diversificação de carteira e oportunidade de seleção de oportunidades de investimento por meio de outros FIDC.

Como resultado da nossa sugestão, o § 3º do art. 47 do Anexo Normativo II não deverá constar na Norma Editada. Em conformidade, diversos trechos da Minuta deverão ser alterados para acomodar a extinção do conceito de “FIC-FIDC”⁶⁷. Adicionalmente, entendemos que, em decorrência dessa sugestão, os Suplementos F e H deverão ser reformulados por essa CVM, no que diz respeito aos FIC-FIDC e à alocação da carteira

⁶⁴ Ressalte-se que não há diferença na tributação de FIDC e FIC-FIDC, de que modo que a sugestão aqui proposta não teria qualquer repercussão como a discutida no Memorando nº 18/2017-CVM/SDM, de 16 de agosto de 2017.

⁶⁵ Parcela máxima do patrimônio líquido que pode não ser alocada em direitos creditórios, por um FIDC, nos termos da Minuta.

⁶⁶ Parcela mínima do patrimônio líquido que precisa ser investida em cotas de FIDC, por um FIC-FIDC, nos termos da Minuta.

⁶⁷ Citamos a título exemplificativo, sem pretensão de exaustão, os seguintes dispositivos do Anexo Normativo II: art. 2º, *caput*, incisos XV e XIX; art. 5º; art. 16; art. 23, *caput* e § 1º, II; art. 28; art. 32, *caput*, IV; art. 47, *caput* e § 1º, arts. 49 a 51; art. 52, art. 54; e art. 61, *caput*. Ainda, seriam revogados os seguintes dispositivos do Anexo Normativo I: art. 45, *caput*, incisos I, alínea “g”, e II, alínea “b”; e art. 61, §§ 5º, inciso II, e 6º.



(por exemplo, indicando o percentual da carteira de FIDC investido em classes de cotas de outros FIDC).

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 a classe de investimento em cotas deve possuir no mínimo 67% (sessenta e sete por cento) de seu patrimônio líquido representado~~ ou por cotas de FIDC ~~ou FIC-FIDC.~~

§ 1º A parcela do patrimônio não investida em direitos creditórios ou cotas de FIDC ~~e FIC-FIDC, conforme o caso,~~ pode ser aplicada em ativos financeiros, conforme definidos neste Anexo II.

§ 2º É facultado ao ~~fundo~~ FIDC, ainda, ~~realizar operações compromissadas~~.

~~I— realizar operações compromissadas; e~~

~~II— realizar operações com derivativos, exclusivamente com o objetivo de proteção patrimonial.~~

~~§ 3º— É vedada a aquisição por um FIDC de cotas de emissão de outro FIDC.~~

[...]

29.2. Outras modalidades operacionais permitidas aos FIDC (sem correspondência na Minuta)

Sugerimos a inclusão de mais modalidades operacionais no § 2º do art. 47 do Anexo Normativo II, de modo a aumentar a possibilidade de atuação de FIDC no âmbito de operações estruturadas de crédito privado, de forma a atrair capital e permitir acesso a esse mercado a mais empresas, além de estimular a criação de estruturas alternativas. Frisamos aqui a carência de crédito no Brasil e a importância dos FIDC para dar liquidez para os mercados em que atua, conforme indicados na introdução a esta PARTE C .

Ressaltamos que nossas sugestões adicionais estão todas relacionadas aos direitos creditórios que podem ser adquiridos regularmente por FIDC.

Adicionalmente, sugerimos a inclusão de um parágrafo para indicar de forma clara que não há desenquadramento da carteira no caso de manutenção de ativos não permitidos regularmente aos FIDC, mas que tenham sido obtidos no âmbito de excussões de direitos creditórios inadimplidos ou outras operações que, no entender do gestor, tenham sido cursadas no melhor interesse dos cotistas.

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 a classe de investimento em cotas deve~~ possuir no mínimo 67% (sessenta e sete por cento) de seu patrimônio líquido representado ~~ou~~ por cotas de FIDC ~~ou FIC-FIDC~~.

[...]

§ 2º É facultado ao ~~fundo~~ FIDC, ainda,:

I – realizar operações compromissadas; e

II – ~~realizar operações com derivativos, exclusivamente~~ com o objetivo de proteção patrimonial investir em outros direitos creditórios ou modalidades operacionais que sejam:-

- a. relacionados aos direitos creditórios integrantes da carteira do FIDC;
- b. adquiridos no âmbito de operações de crédito estruturado, conforme previsto na política de investimento, incluindo direitos sobre imóveis sujeitos a compromisso de retrovenda (**sale leaseback**); e/ou
- c. direitos ao recebimento de ações, bônus de subscrição e contratos para pagamentos de comissões.

[...]

§ 4º Não será considerado desequilíbrio do disposto no **caput** os ativos que componham o patrimônio que sejam decorrentes de direitos creditórios originalmente detidos pelo FIDC ou estejam contratualmente relacionados a estes.

29.3. Limites de concentração (arts. 48 a 51)

Considerando que parte dos ativos financeiros que os FIDC estariam autorizados a adquirir seriam cotas de outros Fundos de Investimento, entendemos que a norma deveria tratar não apenas dos “devedores” e da “responsabilidade ou coobrigação”, mas também dos “emissores” e das “emissões”, pois tal linguagem se coaduna melhor com a dinâmica do investimento por meio de Fundos de Investimento. Nesse contexto, entendemos que cada classe de cotas, por ser um patrimônio segregado, deveria ser considerada um emissor distinto.

Também sugerimos a exclusão da menção ao “coobrigado” quando este já está englobado no conceito de “devedor”, considerando as definições constantes no art. 2º do Anexo Normativo II, conforme previsto na Minuta.

Finalmente, entendemos que o limite de concentração por emissor ou devedor no caso do investimento em títulos públicos federais ou operações compromissadas neles lastreadas poderia ser ilimitado também para as classes de cotas que forem destinadas ao público em geral, e não só para as classes de cotas destinadas exclusivamente a



investidores qualificados, uma vez que representam risco reduzido e os títulos público federais podem ser objeto de investimento direto por parte desses investidores.

Sugerimos que as classes de cotas destinadas ao público em geral possam investir até 5% (cinco por cento) de seu patrimônio em direitos creditórios não-padronizados e que as classes destinadas exclusivamente a investidores qualificados possam investir o dobro desse valor (*i.e.*, até 10% (dez por cento) do patrimônio) em direitos creditórios não-padronizados, observado o disposto no art. 18 do Anexo Normativo II.

Ainda, acomodamos num parágrafo adicional os limites de concentração em precatórios federais dispostos originalmente na alínea “c” do inciso II do parágrafo único do art. 2º do Anexo Normativo II, conforme a redação da Minuta. Também estendemos a redação para cobrir as requisições de pequeno valor, conforme nossa sugestão à sua equiparação aos precatórios federais para fins de configuração de um “direito creditório não-padronizado”. Ainda, em nossa opinião, faz sentido que tais ativos, por equiparação, sigam os limites de alocação dos ativos financeiros no exterior do Anexo Normativo I, em vez de um limite estático de 20% (vinte por cento) independentemente do público-alvo da carteira.

Aproveitamos a oportunidade para sugerir ajustes de redação ao texto do dispositivo que transcrevemos abaixo, os quais estão relacionados à acomodação de conceitos já utilizados em outras partes do Anexo Normativo II⁶⁸ e a troca da expressão “fundo” ou “FIDC” por “classe”, quando aplicável, bem como uma acomodação em relação às classes de FIDC cuja denominação contenha o sufixo “Incentivada” ou um dos sufixos “Infraestrutura” ou “PD&I”, conforme o caso.

Art. 48. A aplicação de recursos em direitos creditórios e outros ativos de emissão, responsabilidade ou coobrigação de um mesmo devedor ou emissor está limitada a até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido da classe de cotas.

§ 1º Para efeito de cálculo dos limites, consideram-se:

I – como pertencentes a um único emissor ou devedor:

- a) os direitos creditórios e outros ativos financeiros de responsabilidade ou coobrigação de devedores integrantes de um mesmo grupo econômico; e
- b) os ativos emitidos por integrantes de um mesmo grupo econômico.

⁶⁸ Como a inclusão de determinados créditos originados a partir de receitas públicas no conceito de “direitos creditórios não-padronizados” e a extinção do conceito de “FIC-FIDC”, bem como o maior espaço que se dá para as instituições de pagamento, como um todo, em diversos trechos deste documento.

§ 2º ~~Caso a classe de cotas não for destinada ao público em geral, o~~ O percentual referido no **caput** pode ser elevado quando:

I – se tratar de aplicações em:

- a) títulos públicos federais;
- b) operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais; e
- c) cotas de fundos que possuam como política de investimento a alocação exclusiva nos títulos a que se referem as alíneas “a” e “b”;

II – a classe de cotas for destinada exclusivamente a investidores no mínimo qualificados e:

~~I~~ a) o devedor ~~ou coobrigado~~:

- a) 1. tenha registro de companhia aberta;
- b) 2. seja instituição financeira ou equiparada ~~ou instituição de pagamento~~; ou
- e) 3. seja entidade que tenha suas demonstrações contábeis relativas ao exercício social imediatamente anterior à data ~~de constituição do fundo~~ da cessão dos direitos creditórios ao FIDC ou da emissão dos ativos financeiros, conforme o caso, elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a regulamentação editada pela CVM, e auditadas por auditor independente registrado na CVM; ou

~~II~~ se tratar de aplicações em:

- ~~a) títulos públicos federais;~~
- ~~b) operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais; e~~
- ~~c) cotas de fundos que possuam como política de investimento a alocação exclusiva nos títulos a que se referem as alíneas “a” e “b”.~~

b) se tratar de aplicações em:

- 1. cotas de FIDC; e
- 2. ativos enquadrados nos termos do art. 2º da Lei nº 12.431, de 2011, desde que a classe em questão tenha o sufixo “Infraestrutura”.

§ 3º Na hipótese prevista ~~na alínea “c” do inciso I no item 3 da alínea “a” do inciso II~~ 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 coobrigado~~, na página eletrônica na rede mundial de computadores onde serão fornecidas as informações sobre ~~o fundo a classe de cotas~~, até o seu encerramento ou até o exercício em que os direitos creditórios de responsabilidade ~~ou coobrigação~~ do devedor ~~ou do coobrigado~~ deixarem de representar mais de 20% (vinte por cento) dos direitos creditórios que integram o patrimônio ~~do fundo da classe~~.

[...]

§ 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 ~~de fundo~~ da classe e partes relacionadas.

[...]

§ 7º ~~As~~ Não estão submetidas ao limite de concentração por emissor previsto no caput:

I – as aplicações em direitos creditórios ~~decorrentes~~ de titularidade ~~receitas públicas originárias~~ ~~ou derivadas~~ titularidade da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios ou de suas autarquias e fundações, ~~quando decorrerem de receitas públicas dessas pessoas jurídicas;~~ ~~assim como~~

II – as aplicações em direitos creditórios cedidos ou originados e as aplicações em ativos financeiros emitidos por empresas controladas pelo poder público, ~~não estão submetidas ao limite de concentração por emissor previsto no caput;~~

III – as aplicações em direitos creditórios ou ativos financeiros que contem com coobrigação de empresas controladas pelo poder público; e

IV – os direitos creditórios de que tratam o inciso II do § 1º do art. 2º deste Anexo II.

§ 8º Os limites de concentração dos ativos de que trata o inciso IV do § 7º, por tipo de precatório federal ou requisição de pequeno valor, tomados individualmente, são:

- a) 20% (vinte por cento), no máximo, do patrimônio da classe destinada ao público em geral;
- b) 40% (quarenta por cento), no máximo, do patrimônio da classe destinada exclusivamente a investidores qualificados; e
- c) ilimitados, no caso da classe destinada exclusivamente a investidores profissionais.

Art. 49. Ressalvada a hipótese de subscrição de cotas subordinadas pelo cedente e/ou pelo originador, o percentual máximo que a política de investimento pode prever que seja investido diretamente em direitos creditórios não-padronizados é:

I – quando destinada ao público em geral, 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido da classe; e

II – quando destinada exclusivamente a investidores qualificados, 10% (dez por cento) do patrimônio líquido da classe;

III – quando destinada exclusivamente a investidores profissionais, 100% (cem por cento) do patrimônio líquido da classe.

Art. 50. Sem prejuízo do disposto neste CAPÍTULO X, a aplicação em cotas de classes de FIDC que admitam a aquisição de direitos creditórios não-padronizados é:

I – limitada a no máximo 5% (dez por cento) do patrimônio líquido da classe investidora, na hipótese de a classe ser destinada ao público em geral;

II – limitada a no máximo 10% (dez por cento) do patrimônio líquido da classe investidora, na hipótese de a classe ser exclusivamente destinada a investidores qualificados; e

III – ilimitada, na hipótese de a classe investidora ser exclusivamente destinada a investidores profissionais.



Parágrafo único. O regulamento e, se houver, a lâmina da classe de cotas deve(m) especificar o percentual máximo do patrimônio que pode ser aplicado em uma única classe de cotas, sem prejuízo de outras disposições deste Anexo II.

~~Seção II — Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios~~

~~Art. 49. As aplicações em cotas de uma mesma classe não podem exceder 25% (vinte e cinco por cento) do patrimônio líquido da classe de investimento em cotas investidora.~~

~~Parágrafo único. Caso a classe de investimento em cotas não seja destinada ao público em geral, o regulamento pode disciplinar a extrapolação do limite.~~

~~Art. 50. O regulamento e, se houver, a lâmina da classe de cotas devem especificar o percentual máximo do patrimônio que pode ser aplicado em uma única classe de cotas, sem prejuízo deste Anexo II.~~

~~Art. 51. A aplicação de FIC-FIDC em cotas de classes de FIDC que admitam a aquisição de direitos creditórios não padronizados é:~~

~~I — limitada a no máximo 5% (dez por cento) do patrimônio líquido da classe investidora, na hipótese de a classe ser destinada ao público em geral;~~

~~II — limitada a no máximo 10% (dez por cento) do patrimônio líquido da classe investidora, na hipótese de a classe ser exclusivamente destinada a investidores qualificados; e~~

~~III — ilimitada, na hipótese de a classe investidora ser exclusivamente destinada a investidores profissionais.~~

29.4. Investimento no exterior (sem correspondência na Minuta)

Desde sua criação no Brasil, em 2001, os FIDC sempre foram proibidos de aplicar recursos no exterior. Tal vedação não partiu da Resolução CMN 2.907, mas sim da própria Instrução CVM 356⁶⁹. Nesse sentido, a vedação sempre foi no nível imediato de investimento, isto é: um FIDC que invista a parte remanescente de seu patrimônio líquido em FIF permitidos os quais, por sua vez, apliquem parte de seu patrimônio líquido direta ou indiretamente no exterior, está com a carteira enquadrada. Já a regra proposta pela Minuta no § 4º do art. 47 do Anexo Normativo II estabelece uma proibição total de investimento no exterior⁷⁰. Ou seja, se essa proposta de regra se mantiver na Norma Editada, os FIDC só poderão investir em FIF que vedem o investimento no exterior.

⁶⁹ Conforme o art. 36, inciso III, da Instrução CVM 356: "Art. 36. É vedado à instituição administradora, em nome do fundo: [...] III – aplicar recursos diretamente no exterior".

⁷⁰ Ressalvado que não existirá mais a obrigação de consolidar a carteira do FIDC investidor com as carteiras dos Fundos de Investimento investidos, que não aparece parte geral da Minuta e ficou restrita ao Anexo Normativo I, portanto aplicável apenas a FIF. Portanto, apesar da



Em nosso entendimento, essa proposta vai na contramão do mercado: não se deveria tentar reduzir ainda mais as hipóteses de aplicação dos FIDC fora do país, mas sim expandi-las. Há várias razões para isso.

Em primeiro lugar, a taxa básica de juros baixa é uma realidade atual que, ainda que não se mantenha no futuro, sempre poderá retornar para diminuir sensivelmente a rentabilidade dos rendimentos locais em títulos de renda fixa. Dessa forma, para exercer na plenitude o dever fiduciário a que os gestores de Fundos de Investimento buscarão, via de regra, a maior rentabilidade possível para os cotistas. Assim, permitir que eles invistam em ativos financeiros no exterior é lhes disponibilizar uma ferramenta adicional para cumprirem seus mandatos.

Em segundo lugar, a despeito de determinados movimentos políticos minoritários, o mundo é cada vez mais conectado e os negócios cada vez mais são feitos e pensados a nível global. Dessa forma, existe uma quantidade cada vez maior de relações contratuais estabelecidas com contratos *cross-border* e operações locais que poderiam ser securitizadas internacionalmente. Permitir o acesso de FIDC a tais mercados poderia permitir um maior amadurecimento da indústria nacional e ampliaria seu mercado para todo o mundo, possibilitando estruturas muito inovadoras.

Some-se a isso, em diversas jurisdições, o *rule of law* é uma instituição tão ou mais valorizada que no Brasil, o que permitiria que, em posse de documentação comprobatória adequada, o FIDC não deveria ter dificuldades ao cobrar judicial ou extrajudicialmente direitos creditórios no exterior.

Dessa forma, parece-nos que há uma demanda reprimida do mercado de securitização para acesso de FIDC a direitos creditórios no exterior, o que se evidencia por pedidos à CVM para que FIDC invistam no exterior⁷¹, bem como outros diversos pleitos e discussões mantidas com participantes para constituição de estruturas com crescente flexibilidade para investimento no exterior⁷². Nesse ponto, devemos ressaltar que, salvo

proibição, o FIDC ainda poderá indiretamente investir no exterior, por meio de FIF investidos que acabem investindo em classes de Fundos de Investimento que não precisem ser consolidadas.

⁷¹ Cite-se o Processo nº RJ-2011-12448 e o Processo nº 19957.002752/2016-18.

⁷² A título de ilustração, citamos a Resolução CVM 3, que representou importante inovação no marco regulatório dos certificados de valores mobiliários, sendo a primeira normatização dessa CVM sobre BDR de títulos de dívida e BDR de frações ideais de produtos de investimento coletivo em índice de mercado e, ainda, permitindo pela primeira vez o acesso direto de investidores não-qualificados a BDR. Em complemento, a própria Minuta, no Anexo Normativo I, busca facilitar ao cesso de FIF e FIC-FIF destinados ao público em geral a ativos financeiros no exterior.



no caso dos Fiagro, FII, FIP das categorias “Infraestrutura” ou “PD&I” e Funcine – que têm diplomas jurídicos com força e lei que os regulamentam⁷³ –, os Fundos de Investimento, em geral, podem investir no exterior. Essa restrição ao investimento no exterior, por ser de natureza infralegal, está em evidente desconhecimento com o estado da arte da regulação editada por essa CVM em relação aos Fundos de Investimento em geral e não está compatível com a mobilidade espacial e a globalidade com que os negócios são conduzidos nos tempos atuais – em especial considerando que cada vez mais relações contratuais serão constituídas exclusivamente de forma remota, eletronicamente e, por vezes, automaticamente por meio de um algoritmo (por meio de *smart contracts*, *i.e.*, contratos inteligentes).

Uma vez mais, solicitamos que a liberdade contratual seja garantida e que não sejam impostas restrições regulatórias que não têm fundamento econômico para a proteção dos investidores. Deveriam os FIDC poder investir em ativos financeiros e em direitos creditórios no exterior, por ser uma legítima estratégia de investimento que os investidores brasileiros atualmente são privados de acessar via tais veículos de investimento.

Assim, em nossa opinião, é oportuno que a Resolução permita aos FIDC a aquisição de ativos financeiros e de direitos creditórios no exterior, de forma direta ou indireta, não devendo a Norma Editada manter a restrição antiquada existente na regulamentação em vigor – a qual a Minuta propõe que se mantenha.

Para que isso se efetive, propomos a definição de três novos conceitos no art. 2º do Anexo Normativo II: “ativos financeiros no exterior”, “direitos creditórios não padronizados no exterior” e “direitos creditórios no exterior”. A seguir, propomos regras específicas para o investimento em cada uma dessas modalidades de ativos.

(a) *Definições de “direitos creditórios não padronizados no exterior” e “direitos creditórios no exterior” (art. 2º, caput)*

Propomos também que seja criado o conceito de “direitos creditórios no exterior”. Em nossa visão, o principal fator para se considerar um direito creditório “no exterior” não deveria ser o local no qual o lastro tenha sido constituído ou onde tenha performada a

⁷³ As vedações estão contidas nos seguintes dispositivos: (i) em relação aos Fiagro: arts. 12, inciso III, e 20-F da Lei 8.668; (ii) em relação aos FII: art. 12, inciso III, da Lei 8.668; (iii) em relação aos FIP “Infraestrutura” e aos FIP “PD&I”, o art. 1º, *caput*, da Lei 11.478; e (iv) em relação aos Funcine, o art. 43 da Medida Provisória 2.228-1/2001, conforme regulamentado pelo art. 21 do Decreto 6.304/2007, na medida em que prevê o investimento apenas em projetos de empresas brasileiras ou em títulos de emissão do Tesouro Nacional ou do BCB.



operação subjacente à constituição do crédito ou onde estejam localizados bens executáveis dos devedores, tampouco a submissão da cobrança do direito creditório a direito estrangeiro ou a competência absoluta de jurisdição estrangeira para decidir o litígio. Em nossa visão, as operações *cross-border* são complexas e uma única solução não atenderá a todas de forma satisfatória.

Por isso, sugerimos que a definição de um “direito creditório no exterior” esteja ligada ao risco preponderante de cobrança estar ou não no exterior, sendo a competência para interpretar essa definição uma atribuição do gestor, conforme cada caso.

Nesse âmbito, é necessário fazer determinadas adaptações no conceito de “direitos creditórios não-padronizados” e criar um conceito distinto de “direitos creditórios não-padronizados no exterior”, de forma a que a linha divisora seja o direito aplicável. Abaixo deixamos uma redação propositiva para essa CVM do que entendemos que poderia ser incluído no Anexo Normativo II, na Norma Editada.

(b) *Seção específica dentro do CAPÍTULO IX*

Considerando todo o racional para as definições de “ativos financeiro no exterior” e “direitos creditórios no exterior”, bem como “direitos creditórios não-padronizados no exterior” e considerando, ainda, que propomos a extinção do conceito de “FIC-FIDC”, a Seção II do CAPÍTULO IX poderia ser destinada à regulação do investimento em direitos creditórios no exterior pelos FIDC.

Nossa proposta é uma regra que se espelhe na regra aplicável aos FIF, *mutatis mutandis*, para o que se refere aos limites de investimento no exterior aplicáveis a classes de cotas destinadas a cada público-alvo previsto na Instrução CVM 539, tanto em relação aos ativos financeiros no exterior quanto aos direitos creditórios no exterior. Em qualquer caso, os limites para aplicação nesses direitos creditórios no exterior deverão estar expressamente previstos no regulamento, assim como os fatores de risco a esses associados.

Em linha com a Instrução CVM 555 e com a redação sobre investimento exterior que a Minuta mantém, conforme redação do Anexo Normativo I, sugerimos também que as classes cujo regulamento permita o investimento de parcela superior a 50% (cinquenta por cento) de seu patrimônio em direitos creditórios no exterior deveriam utilizar o sufixo “Investimento no Exterior”, conforme redação propositiva abaixo.

Adicionalmente, considerando que não seria possível o registro dos direitos creditórios no exterior junto a entidade registradora autorizada a funcionar pelo BCB, entendemos que não se aplicaria a obrigação de registrá-los, prevista no inciso I do *caput* do art. 36



do Anexo Normativo II. Para deixar isso claro ao mercado, sugerimos que isso conste expressamente na Norma Editada no ponto a que se refere ao investimento em direitos creditórios no exterior.

CAPÍTULO II - DEFINIÇÕES

Art. 2º Para efeitos desta Resolução, entende-se por:

[...]

● – ativos financeiros no exterior: quando negociados no exterior:

a) títulos da dívida pública de pessoa jurídica de direito público externo; e

desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização por autoridade local reconhecida, valores mobiliários de renda fixa;

[...]

● – direitos creditórios não-padronizados no exterior: direitos creditórios no exterior que apresentem ao menos uma das características descritas nas alíneas "a", "c", "d", "e" ou "h" do inciso XIV ou:

a) sejam de titularidade de pessoa jurídica de direito público externo, desde que decorram de receitas públicas dessas pessoas jurídicas;

b) o cedente ou o devedor esteja submetido a procedimento judicial ou extrajudicial que suspenda parte ou a totalidade das execuções contra seu patrimônio e que vise a permitir a reestruturação de suas dívidas, pendendo ou não haver a designação de um administrador para o patrimônio de afetação; ou

c) tenham seu rendimento exposto a ativos que não os créditos cedidos ao fundo, tais como derivativos de crédito, quando não utilizados para proteção ou mitigação de risco da carteira de direitos creditórios e que não enquadrem nos critérios definidos na alínea "i" do inciso XIV acima.

● – direitos creditórios no exterior: direitos creditórios cujo risco de crédito e cobrança esteja localizado preponderantemente no exterior, devendo o juízo sobre esse enquadramento ser feito pelo gestor, observado o disposto no § 3º;

[...]

§ 3º Para os fins do inciso ● do **caput**, o gestor poderá considerar, conforme justificativa pautada em critérios objetivos e documentada de forma verificável:

I – a jurisdição competente para o ajuizamento de um processo de cobrança do direito creditório inadimplido;

II – a submissão a direito estrangeiro do processo de cobrança do direito creditório inadimplido;

III – o local onde a obrigação que origina o direito creditório tenha sido realizada;

IV – o local onde o devedor ou seus bens executáveis estejam localizados; ou



V – outros fatores que o gestor julgue relevantes.

[...]

CAPÍTULO IX – CARTEIRA

[...]

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 a classe de investimento em cotas deve possuir no mínimo 67% (sessenta e sete por cento) de seu patrimônio líquido representado~~ ou por cotas de FIDC ~~ou FIC-FIDC~~.

[...]

~~§ 4º — É vedada a aplicação de recursos na aquisição de direitos creditórios e ativos financeiros no exterior~~

Seção II – Investimento no Exterior

Art. [●]. O regulamento deve prever expressamente a possibilidade ou não de investimento em direitos creditórios no exterior e/ou ativos financeiros no exterior e o limite de concentração da classe nesses ativos.

Parágrafo único. Os ativos financeiros no exterior e os direitos creditórios no exterior estão dispensados do registro junto ao prestador de serviço a que se refere o inciso I do **caput** do art. 36 deste Anexo II.

Art. [●]. Os FIDC devem observar os seguintes limites de concentração ao aplicar em ativos financeiros no exterior:

I – todo o montante da carteira que não estiver alocado em direitos creditórios, para classes destinadas exclusivamente a investidores profissionais; e

II – até 40% (quarenta por cento) de seu patrimônio líquido para classes exclusivamente destinadas a investidores qualificados.

§ 1º Na seleção dos ativos financeiros no exterior, o gestor é responsável por executar procedimentos compatíveis com as melhores práticas do mercado, assegurando que as estratégias a serem implementadas no exterior estejam de acordo com o objetivo, política de investimento e níveis de risco.

§ 2º Os ativos financeiros no exterior devem observar, ao menos, uma das seguintes condições:

I – ser registrados em sistema de registro, objeto de escrituração de ativos, objeto de custódia ou objeto de depósito central, em todos os casos, por instituições devidamente autorizadas em seus países de origem e supervisionados por autoridade local reconhecida; ou

II – ter sua existência diligentemente verificada pelo gestor e/ou pelo administrador, que deve verificar, ainda, que tais ativos estão escriturados ou custodiados, em ambos os casos, por entidade devidamente autorizada para o exercício da atividade por autoridade de países signatários do Tratado de Assunção ou em outras jurisdições, desde que, neste último caso, seja supervisionada por autoridade local reconhecida.

§ 3º O cumprimento pelo gestor da obrigação de verificação de que trata o inciso II do § 2º deve contar com fiscalização do administrador.

§ 4º A aplicação de recursos em frações ideais de veículo de investimento negociadas no exterior deve observar, no mínimo, as seguintes condições:

I – o gestor deve se certificar de que o custodiante ou escriturador do veículo de investimento no exterior possui estrutura, processos e controles internos adequados para desempenhar as seguintes atividades:

- a) prestar serviço de custódia ou escrituração de ativos, conforme aplicável;
- b) executar sua atividade com boa fé, diligência e lealdade, mantendo práticas e procedimentos para assegurar que o interesse dos investidores prevaleça sobre seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas;
- c) realizar a boa guarda e regular movimentação dos ativos mantidos em custódia ou, no caso de escrituradores, atestar a legitimidade e veracidade dos registros e titularidade dos ativos; e
- d) verificar a existência, a boa guarda e a regular movimentação dos ativos integrantes da carteira do fundo ou veículo de investimento no exterior; e

II – o gestor deve assegurar que veículo de investimento no exterior atenda, no mínimo, às seguintes condições:

- a) seja constituído, regulado e supervisionado por autoridade local reconhecida;
- b) tenha o valor de sua fração ideal negociada calculado a cada resgate ou a cada investimento e, no mínimo, a cada 30 (trinta) dias;
- c) tenha administrador, gestor, custodiante ou prestadores de serviços que desempenhem funções equivalentes capacitados, experientes, de boa reputação e devidamente autorizados a exercer suas funções por autoridade local reconhecida;
- d) possua custodiante supervisionado por autoridade local reconhecida;
- e) tenha suas demonstrações financeiras auditadas por auditor independente; e
- f) tenha política de controle de riscos e limites de alavancagem compatíveis com a política do FIDC investidor.

§ 5º As aplicações em ativos financeiros no exterior não são cumulativamente consideradas no cálculo dos correspondentes limites de concentração a que se refere o art. 48 deste Anexo II.

§ 6º Para efeitos deste Anexo II, os ativos financeiros negociados em países signatários do Tratado de Assunção equiparam-se aos ativos financeiros negociados no mercado nacional.

Art. [●]. Os FIDC devem observar os seguintes limites de concentração ao aplicar:

I – em direitos creditórios no exterior:

- a) ilimitado, para classes destinadas exclusivamente a investidores profissionais; e



b) até 40% (quarenta por cento) de seu patrimônio líquido para classes exclusivamente destinadas a investidores qualificados;

II – em direitos creditórios não-padronizados no exterior, ilimitadamente, para classes destinadas exclusivamente a investidores profissionais;

Parágrafo único. A política de investimentos da classe de cotas destinada exclusivamente a investidores qualificados pode extrapolar o limite estabelecido na alínea 'b)' no inciso I do **caput**, desde que o regulamento disponha pormenorizadamente sobre os diferentes direitos creditórios no exterior que pretende adquirir, indicando:

I – a região geográfica em que foram constituídos e onde se localizam os devedores;

II – exigências da jurisdição de origem para que se reconheça a existência, a validade e a eficácia do lastro dos direitos creditórios no exterior e da cessão ao FIDC;

III – requisitos mínimos e riscos associados ao não reconhecimento da validade ou da eficácia da cessão dos direitos creditórios no exterior pela jurisdição brasileira;

IV – os riscos a que estão expostos; e

V – qualquer outra informação que julgue relevante.

Art. [●]. Caso a política de investimento admita a aplicação de parcela superior a 50% (cinquenta por cento) do patrimônio líquido em direitos creditórios no exterior, à denominação da classe deve ser acrescido o sufixo "Investimento no Exterior".

29.5. Negociação de direitos creditórios vincendos

Atualmente, a Instrução CVM 356 e as demais normas aplicáveis aos FIDC permitem que os direitos creditórios em carteira sejam renegociados. Porém, apenas em condições excepcionais.

Cite-se, nesse contexto, o emblemático caso do Processo Administrativo Sancionador nº RJ-2013-5456⁷⁴:

13. É fato que não há vedações expressas na regulação a respeito da liquidação de direitos creditórios por meio de compensação. Aliás, considerando que direitos creditórios são investimentos necessariamente de alto risco, é natural que exista inadimplência e, em sua ocorrência, que exista renegociação de prazos e termos dos contratos originalmente cedidos. Impedir tal renegociação seria impedir o fundo de fazer uso de importantes recursos para redução de tais potenciais prejuízos.

[...]

22. Aliás, insta esclarecer: o problema não é a renegociação dos direitos creditórios em si, mas sim, fazê-lo de modo diverso do previsto no regulamento

⁷⁴ Julgado pela CVM em 20 de outubro de 2015 e decido em última instância por acórdão do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional de 24 de abril de 2018.



do fundo e sem dar a transparência de tal decisão aos cotistas. A alteração do procedimento operacional estipulado no Regulamento do FIDC UNION impactou no grau de risco suportado, de modo que não poderia ser realizada sem a ciência inequívoca dos cotistas e a certeza de que eles estavam de acordo com tal estruturação. Tal questão deveria ter sido explicitamente trazida aos cotistas em assembleia para alterar o Regulamento do FIDC UNION a fim de permitir um procedimento para alongamento das dívidas.

Vê-se que, nos termos excerto do voto do relator transcrito acima, os FIDC só poderiam renegociar direitos creditórios na carteira quando estes já estivessem vencidos.

Assim, os FIDC estariam, necessariamente, numa posição inferior à dos demais credores de um mesmo devedor, uma vez que estes teriam a possibilidade de, prospectivamente, renegociar as dívidas, sem a necessidade de esperar o vencimento do direito creditório, gerando maior previsibilidade em seus fluxos de caixa e, em consequência, mantendo uma operação de cobrança de direitos creditórios menos arriscada que o FIDC – o que implica a possibilidade de oferecer uma remuneração menor para os financiadores de sua estrutura de capital, por meio tanto de títulos de *equity* quanto de títulos de dívida.

Some-se a isso o fato de tal restrição aumentar as chances de o FIDC acabar, por amarras regulatórias, gerando um problema sistêmico para o devedor ao ter de esperar o vencimento para poder renegociar, gerando o possível *cross-default* ou *cross-acceleration* de outros contratos de financiamento firmados entre o devedor e seus credores, prejudicando o cedente e outros credores que não tinham nenhuma relação com o FIDC.

Por fim, a vedação regulatória à renegociação de contratos vincendos é um incentivo ao descumprimento de contratos, situação que causa arrepio aos princípios balizadores do ordenamento jurídico nacional.

Assim, como forma de preservação do interesse dos investidores do veículo de securitização e modo a privilegiar a regra de cumprimento dos contratos (*pacta sunt servanda*), sugerimos que os gestores estejam autorizados a, de modo a evitar um inadimplemento, agir preventivamente na renegociação dos termos pactuados em relação ao pagamento do direito creditório.

Essa autorização também serviria para melhorar o reporte de informações, uma vez que, estando expressamente prevista essa possibilidade na regulamentação, os FIDC observariam os mesmos procedimentos, garantindo maior compatibilidade das informações divulgadas por fundos administrados e geridos por prestadores de serviços diferentes. Além disso, certamente teriam menores índices de inadimplência e, conseqüentemente, menores impactos sobre a classificação de risco de crédito,



resultando no barateamento do acesso a crédito pelos patrocinadores tanto de estruturas monocedentes quanto de estruturas multicedentes.

Ressalte-se que tanto a melhor doutrina jurídica considera que repactuações contratuais não constituem novação – que seria entendido como uma nova obrigação, desfazendo-se, portanto, a relação contratual estabelecida originalmente, de forma prévia à cessão – se não houver a vontade das partes, expressa ou tácita, em extinguir a dívida anterior e substituí-la por uma nova (*animus novandi*)⁷⁵. Assim, na novação pode haver continuidade econômica, mas não continuidade jurídica⁷⁶. JOSÉ SORIANO DE SOUZA NETO salienta que a simples modificação quantitativa da prestação não configura novação, por não extinguir a obrigação anterior⁷⁷. Essa posição é suportada pela jurisprudência pátria⁷⁸.

Portanto, o parâmetro de atuação do FIDC que propomos é a renegociação sem implicar novação do crédito, de forma a apresentar uma definição principiológica mínima e clara para o tema, que poderá ser complementada conforme os limites e condições que poderão ser previstos no regulamento de cada FIDC, em linha com o princípio da liberdade contratual tão abordado ao longo dessa manifestação.

30. Classes destinadas exclusivamente a investidores qualificados (art. 53)

Antes de expor nossas propostas abaixo, gostaríamos de ressaltar os pontos levantados no preâmbulo a esta PARTE D: a proposta da CVM para o Anexo Normativo II não diferencia adequadamente as liberdades de contratação para as classes restritas em

⁷⁵ Ver, por exemplo: (i) DINIZ, Maria Helena. **Novação. Doutrinas Essenciais de Obrigações e Contratos**, [S./], Revista dos Tribunais, v. 2, pp. 865-879, jun. 2011; (ii) GOMES, Orlando. **Obrigações**. 18ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2016; (iii) MARTINS-COSTA, Judith. **Do Direito das Obrigações: Do Adimplemento e da Extinção das Obrigações**. Vol. V. Tomo I. Rio de Janeiro: Forense, 2003. *In*: TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo (coord.). **Comentários ao Novo Código Civil**. Rio de Janeiro: Forense, 2003; (iv) NERY JÚNIOR, Nelson. **Novação em Contrato de Honorários Advocatícios. Soluções Práticas de Direito**, [S./], Revista dos Tribunais, v. 7, pp. 19-32, set. 2014; e/ou (v) PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. Vol. II, 26ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

⁷⁶ MARTINS-COSTA, Judith. **Do Direito das Obrigações: Do Adimplemento e da Extinção das Obrigações**. Vol. V. Tomo I. Rio de Janeiro: Forense, 2003. p. 527. *In*: TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo (coord.). **Comentários ao Novo Código Civil**. Rio de Janeiro: Forense, 2003.

⁷⁷ SOUZA NETO, José Soriano de. **Da novação**. 2ª ed. aum. São Paulo: Saraiva, 1937. p. 138 *apud* GOMES, Orlando. **Obrigações**. 18ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 2016.

⁷⁸ Ver, por exemplo a decisão unânime da Quarta Turma do Superior Tribunal de Justiça, no Recurso Especial nº 1.231.373, de relatoria do MIN. LUIS FELIPE SALOMÃO, julgado em 7 de fevereiro de 2017.



relação às classes cujas cotas possam ser colocadas junto a investidores em geral. Pode-se até mesmo dizer que a proposta da CVM é mais restritiva em relação à própria Instrução CVM 356 em muitos aspectos relevantes da administração e gestão de uma carteira de FIDC.

Em nossa visão, as sugestões abaixo em muito poderiam contribuir para o bom funcionamento de tais veículos de investimento como instrumentos de securitização, levando crédito a quem precisa.

Caso essa CVM não concorde com qualquer das propostas apresentadas nos acima, solicitamos que essas sejam consideradas em relação às classes restritas a investidores profissionais.

30.1. Prestação de fiança, aval, aceite ou qualquer outra forma de coobrigação (art. 53, inciso III)

Nos termos da regulamentação em vigor, os administradores e gestores de FIDC não podem prestar aval, fiança, aceite ou se coobrigar sob qualquer outra forma, em nome do FIDC. O fato dessa D. CVM prever tal possibilidade na Minuta é um grande avanço regulatório e acreditamos que poderia contribuir muito para a indústria.

Não obstante, em nossa visão, a prestação de fiança, aval, aceite ou qualquer outra forma de coobrigação em nome do FIDC deve ser uma atribuição do gestor, sem necessidade de consulta à assembleia de cotistas ou a qualquer comitê ou conselho⁷⁹, desde que expressamente previstas em regulamento as situações e condições gerais em que referidas operações possam ser realizadas. Acreditamos que a possibilidade de concessão de fiança, aval, aceite ou outras formas de coobrigação em nome do Fundo de Investimento é uma prerrogativa intrinsecamente relacionada à gestão da carteira e deveria caber ao gestor, na qualidade de responsável do ponto de vista regulatório pelas decisões de gestão.

Em nossa opinião, a manutenção dessa matéria como competência privativa da assembleia de cotistas é prejudicial ao bom funcionamento da indústria de FIDC. Em primeiro lugar, existe o problema da paralisia decisória diante do absentismo, já mencionada diversas vezes ao longo desta manifestação e já conhecida por essa CVM. Em segundo lugar, os cotistas muitas vezes não têm competência técnica para a tomada dessa decisão de forma a maximizar o retorno da carteira. Por fim, com base no princípio da liberdade contratual, entendemos que os gestores e investidores deveriam ter liberdade para negociar e definir, nos regulamentos, a governança adequada para

⁷⁹ Todavia, não sendo proibido que se estabeleça tal governança, quando for o caso.



eventuais outorgas de garantias fidejussórias ou reais pelos respectivos Fundos de Investimento – eventuais restrições, aplicações ou limitações.

Por isso, sugerimos suprimir qualquer referência à necessidade de aprovação disso em assembleia.

Art. 53. No que se refere à classe de cotas destinada exclusivamente a investidores qualificados, o regulamento pode:

[...]

~~III— admitir a prestação de fiança, aval, aceite ou qualquer outra forma de coobrigação, em nome do fundo, relativamente a operações direta ou indiretamente relacionadas à carteira de ativos, sendo necessária a concordância de cotistas representando, no mínimo, 67% (sessenta e sete por cento) do patrimônio da classe que estiver assumindo a coobrigação.~~

Caso essa CVM não concorde com nossa proposta de inclusão deste item no art. 87 da Resolução, sugerimos que a possibilidade de prestação de coobrigação pelo gestor, em nome do FIDC, fique restrita às classes de cotas destinadas exclusivamente a investidores qualificados.

Ainda, caso essa CVM discorde mesmo de nossa sugestão subsidiária, pedimos que considere permitir apenas aos FIDC a possibilidade de diminuição do quórum da assembleia de cotistas no caso de o FIDC contar com dispersão relevante na propriedade das cotas.

30.2. Dispensas relacionadas ao regime informacional (sem correspondência na Minuta)

Na Minuta, essa CVM melhorou em grande monta o regime informacional relacionado aos FIDC. Isso dá forte segurança para o investidor de varejo e está em linha com a missão institucional da CVM⁸⁰.

Porém, a Minuta, em diversos pontos, não prevê grandes diferenças de tratamento entre os prestadores de serviços essenciais, a CVM e os investidores por nível de sofisticação destes. Investidores com perfis mais sofisticados deveriam receber um tratamento a sua altura, com regras mais flexíveis. Isso significa também que tais investidores demandam da CVM uma atuação menos ativa, já que, por terem maior entendimento das operações que contratam e dos riscos a elas associados, demandam da autarquia menos proteção.

⁸⁰ Qual seja: a proteção ao investidor, conforme a exposição de motivos da Lei 6.385.



Ressalte-se que as informações que propomos dispensar são todas análises gerenciais do gestor: (i) informações descritivas diferenciadas para os principais originadores da carteira; (ii) impacto no valor do patrimônio líquido e na rentabilidade de eventos de pré-pagamento de direitos creditórios; e (iii) impacto no valor do patrimônio líquido e na rentabilidade em caso de descontinuidade da originação dos direitos creditórios. A dispensa de reportar à CVM não significa, em nenhuma hipótese, que o gestor não é obrigado a manter relatórios gerenciais para o bom desempenho de suas atribuições em relação à carteira, tão somente representaria um alívio da carga regulatória e uma redução de custos de conformidade – pleito importantíssimo para o mercado.

Art. 53. No que se refere à classe de cotas destinada exclusivamente a investidores qualificados, o regulamento pode:

[...]

III – prever o não cumprimento pelo administrador das obrigações previstas nas alíneas “i”, “j” e “k” do inciso V do art. 32 deste Anexo II;

30.3. Integralização em ativos financeiros ou direitos creditórios – independente da subclasse (sem correspondência na Minuta)

O regulamento é um contrato e, como tal, deve fazer jus a todas as prerrogativas de proteção à liberdade de contratação previstos na LLE. Ressaltamos que, quando os investidores forem qualificados, é ainda mais evidente, considerando a qualificação técnica do investidor, que deveria ser permitido às partes – investidores e prestadores de serviços essenciais – livremente contratar os termos mediante os quais serão integralizadas as cotas subscritas e distribuídos os proventos do Fundo de Investimento.

Sugerimos, pelo entendimento exposto, que o regulamento possa prever critérios e condições objetivas para admitir a integralização de cotas em ativos financeiros ou em direitos creditórios, ressalvado que não poderia resultar dessa integralização o desenquadramento da carteira. Em nossa visão, o regulamento poderia prever procedimentos automáticos (“pré-autorização”) ou estabelecer competência para que alguma instância decisória delibere a aceitação desses ativos – o administrador, o gestor, um comitê previamente constituído, um comitê *ad hoc* especialmente designado, a assembleia de cotistas *etc.*).

Nesse ponto, ressalte-se, adicionalmente, que os FIP e FIF e FII cujas cotas sejam destinadas exclusivamente a investidores qualificados podem admitir a integralização de cotas em títulos e valores mobiliários. Assim, por uma questão de consistência



regulatória, sugerimos que essa faculdade também seja garantida aos FIDC – independente da subclasse.

Art. 53. No que se refere à classe de cotas destinada exclusivamente a investidores qualificados, o regulamento pode:

[...]

IV – admitir a utilização de ativos financeiros ou direitos creditórios na integralização de cotas de subclasse sênior ou de classe não dividida em subclasses, com o estabelecimento de critérios detalhados e precisos para a adoção desses procedimentos;

30.4. Pagamento de amortização e resgate em ativos financeiros – independente da subclasse (sem correspondência na Minuta)

Num cenário de baixa liquidez da carteira, o FIDC pode vir a ter dificuldade para pagar um resgate. Dessa forma, a permissão para que o regulamento discipline as situações em que esse resgate poderia ser pago em ativos financeiros poderia facilitar tais situações estressantes para a carteira, especialmente em períodos de maior volatilidade nos mercados e em períodos de forte iliquidez.

Certamente, a amortização e o resgate são sempre preferíveis quando pagos em moeda corrente nacional. Dito isso, numa classe de cotas restrita a investidores qualificados, deveria ser permitido o pagamento com ativos financeiros, que, pela sua característica, muitas vezes têm liquidez semelhante à de caixa. Dessa forma, os recursos em caixa de fato podem ser utilizados para pagar as amortizações dos cotistas seniores ou de classes unas.

Em nossa visão, se o Anexo Normativo II permite o resgate em direitos creditórios, deveria permitir o resgate em ativos financeiros. Isso porque o investimento em direitos creditórios é, em geral, mais estratégico para o FIDC que o investimento em ativos financeiros – que é feito com a parcela excedente do patrimônio, isto é, aquela não alocada em direitos creditórios ou cotas de outros FIDC, a entrega de direitos creditórios para um investidor que se retire da classe de cotas poderia fazer muito mais falta que a entrega de ativos financeiros – até porque estes são, em geral, mais líquidos, portanto mais facilmente substituíveis no mercado⁸¹.

⁸¹ Isso não significa que os ativos financeiros não sejam instrumentos importantes de gerenciamento de liquidez e de *hedge*, bem como possibilitarem ganhos mais estáveis ou ganhos alavancados, por vezes.



Ressalte-se que, adicionalmente, é permitido, nos termos da Instrução CVM 555, o resgate de cotas em ativos financeiros para todas as espécies de Fundos de Investimento, exceto FIDC, que têm impedimento específico disciplinado no art. 15 da Instrução CVM 356. Em nosso entendimento, isso se dá por uma desatualização normativa em relação aos FIDC, já que seu regramento é mais antigo que o regramento de outras espécies de Fundos de Investimento. Assim, entendemos que, na atualização que virá com a Norma Editada, dever-se-ia admitir que as cotas fossem resgatáveis e amortizáveis em ativos financeiros, nos termos disciplinados no regulamento, garantindo-se plena liberdade contratual para os participantes da indústria, nos termos da LLE.

Por essas razões, sugerimos que não haja impedimento regulatório à amortização com ativos financeiros para tais classes com cotistas mais sofisticados.

Art. 53. No que se refere à classe de cotas destinada exclusivamente a investidores qualificados, o regulamento pode:

[...]

V – admitir a utilização de ativos financeiros na amortização e no resgate de cotas além das hipóteses previstas no art. 22, com o estabelecimento de critérios detalhados e precisos para a adoção desses procedimentos;

30.5. Verificação do lastro dos direitos creditórios de forma posterior à cessão (sem correspondência na Minuta)

A realização da verificação de lastro dos direitos creditórios de forma prévia à cessão, nas carteiras com grande volume de crédito, revolvência e outras características específicas, pode ser imensamente mais trabalhosa que a verificação posterior, a qual permite ao FIDC não perder negócios cuja razão econômica dependa muito da tempestividade da operação. Isso é especialmente agravado por estruturas cujos direitos creditórios não estejam lastreados em documentos eletrônicos – o que será cada vez menos comum, mas é improvável que desapareça de todo.

Nesse sentido, considerando a liberdade de contratar que deve ser observada na regulamentação dessa CVM, sugerimos que o regulamento possa prever que a verificação do lastro dos direitos creditórios cedidos será realizada de forma posterior à cessão à carteira da classe de cotas de FIDC. Caberia, nesse contexto, ao gestor a ponderação sobre quando seria necessário utilizar-se dessa liberdade, considerando as características específicas dos direitos creditórios que este pretenda adquirir como parte da estratégia de investimento da classe de cotas contratada junto aos investidores.



Ainda, sugerimos que o regulamento possa prever que a verificação do lastro seja realizada de forma posterior à cessão, como hoje autoriza a Instrução CVM 356. Ainda, sugerimos que seja dado especial destaque desse ponto nos materiais de divulgação de ofertas de cotas de FIDC que façam uso de tal faculdade.

Art. 53. No que se refere à classe de cotas destinada exclusivamente a investidores qualificados, o regulamento pode:

[...]

II – estabelecer prazos para conversão de cota e para pagamento dos resgates das cotas abertas diferentes daqueles previstos nesta Resolução;-e

[...]

VI – admitir que a verificação de lastro dos direitos creditórios, conforme os procedimentos previstos no art. 39, se dê de forma posterior à cessão; e

30.6. Verticalização de prestadores de serviço (sem correspondência na Minuta)

No mercado, encontramos atualmente diversos grupos que são compostos por uma instituição administradora que também atua como escriturador e distribuidor de cotas, uma gestora, um custodiante de valores mobiliários e de direitos creditórios e, por vezes, uma outra entidade responsável por serviços de consultoria especializada. Essas estruturas não serão mais permitidas de continuarem atuando na redação proposta pela Minuta, à luz do art. 41, § 1º, do Anexo Normativo II.

Nesse ponto, ressaltamos que o fato de o custodiante e o gestor pertencerem ao mesmo grupo empresarial não deveria causar qualquer prejuízo aos cotistas, já que tais prestadores de serviço são regulados por essa CVM e são obrigados a observar uma série de deveres regulatórios – incluindo deveres fiduciários para com os cotistas dos FIDC geridos ou custodiados, conforme o caso –, de modo que fiscalizem adequadamente todos os seus prestadores de serviço subcontratados, que apenas realizem transações em termos comutativos e que defendam os interesses do FIDC acima do deles próprio. No cenário de funcionamento efetivo dessas regras e dos controles internos adotados por tal organização para garantir o cumprimento com a regulação aplicável, não há que se falar em qualquer prejuízo no fato de o custodiante e o gestor serem partes ligadas.

Ressaltamos também que o fato de todos os serviços de um FIDC serem prestados por prestadores de serviço ligados gera sinergias operacionais. Por exemplo, alguns gestores têm intenção de adquirir determinados direitos creditórios cuja especificidade geraria um lastro cuja verificação exige procedimentos que nem todos os custodiantes realizam e,



por essa razão, faria mais sentido que esses gestores desenvolvessem isso *in-house*, pela falta de oferta no mercado.

Tendo em mente o disposto no parágrafo acima e nossa proposta para que os custodiantes realizem a verificação periódica do lastro de todos os direitos creditórios ingressantes na carteira no período, sugerimos que o gestor possa contratar como custodiante empresa de seu grupo econômico quando a classe for destinada exclusivamente a investidores qualificados e sempre em observância ao dever de transparência e responsabilização (*accountability*) dos prestadores de serviços.

Adicionalmente, aponte-se que o mercado atualmente já funciona assim e o que propomos é que diversos participantes não sejam empurrados para fora do mercado por seus modelos de negócios terem se tornado proibidos pela regulamentação superveniente. Essa situação seria extremamente indesejada e contrária ao princípio da livre concorrência, criando barreiras regulatórias injustificadas para acesso a mercado, atentando ao espírito da LLE.

Art. 53. No que se refere à classe de cotas destinada exclusivamente a investidores qualificados, o regulamento pode:

[...]

VII – dispensar o cumprimento do previsto no art. 41, § 1º, desde Anexo II, exceto no que se refere ao cedente.

31. Flexibilização adicional para classes destinadas exclusivamente a investidores profissionais (art. 55, *caput*)

(a) Considerações sobre amortização em ativos financeiros (sem correspondência na Minuta)

A amortização é sempre preferível quando realizada em moeda corrente nacional. Dito isso, numa classe de cotas restrita a investidores profissionais, deveria ser permitido o pagamento de amortizações com ativos financeiros, que, pela sua característica, muitas vezes tem liquidez semelhante à de caixa. Dessa forma, os recursos em caixa de fato podem ser utilizados para pagar as amortizações dos cotistas seniores ou de classes unas.

Por essas razões, sugerimos que não haja impedimento regulatório à amortização com ativos financeiros para tais classes com cotistas mais sofisticados.

(b) Considerações sobre a cessão (sem correspondência na Minuta)



Alertamos que o risco de a cessão de um direito creditório ao FIDC ser ineficaz é parte do negócio, isto é, poderá ser mitigado, mas nunca eliminado na sua totalidade. Esse evento adverso pode vir a se materializar de diversas formas: má formalização da documentação referente por culpa dos profissionais do gestor, fraude do cedente, desconhecimento do cedente de que seu representante havia perdido a capacidade civil e um outro sem-número de razões. Uma dessas razões é a evicção para pagamento de dívidas tributárias do cedente ao Fisco.

Considerando que cada hipótese de ineficácia da cessão tem uma probabilidade e um impacto a ela atrelados, é possível a construção de uma matriz de risco, sendo que a teoria econômica pregará que os riscos mais prováveis e mais impactantes deverão ser aqueles em que o gestor gastará mais recursos para mitigar. É nesse contexto que devem ser enxergadas as verificações do gestor em relação ao risco de ineficácia da cessão disciplinado nos §§ 8º e 9º do art. 39 do Anexo Normativo II, conforme a redação constante na Minuta.

Diante do exposto até aqui, já é possível concluir que a verificação exaustiva de todas as hipóteses de ineficácia de cessão seria tão custosa que inviabilizaria a securitização de determinados direitos creditórios via FIDC.

É natural que cada investidor terá seu próprio apetite de risco e que cada estrutura contemplará um apetite diferente. Se desenhada de forma competitiva, essa estrutura apresentará uma rentabilidade proporcional ao risco oferecido. Em nossa visão, são justamente as estruturas restritas a investidores profissionais que devem poder oferecer arranjos mais agressivos, para os investidores que tenham o mais alto grau de sofisticação e que estejam dispostos a correr os riscos inerentes a essas estruturas que, por ser enxuta, tem o potencial de retorno mais elevado. Assim, é parte do dever fiduciário do gestor, nesse caso, não encarecer a estrutura além do estritamente necessário.

Nesse cenário, nossa interpretação é que as verificações disciplinadas pelos dispositivos em questão seriam muito importantes para resguardar os interesses de cotistas de varejo, mas poderiam ser afastadas em relação aos cotistas profissionais, que entendem os riscos associados a sua não realização, sendo que, em muitos casos, é justamente a sua não realização que permite a securitização de determinados direitos creditórios de valor muito pequeno ou que, por alguma razão, não seriam economicamente viáveis de outra forma.

Por isso, sugerimos dispensar essa obrigação no caso de a classe de cotas somente admitir o investimento por investidores profissionais.

Art. 55. No que se refere à classe de cotas destinada exclusivamente a investidores profissionais, adicionalmente às faculdades dispostas no art. 53 deste Anexo II, o regulamento pode **prever**:

I – **prever** o não cumprimento pelo administrador das obrigações previstas no inciso I do art. 32 deste Anexo II; e

II – **autorizar** que os recursos oriundos da liquidação financeira dos direitos creditórios **podem possam** ser recebidos pelo cedente em conta corrente de livre movimentação, para posterior repasse ao fundo; e

III – **dispensar a verificação e a divulgação de que tratam, respectivamente, os §§ 8º e 9º do art. 39, caso em que o investidor deverá declarar ciência dos riscos associados à ausência dessa verificação no termo de adesão ao regulamento.**

[...]

Parágrafo único. O uso da previsão constante do inciso I não exige o administrador do cumprimento de encaminhamento à CVM das informações de que tratam os incisos III a V do art. 32, **observado o disposto no inciso III do art. 53.**

32. Regras de transição

32.1. Manutenção da denominação FIC-FIDC

A Instrução CVM 356 hoje concede aos FIC-FIDC limite máximo de 25% (vinte e cinco por cento) para a concentração do patrimônio num mesmo FIDC investido. Nesse sentido, entendemos que tais Fundos de Investimento deveriam continuar a poder operar nesses parâmetros, uma vez que a redução do percentual aos 20% (vinte por cento) poderia prejudicar a estratégia de investimento desses FIC-FIDC.

Assim, sugerimos a inclusão de uma regra de transição na Norma Editada para que os FIC-FIDC atualmente constituídos não precisem se enquadrar aos limites de concentração por emissor previstos no art. 48 do Anexo Normativo II, mantendo, em consequência, seus limites atuais de alocação de carteira e sua denominação atual, desde que não se aproveitem das inovações introduzidas pela Norma Editada, como o investimento no exterior e a constituição de patrimônios segregados por cotas.

Art. [●] Os Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios ("FIC-FIDC") que já tenham obtido registro de funcionamento até a data de publicação da Resolução poderão elevar o limite disposto no art. 48 deste Anexo II até 25% (vinte e cinco por cento), desde que:

I – mantenham, em sua denominação, a expressão "Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações";

II – mantenham:



- a) no mínimo, 67% (sessenta e sete por cento) de seu patrimônio aplicado em cotas de FIDC; e
- b) no máximo, 33% (trinta e três por cento) de seu patrimônio aplicado nos títulos a que se refere o inciso I do § 2º do art. 48 deste Anexo II;
- III – não invistam em ativos financeiros no exterior nem em direitos creditórios;
- IV – não constituam nenhuma classe adicional de cotas; e
- V – encaminhem mensalmente à CVM o informe trimestral na forma do Suplemento G.

32.2. Atualização da Resolução CMN 2.907

Entendemos que algumas das inovações propostas pela CVM na Minuta, bem como algumas de nossas sugestões, dependem de alteração da Resolução CMN 2.907 para que o mercado possa, de fato, fazer uso delas, tais como:

- (i) possibilidade de administradores de carteiras que não sejam instituições financeiras assumirem a administração fiduciária de FIDC – depende de alteração do art. 1º, § 2º, da Resolução CMN 2.907; e
- (ii) possibilidade de o gestor prestar fiança, aval, aceite ou se coobrigar de qualquer outra forma, em nome do FIDC – depende de alteração do art. 2º, § 2º, inciso IX, alínea “a”, da Resolução CMN 2.907.

Nesse sentido, gostaríamos de recomendar para que a CVM comunique o CMN em relação às alterações que gostariam de promover no mercado e solicitem a alteração dos dispositivos supracitados, bem como a atualização da linguagem da Resolução CMN 2.907 para que se refira às “classes” e aos “fundos” com a propriedade que tais termos passarão a ter após a edição da Resolução.

33. Consolidação de outros normativos

Em atenção ao disposto no Decreto 10.139, sugerimos que seja aproveitada a oportunidade de edição da Norma Editada para consolidar regras adicionais aplicáveis a Fundos de Investimento, apontadas abaixo.

33.1. Normas referentes à comunicação ao SCR

Sugerimos que essa CVM consolide no Anexo Normativo II as regras por ela editadas em relação à divulgação de informações para o SCR por prestadores de serviço de FIDC – em especial a Instrução CVM 504.



33.2. Normas referentes aos FIDC-PIPS

Notamos que a CVM não consolidou na Minuta as regras previstas na Instrução CVM 399.

Considerando que a Lei 10.735 não estabelece nenhum requisito especial para o FIDC que decida investir em direitos creditórios originados ou cedidos no contexto de um projeto parte do PIPS, acreditamos que a edição da Norma Editada é uma ótima oportunidade para essa CVM equiparar as regras aplicáveis aos FIDC que resolvam investir em tais direitos creditórios aos demais FIDC, extinguindo-se, portanto o conceito “FIDC-PIPS”.

Por fim, sugerimos que a Instrução CVM 399 seja incluída entre as normas revogadas com a entrada em vigor da Norma Editada.

* * *



COMPLEMENTO I **FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES**

I - Introdução

O presente Capítulo foca especificamente nos impactos do Edital para a indústria de *private equity* e *venture capital*, no que tange especificamente à regulamentação atinente aos FIP.

Como antecipado no Edital, sabemos que a agenda regulatória da CVM inclui uma revisão posterior da Instrução CVM 578, a qual será incorporada à nova regulamentação de fundos de investimento na forma de um Anexo Normativo para FIP.

Assim, tomamos a liberdade de apresentar comentários conceituais referentes aos FIP, veículos de investimento que são tão relevantes para financiar os mercados de *private equity* e *venture capital* no Brasil.

Tais comentários e ponderações estão sendo apresentados com base em precedentes práticos da indústria, inclusive decisões recentes do Colegiado dessa D. CVM, bem como melhorias que entendemos que podem ser incorporadas à regulamentação dos FIP, considerando os conceitos da LLE e a experiência da ABVCAP e seus associados no mercado local e internacional, as demandas comuns dos diversos prestadores de serviços vis a vis as melhores práticas internacionais, e a melhoria dos produtos ofertados a investidores, locais e internacionais.

Ressaltamos, ainda, que no nosso entendimento a Instrução CVM 578 é uma das mais modernas regras de nosso arcabouço regulatório de fundos e, por esse motivo, estamos fazendo comentários sobre os pontos que entendemos podem ser objeto de melhorias ou esclarecimentos; no entanto, é nossa opinião que os demais conceitos e pilares da Instrução CVM 578, que não são explicitamente citados nessa manifestação, devem ser mantidos quando da edição do Anexo Normativo para FIP, desde que estejam em consonância com as novas diretrizes e orientações da Resolução (inclusive considerando os nossos comentários abaixo).

Finalmente, esclarecemos que nossos comentários elencados abaixo dizem respeito somente aos FIP classificados nos termos da regulamentação como Entidade de Investimento, pois são esses os FIP representados pela ABVCAP.



Feitas essas considerações preliminares, vide abaixo nossas principais ponderações sobre como a regulamentação específica dos FIP deveria evoluir no âmbito da Resolução, sem prejuízo dos comentários já apresentados na Resolução e de outros comentários que a ABVCAP poderá apresentar se e quando eventual edital de audiência pública vier a ser disponibilizado pela CVM para discutir o Anexo Normativo para FIP.

II - Comentários

Liberdade contratual entre gestores e investidores como regra geral e não exceção

Na esteira dos princípios trazidos e encorajados pela LLE, grande parte dos nossos comentários abaixo baseiam-se em um ambiente ainda mais livre de pactuação entre as partes, principalmente em se tratando dos gestores de FIP e seu público alvo, quais sejam, investidores qualificados e/ou investidores profissionais.

Entendemos as preocupações da CVM com a proteção do público investidor e com a indústria de forma geral, mas, na nossa opinião, parte relevante dessa preocupação na indústria de *private equity* e *venture capital* pode ser endereçada com transparência, padronização de dados e informações, devida fundamentação contratual e documentação, bem como responsabilização dos respectivos prestadores de serviços (tal como ocorre com a administração das companhias abertas no Brasil e com os *general partners* e *portfolio managers* em jurisdições estrangeiras que são referência no mercado de fundos) e não necessariamente com uma limitação regulatória do que pode ser acordado ou não no mandato entre gestores e investidores dos FIP.

Nesse sentido, entendemos que os princípios de liberdade contratual deveriam ser absorvidos pelo futuro Anexo Normativo para FIP em relação aos seguintes temas:

Prazo para Enquadramento da Carteira dos FIP em Geral

Os arts. 9º, §3º, e 11, §4º, II, da Instrução CVM 578 estabelecem limites específicos para (i) a aplicação de recursos após cada chamada de capital do FIP, e (ii) o reinvestimento ou distribuição dos valores decorrentes de operações de desinvestimento do fundo.

A prática da indústria demonstra que os prazos de tais eventos variam muito entre os tipos de estratégia de investimento e setores de atuação do FIP (as operações de investimento e desinvestimento são complexas e muitas vezes não obedecem a cronogramas predeterminados) e, portanto, deveriam ser mais flexíveis. Por



consequência, o ideal seria conferir liberdade ao regulamento do fundo (FIP Entidade de Investimento) para que estabeleça o prazo apropriado, sem as limitações dos artigos mencionados acima. Assim, restariam respeitados os princípios de liberdade contratual positivados pela LLE, no que se refere à liberdade para que gestores e cotistas negociem prazos que façam sentido para a sua realidade específica, com base no setor de atuação do FIP e sua política de investimento.

Ressaltamos que, nessa indústria em particular, o gestor apresenta alinhamento natural de interesses com os cotistas na determinação dos prazos para enquadramento da carteira. Isso ocorre porque, como é do conhecimento de V.Sas., para que possa receber a taxa de performance prevista em regulamento, o gestor está incentivado a realizar investimentos em nome do FIP assim que possível, e distribuir rendimentos aos cotistas o quanto antes: somente assim as distribuições do FIP conseguirão superar o *benchmark* e o *hurdle* definidos para o fundo e, como regra geral, somente após superar tais índices é que o gestor fará jus à sua taxa de performance. Nos fundos típicos de *private equity* e *venture capital* (Entidades de Investimento), não há, portanto, incentivo para que o gestor demore para aplicar os recursos do FIP após uma chamada de capital, ou para reinvestir ou distribuir valores decorrentes de operações de desinvestimento.

De forma subsidiária, caso a CVM entenda que não possa atender ao pedido acima, solicitamos que considere alterar a regulamentação aplicável aos FIP, de forma a estabelecer um prazo único de 180 dias para enquadramento da carteira, a cada integralização de capital ou operação de desinvestimento – em linha semelhante ao que estabelece a legislação aplicável aos FIP-IE e FIP-PD&I.

Matérias para deliberação obrigatória em Assembleia Geral de Cotistas

É natural que a CVM disponha, quando está tratando da governança dos fundos, de matérias mínimas que devem ser aprovadas em assembleia geral de quotistas. Mas é muito importante que tais matérias sejam residuais e que o encaminhamento de tais matérias para a assembleia geral não tenha a capacidade de impossibilitar ou limitar a capacidade dos gestores de executarem, de forma ágil, os mandatos aos quais foram originalmente contratados para implementar quando da formação dos fundos de investimento.

O que queremos dizer com isso é que atividades direta e objetivamente vinculadas ao mandato dos gestores, que são agentes com dever fiduciário, obrigados a cuidar dos interesses de seus clientes acima de seus próprios, de acordo com os termos do mandato/regulamento do respectivo fundo de investimento, não deveriam ser, como regra geral imposta pela CVM, objeto de aprovação por parte de assembleia geral de



cotistas ou outros prestadores de serviços dos fundos, independentemente da classificação de tais investidores.

Não estamos sugerindo a exclusão mandatória de matérias que podem ser submetidas à deliberação da assembleia geral, ou a necessidade compulsória da inclusão de órgãos de governança, independentes ou não, para deliberar no lugar das assembleias gerais, mas estamos defendendo, sim, a liberdade contratual absoluta entre gestores e investidores, com dever de transparência e responsabilização dos gestores, quando da formação e lançamento dos fundos ao mercado: tais partes deveriam poder escolher se compete às assembleias gerais (observado o mínimo exigido na Resolução), órgãos de governança dos fundos, independentes ou não, ou até mesmo exclusivamente aos gestores, deliberar sobre as matérias explicitamente relacionadas ao exercício das obrigações dos gestores de administrar a carteira de investimentos dos fundos.

Investidores não deveriam, por obrigação regulatória, participar de decisões diretamente relacionadas à gestão da carteira de seu fundo de investimento⁸². Aliás, esse é o conceito utilizado nas jurisdições estrangeiras, em que os investidores (*limited partners*) só conseguem manter seu status de investidor, com responsabilidade limitada, responsáveis apenas pelo seu capital subscrito e integralizado, quando tais investidores não participam da gestão de seus veículos de investimento⁸³.

Não raras são as situações em que encontramos desconforto e resistência de investidores institucionais, organismos de fomento e multilaterais estrangeiros ao se depararem com estruturas no Brasil em que decisões dessa natureza fujam ao gestor e estejam submetidas, por determinação regulatória, à aprovação de outros investidores. A lógica é simples – tais investidores diligenciam e selecionam o gestor do fundo e não confiam na experiência e discernimento de outros investidores.

Além dos argumentos relacionados à liberdade contratual para envolvimento em decisões atinentes à gestão das carteiras dos fundos de investimento, conforme mencionados acima, destacamos, também, o absenteísmo nas assembleias gerais dos fundos de investimento – especialmente em fundos pulverizados e listados, inclusive FIP, cada vez mais comuns na indústria brasileira – como fator importante que impacta a

⁸² Exceto se dessa forma for expressamente negociado entre gestor e investidores, tradicionalmente investidores institucionais que ancoram fundos ilíquidos.

⁸³ No máximo para investidores âncora ou relevantes um assento em *advisory board* que tem como função deliberar sobre questões muito específicas, preponderantemente relacionadas a operações com partes relacionadas. Novamente, não deveria existir restrição contratual e o gestor sempre deveria poder negociar comitês de investimento e/ou comitês supervisores com a participação de cotistas. Mas tal estrutura de governança deveria ser opcional e não obrigatória.



capacidade dos gestores de executarem os seus mandatos, no melhor interesse dos respectivos cotistas.

Os itens abaixo endereçam os principais temas inseridos nesse contexto:

Prorrogação do Prazo de Duração do FIP: a Instrução CVM 578 estabelece a alteração do prazo de duração do FIP como matéria de competência privativa da assembleia geral, conforme art. 24, VII, o que não se mostra condizente com a indústria internacional. Para fundos de *private equity* e *venture capital* no exterior, é comum o jargão de que o fundo está sendo constituído pelo prazo de “dez mais dois” (10 + 1 + 1), pois seu regulamento estabelece um prazo de duração inicial de 10 anos, mas confere ao gestor poderes discricionários para prorrogá-lo por até dois períodos adicionais de um ano cada, sem necessidade de consulta aos investidores. Referidos números podem variar a depender do setor de atuação do fundo como, por exemplo, fundos de infraestrutura que estabelecem prazo de duração de “doze mais dois” ou “catorze mais dois”, tendo em vista que a sua estratégia exige maior tempo de maturação dos ativos para que seja feito um desinvestimento.

Naturalmente, o poder de prorrogação do prazo de duração pelo gestor não é ilimitado, e deve observar os parâmetros estabelecidos no regulamento do fundo. Assim, sugerimos que gestores e investidores tenham maior liberdade para negociar e estabelecer o prazo de duração dos fundos, bem como os termos e condições para eventuais prorrogações, desde que expressamente previstos nos respectivos regulamentos.

Tais decisões de prorrogar ou não os fundos de investimento deveriam competir inicialmente aos gestores, dentro dos parâmetros estabelecidos no regulamento do fundo, pois são os gestores – e não os investidores - que entendem quando será viável alcançar o melhor retorno possível para o fundo em operações de desinvestimento, algumas vezes porque o ativo demorará mais do que se imaginava para amadurecer e/ou dar o retorno esperado (inclusive por condições de mercado exógenas ao gestor), outras vezes porque o ativo não teve o desempenho esperado durante o prazo de investimento original do FIP, mas em um período de 1 a 2 anos o gestor espera conseguir uma repactuação das condições de investimento e/ou endividamento da companhia e, então, entregar os retornos esperados aos investidores (ou limitar perdas que seriam incorridas no prazo original de liquidação do FIP).

Na regra atual, tal decisão fica a cargo dos investidores, em assembleia geral, e muitas vezes o gestor fica incapacitado de executar o seu dever fiduciário e sua melhor estratégia por vontade de investidores que, na maioria das vezes, não entendem das



questões em discussão e/ou tem interesses conflitantes com outros investidores e/ou com o próprio gestor. E essa limitação acaba gerando perdas relevantes aos investidores (e conseqüentemente aos gestores, que não conseguem entregar retornos esperados aos investidores e, conseqüentemente, receberem suas taxas de performance).

Inclusão de Encargos no Regulamento dos FIP: Atualmente, o art. 24, XIII, da Instrução CVM 578, exige a realização de assembleia de cotistas para a inclusão de encargos adicionais no regulamento do FIP, além daqueles previstos no art. 45 da referida instrução.

A prática da indústria de *private equity* e *venture capital* se mostra dinâmica, sendo que fundos atuantes em determinados setores apresentarão despesas específicas de acordo com a execução de sua política de investimento, incluindo a contratação de serviços e assessores especializados. Desse modo, não se mostra condizente com a prática (e nem com os melhores interesses dos investidores) que o rol do art. 24 seja encarado como uma lista taxativa das despesas que poderiam ser incorridas pelo fundo e excepcionadas apenas com o aval dos investidores em assembleia geral (novamente, eles não são os mais capacitados para entender se aquelas despesas são relevantes ou não, e sim os gestores que foram selecionados para implementar determinada estratégia de investimento).

A falta de agilidade ou impossibilidade de contratação de determinados serviços e o pagamento de despesas e encargos não previstos no rol do art. 24 pode gerar desincentivo a contratações que sejam essenciais ou benéficas aos interesses do fundo e dos cotistas, já que podem gerar custos adicionais ao seu administrador ou gestor. Nesse sentido, novamente, entendemos que os gestores e investidores deveriam ter liberdade para pactuar os tipos de despesas e encargos que poderão ser arcados pelos fundos, nos respectivos regulamentos. Sempre, claro, com dever de transparência e responsabilização dos gestores.

Lembramos, inclusive, que o gestor não tem interesses conflitantes com os cotistas na determinação de quais despesas devem ser incorridas pelos fundos, porque suas taxas de performance somente serão devidas depois que os investidores receberem seus investimentos originais acrescidos do *hurdle* estabelecido pelo Fundo, já líquido de despesas. O gestor diligenciará para manter as despesas do fundo em patamares que sejam adequados, e que estejam sendo realizados para maximizar o retorno dos investidores e, conseqüentemente, seu pagamento de performance. É assim que a indústria internacional opera.



Por conseguinte, sugerimos que o art. 9º, X, da Instrução CVM 578 seja revisto para autorizar expressamente a inclusão de encargos pelo administrador e gestor no regulamento do FIP Entidade de Investimento antes do início de seu funcionamento (ou seja, anteriormente à admissão/subscrição de cotistas), desde que os investidores celebrem termo de adesão ao regulamento no momento de sua entrada no FIP, e sem a necessidade de realização de assembleia de cotistas para ratificação de referido rol de despesas.

Alavancagem no Nível do FIP A Instrução CVM 578 trouxe grandes evoluções para a indústria dos FIP em termos de alavancagem, incluindo a possibilidade de apoio financeiro junto a organismos de fomento e a possibilidade de cobrir necessidades de caixa decorrentes de inadimplemento dos cotistas, conforme seus arts. 10 e 43, II, c. Não obstante, a restrição geral a empréstimos prevista no art. 43, II, da Instrução CVM 578 ainda caminha contra a lógica da prática internacional das indústrias de *venture capital* e *private equity*.

Uma das práticas comuns nos mercados internacionais se configura por meio do *leveraged buyout*, uma operação de compra alavancada em que o adquirente do controle de uma companhia financia parte da sua aquisição. Referida prática funciona em benefício do fundo e seus cotistas, visto que permite a criação de valor nas companhias investidas com a utilização de valor inferior ao capital comprometido do fundo: ao permitir a alavancagem, o mercado permite ao fundo buscar mais oportunidades de investimentos (ou criar mais valor nos investimentos já realizados) sem a necessidade de aportes adicionais de recursos pelos cotistas do fundo. Tornou-se comum também a utilização de "*capital call facilities*", em que o capital comprometido dos investidores é utilizado como garantia da dívida do fundo. Assim, em caso de inadimplemento do fundo em pagar o financiamento, o concedente do financiamento terá direito de efetuar a chamada de capital dos investidores do fundo para que este tenha recursos suficientes para arcar com a dívida, inclusive com a outorga de procurações ao financiador para que possa efetuar a chamada de capital diretamente.

Entendemos que a indústria brasileira evoluiu a largos passos nos últimos anos, com o desenvolvimento de gestores de recursos extremamente sofisticados e profissionalizados. Assim, não vemos motivos para que a regulamentação dos FIP não possa se aproximar das práticas internacionais e permitir expressamente, sem necessidade regulatória de aprovação em assembleia geral:

- a contratação de financiamentos pelo FIP, a critério do gestor e independentemente de assembleia geral, no exercício usual da sua função de



gestão de caixa e seleção de investimentos para o FIP, nos limites e condições estabelecidos no regulamento; e

- a utilização do capital comprometido do FIP, a critério do gestor e independentemente de assembleia geral, como garantia do cumprimento de tais financiamentos, a exemplo das “capital call facilities” do exterior, incluindo a outorga de procuração, pelo gestor, ao financiador, para que efetue a chamada de capital em nome do FIP (sem que o financiador dependa de ação do administrador e/ou do gestor).

Entendemos que a alavancagem pelos FIP podem elevar o risco ou pelo menos aumentar a percepção de risco de tais veículos de investimento, mas esse risco não é diferente do que aquele incorrido pelas sociedades por ações, que podem se alavancar, de acordo com suas regras próprias de governança; já que, a partir da Resolução, os FIP também poderão oferecer responsabilidade limitada a seus investidores. Além disso, os investidores, na maioria das vezes, não são capazes de analisar e entender as complexidades envolvidas em operações de empréstimo e não deveriam participar de atividades intrinsecamente vinculadas à função do gestor do FIP.

Alternativamente, sugerimos que ao menos os FIP com responsabilidade limitada possam se alavancar por vontade exclusiva do gestor, desde que tais previsões e respectivas condições estejam expressamente previstas no regulamento do FIP e no termo de adesão ao regulamento.

Outorga de Garantias: A Instrução CVM 578 trouxe grandes evoluções para a indústria dos FIP em termos de outorga de garantias. No entanto, a regra atual ainda estabelece que outorga de garantias deve ser aprovada pelos investidores em assembleia geral, não sendo permitida a tomada de decisão exclusiva pelos gestores, mesmo se dessa forma estiver previsto no regulamento. Novamente, entendemos que não vemos motivos para que a regulamentação dos FIP não possa se aproximar das práticas internacionais e permitir expressamente, sem necessidade regulatória de aprovação em assembleia geral:

- a outorga de garantias, pelo FIP, a critério do gestor, independentemente de assembleia geral e de acordo com os limites e condições estabelecidas no regulamento, no exercício usual da sua função de gestão da carteira e negociação de ativos em nome do FIP.

Na lógica da alavancagem acima descrita, entendemos que a outorga de garantias pelos FIP podem elevar o risco ou pelo menos aumentar a percepção de risco de tais veículos



de investimento, mas esse risco não é diferente do que aquele incorrido pelas sociedades por ações, que podem outorgar garantias, de acordo com suas regras próprias de governança. E quem pode, de fato, entender se uma outorga de garantias pelo FIP é no melhor interesse de seus negócios e de suas investidas é o gestor e não os investidores. Essa atividade é absolutamente vinculada ao ato de gestão.

Alternativamente, sugerimos que ao menos os FIP com responsabilidade limitada possam outorgar garantia por vontade exclusiva do gestor, desde que tais previsões e respectivas condições estejam expressamente previstas no regulamento do FIP e no termo de adesão ao regulamento.

Comitê Consultivo de Cotistas e/ou Membros Independentes

Em linha com precedente recente autorizado pelo Colegiado dessa D. CVM e, sob a tutela dos princípios da livre contratação, sugerimos que a regulamentação admita que gestores e investidores possam negociar e estabelecer, nos regulamentos dos respectivos fundos, comitês consultivos (independentes ou não) com competência para aprovar matérias que atualmente são entendidas como privativas da assembleia geral de cotistas e eventuais outras matérias, à critério das partes.

Acreditamos que a estrutura de implantação, funcionamento e governança do comitê consultivo deveria ser concebida tomando por base a figura dos LPAC, cuja presença é marcante nas estruturas de investimento no exterior, especialmente na indústria de fundos de *private equity* e *venture capital*. Referida estrutura de governança já foi testada múltiplas vezes pela indústria estrangeira, representando hoje a forma de funcionamento da grande maioria dos fundos.

Os LPAC são o equivalente a comitês/conselhos internos de cada fundo de investimento, cuja função primordial é de aconselhamento ao gestor em situações específicas, conforme atribuições que lhes sejam outorgadas pelo regulamento dos fundos aos quais estejam vinculados. Entretanto, é muito comum que os LPAC sejam convertidos em órgãos deliberativos em situações específicas, aprovando ou reprovando diversas operações envolvendo o fundo, a exemplo de:

- despesas extraordinárias ou acima de limites estabelecidos no regulamento do fundo, conforme seja aplicável;
- transações envolvendo potencial conflito de interesses ou envolvendo partes relacionadas;



- encerramento antecipado do período de investimento do fundo (em situações específicas em que ainda remanesçam recursos disponíveis para investimento);
- substituição de membros da equipe chave do gestor; e
- de forma geral, qualquer matéria ou situação cuja complexidade demandaria o investimento de significativo esforço, tempo e recursos por parte dos cotistas para que cada cotista pudesse estar em condições de avaliar individualmente a situação.

A submissão de deliberação acerca de matérias específicas a um comitê reduzido, independente ou que tenha representante de cotistas, mas que não contempla a totalidade dos investidores, é prática consolidada pela indústria internacional de fundos, tradicionalmente destinados a um público investidor mais sofisticado. Ademais, a definição das matérias sujeitas a aprovação dos LPAC também se mostra flexível, devendo ser definida no regulamento de cada fundo.

Em verdade, temos observado uma incidência cada vez maior de absenteísmo dos investidores nas assembleias gerais de cotistas, tanto em fundos privados como em fundos listados em bolsa. Por vezes, os gestores se encontram em situação de paralisia frente a boas oportunidades de investimento, pelo fato de que matérias submetidas à aprovação da assembleia geral não encontram quórum suficiente de aprovação – ainda que não tenham sido reprovadas pelos investidores, o nível de ausência ou abstenções impede a aprovação de referidas matérias.

Assim, sugerimos que a regulamentação dos FIP seja atualizada para permitir que o regulamento do fundo estabeleça, de forma livre: (i) a existência de um comitê consultivo, a ser composto por membros indicados pelos cotistas e/ou membros independentes, com competência para deliberar sobre matérias aplicáveis ao fundo e dispensando a submissão de tais matérias à assembleia geral de cotistas, e (ii) o rol de competências do comitê consultivo, definindo as matérias de deliberação com flexibilidade, incluindo a delegação de competências atualmente atribuídas exclusivamente à assembleia geral de cotistas pela Instrução CVM 578. Nesse sentido, deveriam ser possíveis de deliberação e aprovação pelo comitê consultivo todos os atos que, nos termos da regulamentação, não sejam autorizados ao gestor de forma discricionária.

Ressaltamos que as decisões do comitê consultivo não teriam o condão de eximir o administrador ou o gestor, conforme o caso, nem as pessoas por este contratadas para



prestar serviços ao fundo, de suas responsabilidades fiduciárias perante a CVM, os cotistas ou terceiros, conforme disposto no regulamento e na regulamentação em vigor.

Participação do fundo no processo decisório da sociedade investida

O art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM 578 estabelece duas dispensas para o requisito de que o FIP participe no processo decisório da sociedade investida.

Entendemos que as duas hipóteses previstas atualmente na regulamentação foram importantes quando foram criadas, e sem dúvida uma evolução no nosso mercado, mas elas deixam de cobrir situações de suma importância na indústria de *private equity* e *venture capital*:

- (i) a venda privada parcial da investida, com a manutenção pelo FIP de participação societária relevante (mas que envolve a renegociação da governança do investimento do Fundo em determinadas situações, por vontade ou demanda do novo sócio),
- (ii) o IPO da investida, com saída parcial pelo FIP, e
- (iii) estruturas de coinvestimento ou fundos de fundos.

Sobre o item (i) acima, muitas vezes a saída do FIP de uma companhia investida acontece em duas ou mais etapas, em que o novo sócio adquire uma participação relevante da investida, mas tem a opção de adquirir a parcela remanescente no futuro ou quando da concretização de requisitos específicos negociados com o gestor do FIP.

Nessas situações, muitas vezes o gestor continua com uma parcela relevante do capital social da investida, mas já não consegue exercer o mesmo direito de ingerência na companhia por conta da presença do novo sócio, nomear membros na administração ou manter “*contrato, acordo, negócio jurídico ou a adoção de outro procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão*”.

A redução do investimento do FIP a menos da metade do originalmente investido, e menos de 15% do capital social da investida – a métrica atual usada pela Instrução CVM 578 para excetuar a ingerência dos gestores nas companhias investidas – não deveria ser a solução imposta pelo regulador nesses casos, e sim o dever de fidúcia do gestor, que deveria poder negociar, sempre considerando os interesses dos cotistas, as



melhores condições para o FIP conseguir fechar um acordo de venda parcial com um novo sócio.

Sobre o item (ii) acima, uma vez realizada a oferta pública inicial de ações da sociedade investida, mostra-se cada vez mais comum a situação em que o fundo, apesar de manter participação minoritária relevante na companhia, não conseguir manter ingerência constante em seu processo decisório e se torne desenquadrado, principalmente para fundos de coinvestimento, nos casos em que o co-controle da investida antes do IPO era dividido entre fundos de gestores diferentes e que foram diluídos no IPO, ou mesmo quando a companhia, ao ser listada, torna-se uma *true corporation*, sem acordo de acionistas ou controlador claro.

Nessas hipóteses, não raro, o FIP continua a exercer influência significativa na companhia listada, mas a nova estrutura de capital e regras de listagem podem tornar inviável a manutenção de "*contrato, acordo, negócio jurídico ou a adoção de outro procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão*". A manutenção do requisito a esses fundos é potencialmente destruidora de valor aos cotistas, que delegaram ao gestor a função de determinar o momento mais apropriado para desinvestimento total do ativo – e novamente a regra atual de dispensa de ingerência é onerosamente gravosa neste cenário.

Mesmo após o IPO, é comum que o gestor mantenha investimentos minoritários do FIP na investida por entender que a sociedade apresenta perspectiva de valorização e que um desinvestimento total deva ser postergado para o futuro. Soma-se a isso o fato de que os documentos do próprio IPO usualmente estabelecem prazos mínimos de *lock-up* para o FIP, fazendo com que o fundo permaneça como acionista da investida por um prazo mínimo.

Sobre o item (iii) acima, em estruturas de coinvestimento os FIP são chamados para participar de transações com outros gestores e FIP, que comandaram e estruturaram o investimento, negociaram para si a governança na companhia investida e não permitem que coinvestidores, que muitas vezes compram apenas 5%-10% de uma transação, tenham qualquer direito de ingerência direta na companhia investida. Tais FIP com estratégia de coinvestimento muitas vezes não conseguem participar de uma operação, validada e estruturada por um gestor de qualidade, porque não conseguem negociar direitos de governança na investida; outras vezes, tais FIP negociam direitos conceituais ou abstratos (de participação ou supervisão da investida), que nunca serão usados ou exequíveis na prática, simplesmente para tentarem cumprir com o disposto no art. art. 6º, parágrafo único, da Instrução CVM 578.



Em jurisdições estrangeiras, investidores de coinvestimento tipicamente adquirem participação minoritária em transações organizadas e estruturadas por outros gestores de qualidade, sendo que seu papel nessas estruturas não é gerir a investida ativamente, mas sim validar a tese de investimento, a estrutura do investimento e negociar condições econômicas e direitos em condições justas ou *pari passu* com o gestor que organizou a transação. Assim, a ingerência da companhia investida acaba sendo feita pelo gestor, em nome do co-investidores, e não pelo coinvestidor diretamente.

O mesmo racional já é empregado pelos gestores de fundos de fundos. Não serão eles que participam ativamente da gestão das companhias integrantes das carteiras dos fundos investidos, mas sim os gestores de tais fundos investidos. Também não compete aos gestores de fundos de fundos terem qualquer ingerência na gestão dos fundos investidos.

Considerando os exemplos descritos acima e particularidades específicas do mercado, acreditamos que seria benéfico ampliar o rol de exceções ao disposto no art. 6º da Instrução CVM 578, a fim de incluir outras situações usuais da indústria de *venture capital* e *private equity* que listamos abaixo:

- IPO da companhia investida: deveria haver dispensa expressa do requisito de ingerência na hipótese de abertura de capital da companhia investida, no Brasil ou no exterior, independente da participação do FIP no capital social da investida após a operação no mercado de capitais.
- Fundos de coinvestimento: deveria haver dispensa expressa do requisito de ingerência para estratégias de coinvestimento, desde que os gestores de tais estratégias de coinvestimento tenham acesso, por meio de acordos de coinvestimento, à governança, a certos ou todos os direitos econômicos e ao processo de ingerência nas investidas indiretamente, por meio de outro gestor, que deve ser capaz de cumprir com os requisitos de ingerência individualmente, por conta e ordem de potenciais co-investidores.
- Fundos *feeder/fund-of-funds*: solicitamos também a inclusão de um esclarecimento no art. 6º para deixar expresso que, para os FIP que sejam fundos de fundos (*feeder*), a participação do fundo no processo decisório da investida pode ocorrer por meio do administrador ou gestor do FIP investido, a exemplo do dispositivo constante do art. 12, §6º, da Instrução CVM 578. O mesmo princípio vale para a categoria de fundos de fundos de *private equity*. Aqui, também, o gestor do fundo investidor não terá ingerência na investida, mas



terá selecionado gestores de FIP aderentes à sua política de investimento, de forma que a ingerência exigida no caso de um fundo-de-fundos deveria se limitar à escolha do gestor do fundo investido e o acompanhamento do portfólio.

Investimento no Exterior

Nos termos do art. 43, § 2º, do Anexo Normativo I, classes de FIF cujas cotas sejam destinadas a investidores em geral poderão investir até 100% (cem por cento) do patrimônio líquido da classe em ativos financeiros no exterior. Nesse sentido, o Anexo Normativo I cria um descompasso entre os FIF e os FIP, pois aos FIP somente é permitido alocar até 20% (vinte por cento) de seu capital subscrito em ativos no exterior, apesar da regra atual de que as cotas emitidas por FIP só são passíveis de subscrição por investidores qualificados (que têm maior sofisticação e entendimento do funcionamento do produto e do mercado que o público em geral). Esse descompasso é reforçado pelo fato de que mesmo as classes de FIF cujas cotas sejam destinadas exclusivamente a investidores em geral que não atendam ao disposto no art. 43, § 1º, do Anexo Normativo I, poderiam alocar até 40% (quarenta por cento) de seus ativos no exterior.

Dessa forma, sugerimos que, ao invés do atual limite de 20% (vinte por cento), o futuro Anexo Normativo dos FIP contemple a possibilidade de classes de FIP investirem até 100% (cem por cento) de seus ativos no exterior, mesmo para os FIP destinados ao público em geral (conforme sugestão do item "Público Alvo dos FIP" abaixo).

Responsabilidades do Administrador e do Gestor

Acreditamos ser extremamente benéfica a disposição do art. 39, XI, da Instrução CVM 578, a qual estabelece como obrigação do administrador a fiscalização dos serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo, dentre os quais se inclui o gestor. A indústria opera bem sob esse modelo e, neste tópico, entendemos que a regulamentação e a atuação da CVM sempre foram apropriadas e condizentes com o objetivo maior de proteção ao mercado e seus investidores.

Contudo, entendemos que a CVM poderia utilizar esta oportunidade para atribuir expressamente ao gestor do FIP a qualidade de prestador de serviço essencial e equipará-lo ao administrador, tal qual previsto na Minuta da Resolução, bem como detalhar quais atividades estão compreendidas no dever de fiscalização do administrador (e quais não estão).



Com o reconhecimento do gestor como prestador de serviço essencial do fundo, a regulamentação poderia se aprofundar no tema para esclarecer à indústria os limites de atuação de cada prestador de serviço essencial. Principalmente na indústria de *private equity* e *venture capital*, o papel do administrador fiduciário e do custodiante é bastante residual e muito mais parecido com o *back office* de uma companhia e pouco relacionado com a estratégia e/ou com os riscos dos investimentos. A intenção deste pedido seria, portanto, preservar a flexibilidade já existente na Instrução CVM 578 e tornar objetivos os deveres impostos ao administrador fiduciário, por meio de rol exaustivo, o qual, em se tratando da estratégia de investimento, deveria se limitar ao enquadramento da carteira do FIP aos requisitos quantitativos descritos objetivamente no regulamento e a regras de enquadramento descritas taxativamente no Artigo 8º da Instrução CVM 578. Consequentemente, aspectos qualitativos e comerciais/negociais da atuação dos FIP, a exemplo dos termos e condições dos contratos de investimento e desinvestimento, deveriam ficar a cargo exclusivo do seu gestor.

Divulgação de Informações Contábeis

Em nosso entendimento, os FIP não deveriam ser obrigados a divulgar o valor justo de seus ativos, tornando pública uma informação sensível a qualquer gestor de *venture capital* ou *private equity*.

Lembramos que a indústria de *private equity* opera com ativos ilíquidos, representados por valores mobiliários emitidos por companhias fechadas, cuja precificação caracteriza dado sensível e diretamente ligado à atuação do gestor do FIP na administração da companhia (isto é, a capacidade de *value creation* do gestor). A divulgação de tais informações antecipa ao mercado em geral informações estratégicas do investimento do FIP, que podem prejudicar a negociação do desinvestimento futuro de tais ativos pelo gestor e, portanto, prejudicam os interesses dos cotistas de tais fundos. A situação é especialmente prejudicial a fundos monoativo (assim como fundos de coinvestimento). Não vemos, em referida prática, benefícios reais ao mercado de capitais brasileiros, ao passo em que se tornam evidentes os prejuízos aos gestores da indústria de *private equity* e *venture capital* e aos seus cotistas.

Em linha com a prática internacional, entendemos que referidas informações devem ser divulgadas periodicamente apenas aos investidores do fundo, por meio de relatórios produzidos pelo gestor aos cotistas. Dessa forma, fica protegida a transparência das atividades do gestor com relação aos cotistas do FIP, que são os reais interessados em receber referida informação. Ainda em consonância com a prática internacional, tais relatórios são protegidos por obrigação de confidencialidade, e não podem ser divulgados a terceiros, exceto se previamente consentido pelo gestor do fundo.



Caso a CVM entenda necessário, acreditamos que o valor justo dos ativos e o patrimônio líquido do fundo possam ser enviados periodicamente à CVM por meio de seu sistema digital, juntamente com demais informações que a CVM entenda serem pertinentes, mas tais dados não deveriam se tornar públicos. Assim, ainda que a composição da carteira dos FIP seja disponibilizada ao público no *website* da CVM, o seu valor justo e a mensuração do patrimônio líquido do FIP deveriam permanecer resguardados pela CVM de modo confidencial.

Subsidiariamente, caso esta D. CVM não concorde com as solicitações realizadas acima e exija a disponibilização de tais informações ao público, acreditamos que seria benéfico permitir aos FIP que divulguem o valor justo dos seus ativos e o valor de seu patrimônio líquido apenas *a posteriori*, ou seja, omitindo tais informações de seu demonstrativo de composição de carteira por um período fixo de 12 (doze) meses.

Ainda, entendemos que o racional acima também se aplica à obrigação estabelecida no art. 56 da Resolução. Referido artigo exige que o administrador coloque à disposição dos cotistas quaisquer “informações referentes à composição da carteira” divulgadas a terceiros. No entanto, tal menção genérica poderia abranger as informações trocadas com potenciais compradores dos ativos do FIP durante a fase de negociação de desinvestimentos (tanto em momentos incipientes de negociação, como na realização de *due diligence* e negociação dos contratos definitivos da operação). Disponibilizar as mesmas informações aos cotistas nesses momentos pode dar publicidade indesejada da existência de negociações, dificultar a condução das negociações pelo gestor, e prejudicar os interesses do FIP e seus investidores. Por conseguinte, recomendamos que o futuro Anexo Normativo aplicável aos FIP seja expresso no sentido de dispensar os FIP de cumprirem o art. 56 da Resolução.

Determinação do Valor Justo

Particular atenção tem sido dispensada pelos administradores com relação às disposições do art. 49, §§ 2º e 3º, da Instrução CVM 578, no que se refere à determinação do valor justo dos investimentos do FIP e a elaboração de eventual laudo para justificar a precificação da carteira. Apesar do dever geral de fiscalização imposto ao administrador, não nos parece que o administrador deveria manter responsabilidade sobre a determinação do valor justo dos ativos da carteira, já que o gestor se mostra como o agente mais apropriado para efetuar essa tarefa. Por consequência, a responsabilidade sobre tal precificação deveria recair apenas sobre o gestor. Isso se justifica pela proximidade do gestor aos ativos da carteira, a atuação do gestor no processo decisório



da investida, e sua responsabilidade inerente sobre a precificação dos ativos no momento de investimento e desinvestimento.

Por essas razões, sugerimos que a regulamentação dos FIP seja atualizada para conferir especial responsabilidade ao gestor sobre a determinação do valor justo dos investimentos do fundo, eximindo o administrador de tal responsabilidade, ficando a critério do gestor elaborar diretamente o laudo de precificação dos ativos ou contratar a execução do laudo com empresa especializada independente, no seu julgamento de boa-fé, e conforme disposto no regulamento, em linha com práticas internacionais (para, inclusive, reduzir custos operacionais aos cotistas, que na prática não geram valor, considerando que os administradores fiduciários, na grande maioria das vezes, não tem capacidade operacional ou time ou expertise para determinar o valor de mercado das investidas de um FIP).

Público Alvo dos FIP

Somente investidores qualificados podem investir nos FIP, conforme determinação do art. 4º da Instrução CVM 578. Mas o novo cenário da economia brasileira fez aumentar o interesse do público em geral em realizar investimentos nos mercados financeiro e de capitais, conforme mencionado acima. Paralelo a esse movimento, as operações de cotas de FIP-IE passaram a representar uma parcela importante das ofertas públicas registradas na CVM nos termos da Instrução CVM 400, bem como das movimentações realizadas em bolsa. Apesar de expressivo, esse volume poderia ser ainda maior, na medida em que as ofertas de cotas dos FIP-IE apresentaram quase em sua totalidade excesso de demanda. Além disso, chama a atenção a participação relevante das pessoas físicas nessas ofertas, o que demonstra claramente a alta demanda desse tipo de investidor pelo produto. Apesar do crescente apetite de investidores pessoas físicas em FIP e FIP-IE, somado ao fato de que ofertas públicas destinadas ao público em geral estão sujeitas ao escrutínio de análise e registro desta D. CVM, referidos investidores esbarram na limitação que exige a classificação de todos os cotistas dos FIP e FIP-IE como investidores qualificados.

Compreendemos o racional da regulamentação da CVM no sentido de que, quanto menor a sofisticação do investidor, maior a preocupação e o nível de escrutínio desta D. CVM, principalmente com relação aos limites de investimento da carteira, condições de integralização e resgate das cotas, disponibilização de informações, dentre outros. Desse modo, é primordial que o investidor de varejo seja beneficiado por um conjunto de regras e proteções que acabam por mitigar a sua exposição a determinados riscos, principalmente quando comparado a fundos destinados a investidores qualificados e profissionais.



No entanto, observamos uma grande evolução do nível de sofisticação dos investidores de varejo nas operações realizadas recentemente no mercado de capitais brasileiro, exemplificado pelo número extremamente expressivo de investidores em FII, FIP-IE e em ações de companhias listadas. Os investidores pessoa-física passaram a ter acesso a instrumentos extremamente sofisticados recentemente, a exemplo do *crowdfunding* e dos FIDC (com o advento da Resolução e seu Anexo Normativo II). Portanto, não vemos motivo para privar tais investidores do acesso à indústria de *private equity* e *venture capital*, já que a democratização de tais investimentos seria benéfica não só à ponta investidora, mas também à ponta das sociedades investidas, possibilitando um maior influxo de capitais na economia real brasileira.

Por conseguinte, vemos no atual contexto do mercado brasileiro uma importante oportunidade de ampliar o público alvo dos FIP que tenham suas cotas listadas, para que possam também abranger investidores de varejo e o público em geral, desde que sujeitos a determinados requisitos adicionais para proteger o investidor (em linha com o racional descrito acima) – assim como já ocorre com os FII, que realizam captação por meio de ofertas públicas sujeitas a registro e escrutínio da CVM, e passará a ocorrer com os FIDC, cujo Anexo Normativo II prevê expressamente os casos em que tais fundos podem ser distribuídos ao público em geral. Dentre tais requisitos, que seriam aplicáveis apenas aos FIP que captem recursos com o público em geral e tenham suas cotas listadas na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, listamos:

- Proibição de utilização de títulos e valores mobiliários na integralização de cotas;
- Proibição de chamadas de capital e a necessidade de que a integralização de cotas seja feita à vista, no momento da subscrição, diretamente no FIP ou por meio de veículos paralelos;
- Proibição de 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;
- Proibição de existência de classes de cotas com distintos critérios quanto à fixação da taxa de administração e de performance, exceto pelas classes de cotas que sejam destinadas a investimentos pelo gestor do fundo e suas partes relacionadas para fins de alinhamento de interesses entre gestor e cotistas do fundo (*skin in the game*);
- Proibição de operações com derivativos para fins de alavancagem; e

- Estabelecimento de regras adicionais de *suitability* para ofertas públicas de FIP desta categoria como, por exemplo, limitar o montante máximo de alocação para cada investidor em uma única oferta a R\$20.000,00, exceto nos casos de (i) investidores qualificados, ou (ii) investidores cuja renda bruta anual ou o montante de investimentos financeiros seja superior a R\$ 200.000,00, hipótese na qual o limite de investimento pode ser ampliado para até 10% do maior destes dois valores. Para tal fim, deveria ficar a cargo do distribuidor da oferta obter declaração do investidor atestando seu enquadramento nas dispensas. Ressaltamos que já existem regras nesse mesmo sentido, como o art. 4º da Instrução CVM nº 588/17, que regulamenta o *crowdfunding* e limita o montante aplicado por cada investidor a R\$10.000,00.

Fundos Socioambientais

Notamos que o Edital propôs a criação do selo dos “FIDC Socioambiental”, definindo como a classe de cotas que “gerem benefícios socioambientais”.

A ABVCAP avalia que o selo “Socioambiental” pode ser também de grande valia para a indústria de *venture capital* e *private equity* e para os FIP. Nesse sentido, gostaríamos de sugerir que o selo “Socioambiental” não seja restrito apenas aos FIDC, e possa ser incluído nas demais categorias de fundos, inclusive, mas não se limitando aos FIP, como apresentado em nossos comentários à Resolução.

COMPLEMENTO II **FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO**

I - Introdução

O presente Capítulo focará especificamente nos impactos do Edital para a indústria dos FII. Como antecipado no Edital, sabemos que a agenda regulatória da CVM inclui uma revisão posterior da Instrução CVM 472, a qual será incorporada à nova regulamentação de fundos de investimento na forma de um Anexo Normativo para FII, conforme a nova proposta da CVM de estrutura regulatória para os fundos no Brasil.

Ainda que haja discussões futuras e até mesmo a abertura de uma audiência pública específica para tratar sobre o Anexo Normativo para FII, a ABVCAP reuniu seu subcomitê de *Real Estate*, formado por especialistas do setor, para formular algumas considerações breves sobre os impactos do Edital para o segmento dos FII.

Para tanto, da mesma forma que feito em relação aos FIP, apresentaremos nossos comentários de uma forma mais conceitual com objetivo de nortear a futura regulamentação da CVM. Isto porque, na visão da ABVCAP, o Edital acabou antecipando alguns dos maiores pontos de discussão atualmente na indústria dos FII, os quais foram endereçados desde já na parte geral da nova minuta da regulação de fundos, bem como outros a serem endereçados no futuro Anexo Normativo para FII.

Em especial, o reconhecimento do *status* do gestor de recursos como “prestador de serviço essencial”, além de representar um grande avanço da regulação – e que apenas consolida a natural evolução da indústria de fundos brasileira – pode ter impactos significativos para a regulação dos FII, já que, atualmente, a Instrução CVM 472 não concede a mesma gama de proteção e responsabilidade aos gestores de recursos, apesar de sua inexorável relevância no mercado imobiliário.

Feitas essas considerações preliminares, vide abaixo nossas discussões específicas sobre cada um dos tópicos discutidos pelo subcomitê de *real estate*, sem prejuízo de futuras manifestações quando da proposta de novo Anexo Normativo para FII.

II - Comentários

Governança flexível em Assembleia Geral de Cotistas

De acordo com o Edital, a assembleia geral de cotistas possuirá competência privativa para deliberar sobre algumas matérias sensíveis à governança do fundo. De forma



prudente, esse rol de matérias é bem limitado, relacionando-se apenas a situações críticas da vida do fundo, como eventos societários em geral (fusão, incorporação, cisão, etc.), pedido de declaração judicial de insolvência do fundo ou substituição dos prestadores de serviço essenciais (administrador fiduciário e gestor de recursos).

A sistemática proposta na parte geral da nova regra é simples e precisa. Como regra geral, as deliberações são tomadas por maioria dos presentes, podendo o regulamento, no entanto, estabelecer quórum qualificado para as deliberações⁸⁴, inclusive para as matérias obrigatórias listadas no art. 64⁸⁵.

Em linha com a LLE, a proposta da CVM para a governança assemblear se baseia no primado da liberdade contratual, podendo o regulamento estabelecer livremente as matérias

Na visão da ABVCAP, essa sistemática da regulação está em linha com as melhores práticas internacionais, dando flexibilidade para que os prestadores de serviço essenciais formulem a estrutura adequada para o fundo de investimento que irão gerir, bem como testem essas estruturas no mercado e o apetite dos investidores ao produto – o que, ao final do dia, apenas incentiva a livre concorrência e ajuda no estabelecimento dos padrões de mercado definidos livremente entre os *stakeholders*.

Sabemos, no entanto, que essa não é a fórmula atualmente adotada pela Instrução CVM 472.

A governança assemblear atual da Instrução CVM 472 é rudimentar e consiste no estabelecimento de um rol de atribuições fechado da assembleia geral de cotistas que inclui outras matérias não previstas no art. 64 da minuta anexa ao Edital.

⁸⁴ Art. 71. As deliberações da assembleia de cotistas são tomadas por maioria de votos.

(...)

§ 3º O regulamento pode estabelecer quórum qualificado para as deliberações, inclusive as relativas às matérias previstas nos arts. 64 e 65.

⁸⁵ Art. 64. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre: I – as demonstrações contábeis do fundo de investimento apresentadas pelo administrador; II – a substituição de prestadores de serviços essenciais, isolada ou conjuntamente; III – a fusão, a incorporação, a cisão, a transformação ou a liquidação do fundo; IV – a alteração do regulamento, ressalvado o disposto no art. 47; e V – o pedido de declaração judicial de insolvência do fundo.



Além disso, a Instrução CVM 472 não permite o estabelecimento de quóruns qualificados diferentes daquele previsto na regra⁸⁶, bem como não permite que outras matérias sejam elegidas, no regulamento, como sujeitas a esse quórum qualificado.

Atualmente, apenas as seguintes matérias estariam sujeitas ao quórum qualificado da Instrução CVM 472:

- a) alteração do regulamento;
- b) destituição ou substituição do administrador e escolha de seu substituto;
- c) fusão, incorporação, cisão e transformação do fundo;
- d) dissolução e liquidação do fundo, quando não prevista e disciplinada no regulamento;
- e) apreciação do laudo de avaliação de bens e direitos utilizados na integralização de cotas do fundo;
- f) aprovação dos atos que configurem potencial conflito de interesses nos termos dos arts. 31-A, § 2º, 34 e 35, IX, desta Instrução; e
- g) alteração da taxa de administração nos termos do art. 36.

A estrutura inflexível da Instrução CVM 472 vem causando diversas dificuldades no estabelecimento de uma governança, no âmbito dos FII, que seja ao mesmo tempo clara e flexível o suficiente para acomodar os diversos arranjos envolvendo FII estruturados, em desconformidade aos objetivos da própria regulação de trazer segurança e transparência aos investidores. Vejam abaixo uma lista das situações que vem sendo vivenciadas pelos participantes desse segmento de mercado:

- em virtude do fenômeno do absenteísmo⁸⁷ cada vez mais presente na indústria de FII, os administradores e gestores tem encontrado dificuldades na aprovação de matérias sensíveis à vida dos FII, em especial a aprovação de transações envolvendo potencial conflito de interesses – o quórum de 25% das cotas subscritas tem se revelado excessivo para essas deliberações, considerando a grande dispersão da base de cotistas;

⁸⁶ Nos termos do artigo 20, §1º, o único quórum qualificado aplicável é o da aprovação por maioria de votos dos cotistas presentes e que representem: I – 25% (vinte e cinco por cento), no mínimo, das cotas emitidas, quando o fundo tiver mais de 100 (cem) cotistas; ou II – metade, no mínimo, das cotas emitidas, quando o fundo tiver até 100 (cem) cotistas.

⁸⁷ Nesse ponto em particular, ressaltamos que a definição do quórum médio de 25% das cotas subscritas foi definido pela CVM com base em estudos de mercado quando das discussões da audiência pública SDM 07/14 que resultou na edição da Instrução CVM 571 – entendemos que esse estudo já se encontra desatualizado em relação à atual demanda do mercado imobiliário, em que a base de dispersão de cotistas tem tornado cada vez mais difícil a autorização ou ratificação de qualquer matéria no âmbito da assembleia geral de cotistas.



- os gestores não conseguem estabelecer matérias sujeitas a quórum qualificado, mesmo quando há consenso entre investidores e gestores de recursos sobre quais seriam essas matérias – a regulação acaba travando o livre arbítrio entre investidores e gestores;
- o entendimento atual da CVM é de que o gestor de recursos não se sujeita ao mesmo quórum qualificado aplicável ao administrador fiduciário no que tange a sua destituição e substituição, o que, na prática, tem exposto os FII a riscos de tomada hostil⁸⁸, além de aumentar os custos dos FII por conta da necessidade de imposição de multas contratuais para cobrir eventual destituição sem justa causa dos gestores de recursos – algo que seria capturado naturalmente caso os cotistas pudessem deliberar sobre a destituição do gestor de recursos, com aplicação de quórum qualificado.

A percepção do mercado atual é de que a Instrução CVM 472, mesmo considerando a sua última grande reforma em 2015, se tornou uma regra desatualizada em relação ao novo contexto do mercado imobiliário.

O fenômeno da democratização dos investimentos para pessoas físicas, que causou uma grande expansão do mercado de FII no Brasil nos últimos anos, acarretou mudanças também na própria estrutura da indústria dos fundos imobiliários que não foram acompanhadas pela regulamentação específica dos FII – apesar de o restante da regulamentação de fundos e *asset management* já estar bem mais avançada, seja para fundos financeiros, fundos de recebíveis ou de *private equity*.

Assim, a ABVCAP entende que aos FII deve ser concedido o mesmo tratamento previsto para a governança assemblear conforme previsto na minuta da parte geral do Edital, de forma que os FIIs gozem da mesma liberdade na definição da governança assemblear que é conferida pelo art. 64 da minuta do Edital. Isto é, as matérias privativas dos cotistas de FII deveriam ser aquelas previstas no art. 64, podendo o regulamento

⁸⁸ Uma vez que o quórum padrão dos FII, previsto pelo art. 20 da Instrução CVM 472, para deliberação por assembleia geral de cotistas é de maioria simples dos cotistas presentes, qualquer cotista que detenha apenas 3% das cotas do FII poderia, utilizando-se da faculdade regulatória, convocar uma assembleia para destituir o gestor do fundo e deliberar por maioria simples dos presentes pela substituição do prestador de serviço por outro de sua preferência, beneficiando-se do absenteísmo. Esse é um risco concreto e já materializado em diversos precedentes de mercado que tem grande impacto financeiro sobre o valor das cotas dos FII atribuindo prejuízos aos cotistas.



estabelecer outras matérias, bem como fixar o quórum qualificado aplicável e quais matérias estariam sujeitas a esse quórum.

Na visão da ABVCAP, o mercado dos FII já alcançou maturidade suficiente para permitir que os participantes e investidores possam livremente estabelecer os termos e condições que regerão a vida do FII. Muito embora, conforme dito acima, os investidores pessoas físicas tenham ganhado relevância na sua participação nos FIIs, esse mercado não se restringe apenas a tais investidores. Os investidores institucionais migraram, definitivamente, seus olhares para o segmento imobiliário como alternativa de rentabilidade em um cenário de juros baixos e, além disso, as próprias pessoas físicas estão cada vez mais cientes dos riscos e características dos investimentos em FII, aumentando o nível de exigência na estruturação dos fundos imobiliários para varejo. Nesse contexto, a flexibilização da regulamentação que rege os FII, especialmente do ponto de vista de governança, permitiria um melhor encaixe entre o FII, seu público alvo, os ativos investidos e prestadores de serviço, otimizando toda a estrutura implementada.

Especificamente no ponto relativo à destituição do gestor, nossa preocupação reside no fato de que uma minoria ou parcela não preponderante de investidores possam remover um gestor de um fundo, sem causa, depois que esse gestor estruturou o produto, pensou e implementou a melhor estratégia de investimento para o fundo, bem como eventuais tomadas hostis – cujas tentativas vem se tornando cada vez mais frequentes e se tornarão ainda mais com o desenvolvimento da nossa indústria. Entendemos que os investidores contrários (ou omissos) em relação à remoção do gestor também precisam de proteção, pois eles compraram o produto acreditando na prestação de serviços de um gestor específico e não num potencial substituto escolhido por terceiros.

Não estamos advogando que os gestores não possam ser removidos de seus cargos, mas que cada gestor deveria ter liberdade de negociar com seus investidores e/ou incluir nos regulamentos dos fundos e documentos de subscrição quais são as hipóteses e quóruns para remoção e quais as consequências financeiras em cada hipótese (remoção sem justa causa normalmente depende de um quórum maior e enseja o pagamento de uma compensação em benefício do gestor, enquanto a remoção com causa depende de um quórum muito menor, sem pagamento de qualquer compensação ao gestor, muito pelo contrário, se comprovada a causa e prejuízo ao fundo, então o gestor deve inclusive indenizar).

Alternativamente, caso a CVM entenda cabível a definição de critérios específicos para a assembleia geral no novo Anexo Normativo para FII, solicitamos, quando de sua edição, que este preveja:

- (i) a indicação, em rol exemplificativo, das matérias privativas adicionais aplicáveis aos FII, em adição às matérias obrigatórias previstas no art. 64 do Edital;
- (ii) a possibilidade de criação de novas matérias sujeitas a deliberação na assembleia geral de cotistas, seja por quórum simples ou qualificado; e
- (iii) a possibilidade de estabelecimento de quóruns qualificados em relação a quaisquer das matérias privativas de assembleia geral de cotistas, conforme definido no regulamento.

Adicionalmente, entendemos que os FII estão maduros o suficiente para contarem com órgãos de supervisão com capacidade deliberativa (como, exemplificativamente, os *advisory committees* de fundos estrangeiros). Tais órgãos poderiam, por delegação da assembleia geral e conforme descrito no regulamento, decidir certas matérias com maior agilidade e qualidade. Neste sentido, o mesmo comentário feito com relação aos FIP (vide “Comitê Consultivo de Cotistas e/ou Membros Independentes” constante da página 139 desta Manifestação) se aplica aos FII.

Entendemos que os mecanismos acima estariam alinhados à LLE, às práticas internacionais da indústria de fundos e, além disso, estimulam a criação de novos produtos, a livre concorrência entre os participantes de mercado e uma maior transparência na formulação dos documentos do fundo.

Hierarquia entre os Prestadores de Serviço Essenciais

Uma questão adicional sobre a governança dos FII que tem causado grandes dificuldades no dia-a-dia desses fundos – já tratado brevemente acima – diz respeito ao atual tratamento conferido pela Instrução CVM 472 ao gestor de recursos, em detrimento ao administrador fiduciário.

A regulamentação atual dá um tratamento muito superficial à figura do gestor de recursos ou consultor especializado de FII, atribuindo a tais figuras um papel meramente acessório na operacionalização e gestão de fundos imobiliários.

Exemplificativamente, a Instrução CVM 472 atribui apenas ao administrador fiduciário a responsabilidade pela efetiva gestão dos ativos imobiliários de um FII. Além disso, ao tratar sobre as matérias privativas da assembleia geral de cotistas, a regulamentação não atribui ao cotista o poder de votar sobre a destituição ou substituição do gestor de



recursos ou do consultor especializado, não permitindo, também, o estabelecimento de quórum qualificado a esses prestadores de serviço.

A minuta da Instrução CVM 472 reflete em grande parte as disposições da Lei 8.668, que não previa expressamente a figura do gestor de recursos justamente porque, à época, essa figura praticamente não existia no mercado de capitais brasileiro. Mesmo a Lei 8.668 se limita a mencionar apenas uma fração das várias atribuições, obrigações, vedações e papéis atribuídos pela Instrução CVM 472 aos administradores de FII – evidenciando a possibilidade de esta instrução complementar, detalhar e até extrapolar as disposições da Lei 8.668 desde que não as contradiga. Boa parte dos dispositivos da Instrução CVM 472 encontra respaldo na regulamentação da CVM aplicável a fundos de investimento, e não expressamente na Lei 8.668.

Deste modo, entendemos que as disposições da Lei 8.668 não devem limitar a atualização da regulamentação em linha com o avanço das normas aplicáveis aos fundos de investimento apenas por não prever, de modo exaustivo, as atribuições e responsabilidades do gestor de um FII.

Apesar da antiguidade da legislação federal, a regulamentação dos FII acabou não acompanhando a evolução do mercado de administração de carteira de valores mobiliários nas três últimas décadas, deixando de atribuir ao gestor de recursos as responsabilidades, deveres e proteções que se fazem necessárias ao desempenho de sua atividade.

A visão da ABVCAP é de que este quadro normativo está em descompasso com a regulamentação atual aplicável aos administradores de carteira de valores mobiliários, bem como à regulamentação vindoura prevista no Edital que já prevê a equiparação entre os prestadores de serviço essenciais do fundo: administrador fiduciário e gestor de recursos.

Vale ressaltar: a figura do gestor de recursos se tornou o grande centro das captações de FII nos últimos anos. Ao se verificar as grandes emissões de fundos nos últimos três anos, constata-se uma predominância no lançamento de fundos marcados por gestão ativa de gestores de recursos independentes ou consultoria especializada. Ainda que haja grandes emissões em outros FII administrados ou geridos por instituições financeiras, verifica-se que, a maior parte delas se tratou de ofertas subsequentes (*follow on*), e não lançamentos de novos fundos (IPO), o que demonstra a consolidação dos gestores de recursos como *players* centrais na governança dos FII, ao lado dos administradores fiduciários.



Mantida a estrutura atual prevista na Instrução CVM 472, o mercado de FII continuará desatualizado e desalinhado em relação aos demais fundos de investimento disponíveis no Brasil, bem como continuarão a pairar as incertezas jurídicas sobre as reais atribuições dos gestores de fundos imobiliários ou sobre o risco de tomada hostil de fundos imobiliários. E mais, mantida a estrutura atual, há pouco incentivo para ser gestor de fundo imobiliário, bastando manter-se na figura de consultor imobiliário, papel não regulado pela CVM.

Apontamos, também, a majoração dos riscos assumidos por administradores de FII na estrutura atual da regulamentação. Administradores de fundos de investimento em geral possuem atribuições e responsabilidades similares quando vinculados à maioria dos fundos de investimento atualmente disponíveis e podem delegar determinadas funções a prestadores de serviços, tais como gestores, sob parâmetros também similares entre si. Na estrutura dos FII conforme prevista na Instrução CVM 472, dadas as limitações e a rigidez demasiada da regra, os administradores se deparam com funções e óbices à divisão e delegação de tarefas que extrapolam os impostos por outros normativos similares.

Dessa forma, a ABVCAP solicita a esta D. CVM que, no momento da elaboração do Anexo Normativo para FII, seja respeitado o primado de equiparação entre prestadores de serviços essenciais como previsto no Edital, de modo a não hierarquizar a estrutura de governança do fundo. Em especial, ressaltamos os seguintes pontos:

- (i) garantir que a previsão de que o administrador e o gestor são prestadores de serviços essenciais seja, também, aplicável aos FII, de forma a aumentar o poder e discricionariedade do gestor;
- (ii) previsão de um rol mais claro das atribuições do gestor, que não se confundirão com as atribuições do administrador fiduciário do FII – em especial, o gestor deve ter a clara atribuição de representar o FII para os atos de gestão da carteira (como aquisição e venda de imóveis, como o gestor de FIP o é para aquisição e venda de companhias);
- (iii) esclarecer que, também no caso dos FII, não será constituída responsabilidade solidária entre os prestadores de serviços essenciais; e
- (iv) previsão da possibilidade de contratação de outros prestadores de serviços auxiliares do fundo (consultor especializado, operador imobiliário) e liberdade do estabelecimento de suas atribuições no regulamento ou contrato de



prestação de serviços, tendo o gestor de recursos discricionariedade na seleção desses prestadores.

Alavancagem

Outro ponto da Instrução CVM 472 que tem cada vez mais levantado questionamentos no mercado é em relação às restrições existentes para que o FII contraia empréstimos ou dívidas, limitando as formas de alavancagem financeira do fundo.

A restrição para financiamentos por FII está prevista no art. 35 da Instrução CVM 472, vedando ao administrador, no exercício das funções de gestor do patrimônio do fundo e utilizando os recursos do fundo, de "*contrair ou efetuar empréstimo*".

Assim, as únicas modalidades disponíveis hoje para alavancagem financeira em FII para permitir o financiamento da aquisição de imóveis ou de outros ativos imobiliários consiste em (i) securitização de recebíveis imobiliários dos ativos do FII, especialmente por meio da emissão de certificados de recebíveis imobiliários, ou (ii) pagamento do custo de aquisição de determinado imóvel à prazo. Ambas as alternativas, ressaltamos, não constituem quaisquer modalidades de empréstimo e são permitidas pela regulamentação atual.

Na visão da ABVCAP, a restrição para contrair ou efetuar empréstimo tem limitado as alternativas que os fundos imobiliários teriam para o financiamento de suas operações, as quais poderiam trazer grandes benefícios ao fundo e aos seus cotistas. Afinal, é cediço que a alavancagem financeira pode ser um grande aliado para a obtenção de um maior retorno aos investidores.

Os participantes do mercado, por exemplo, já tiveram que deixar de adquirir bons ativos imobiliários para seus fundos em virtude da incapacidade de obter financiamentos para concluir a aquisição.

Esse mecanismo, aliás, se revela especialmente importante em momentos de baixa do mercado de *equity*, como o que estamos vivendo atualmente, em que nem todas as aquisições conseguem ser custeadas por meio de recursos de novas emissões de cotas.

Olhando mais a fundo o quadro normativo, vemos que a limitação prevista na Instrução CVM 472 não possui base legal na Lei 8.668. O art. 12 desse diploma legal não prevê qualquer vedação à instituição administradora de "*contrair ou efetuar empréstimo*". Trata-se, portanto, de limitação exclusivamente regulatória, passível de discussão no âmbito deste Edital ou da futura audiência pública do Anexo Normativo de FII.



Reforçamos que outras jurisdições permitem que os fundos imobiliários contraiam empréstimos e, de uma forma geral, financiem suas operações ou aquisições de novos imóveis. Destaque para os FIBRA mexicanos⁸⁹ – e os REIT americanos.

Ainda, a título de exemplo, os REIT singapurianos possuíam, até março de 2020, um limite de alavancagem⁹⁰ de 45% - que foi recentemente aumentado para 50%. Entre outros fatores, o MAS – autoridade monetária de Singapura – considerou impactos da pandemia de COVID-19 no aumento do limite de alavancagem e, ainda, emendou a legislação⁹¹ para considerar aumentos do limite de alavancagem por um REIT em razão de fatores econômicos fora de seu controle. Nos Estados Unidos, estudos⁹² apontam que os REIT incorreram no menor índice médio histórico – que, ainda assim, foi apurado em 32%.

Assim, a ABVCAP sugere que seja revista a vedação à contração de empréstimos pelos FII, ainda que seja estabelecido um limite percentual em relação ao seu patrimônio líquido, bem como que seja considerada a flexibilização deste limite em razão de eventos fora do controle do gestor e/ou do administrador.

Por fim, a ABVCAP também avalia como positiva a revisão do limite estabelecido no inciso IV do art. 35 da Instrução CVM 472, que veda ao administrador “*prestar fiança, aval, bem como aceitar ou co-obrigar-se sob qualquer forma nas operações praticadas no fundo*”.

Na visão dos participantes do mercado imobiliário, há diversas operações imobiliárias que seriam viabilizadas – ou ao menos teriam seus custos diminuídos em prol dos investidores – se fosse permitida a prestação de garantia pelo FII.

Entendemos que aos FII deveria ser dispensado o mesmo tratamento hoje conferido aos fundos de investimento em participações, em que a regulação permite a prestação de

⁸⁹ Para uma explicação geral sobre os FIBRA mexicanos e suas principais características, vide: <<https://amefibra.com/conoce-las-fibras/que-son-las-fibras/>> e

<<https://www.fibrashop.mx/english/what-is-a-fibra.html>>

⁹⁰ Razão entre dívida e patrimônio total do fundo

⁹¹ Mais informações relativas às alterações regulatórias em Singapura disponíveis em <https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/resource/publications/consult_papers/2019/Response-to-Consultation-on-Proposed-Amendments-to-the-Requirements-for-REITs.pdf>

⁹² Relatório completo do estudo disponível em <https://assets.cohenandsteers.com/assets/content/resources/insight/US-REITs-and-COVID-19-Property-Fundamentals-and-REIT-Balance-Sheets-Positioned-Better-than-Credit-and-Equity-Markets-Perception_.pdf>



garantias pelo fundo, mediante aprovação em assembleia geral de cotistas, nos termos da Instrução da CVM 578.

Considerando que, neste caso, a restrição para prestação de garantias está prevista diretamente na Lei 8.668, nossa solicitação é de que essa e outras questões envolvendo a modernização dos FII sejam levadas a discussão no âmbito legislativo. A ABVCAP, como sempre, está à disposição desta D. CVM par auxiliar nessa discussão.

Distribuição de Lucros em Base Caixa – “Regra dos 95%”

Apesar das diversas tentativas da CVM nos últimos anos para esclarecer os requisitos e procedimentos contábeis aplicáveis aos FII, um dos tópicos que ainda causa grandes discussões entre os participantes de mercado diz respeito ao requerimento da distribuição de 95% dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa, com base em balanço ou balancete semestral encerrado em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano, nos termos do Parágrafo Único do art. 10 da Lei 8.668.

A ABVCAP entende o mérito da “Regra dos 95%” ao dificultar a retenção de valores e o reinvestimento, pois a regra baseia-se no conceito de *yield-co* e a finalidade do veículo é primordialmente esta. No entanto, a indústria de FII evoluiu muito, tendo ido para ramos como desenvolvimento imobiliário, fundos de fundos e outras estratégias. Assim, embora haja mérito na construção da regra, a ABVCAP entende que ela precisa de revisões.

A CVM expediu o Ofício-Circular CVM/SIN/SNC 01/14, em 2 de maio de 2014, e o Ofício-Circular CVM/SIN/SNC 01/15, de 18 de março de 2015, com esclarecimentos ao mercado sobre aspectos contábeis e regulatórios do requisito da distribuição de lucros. Apesar de positiva a contribuição da CVM, desde então o mercado se deparou com outras dúvidas e dificuldades na operacionalização da distribuição de lucros que, entendemos, merecem uma nova consideração pela CVM.

Caso a CVM entenda que esses esclarecimentos não possam ser tratados diretamente no Anexo Normativo para FII, a sugestão da ABVCAP consistiria na atualização dos referidos Ofícios Circulares para abarcar novas dúvidas que o mercado possui sobre esse requisito.

Sem prejuízo de novas dúvidas ou sugestões apresentadas por outros participantes, segue abaixo uma lista prévia dos principais pontos e questionamentos levantados pelos gestores especializados na indústria dos FII:



- Tratamento a ser dado na base de apuração dos lucros pelo regime de caixa e conceito de “lucro contábil” considerando eventuais provisionamentos do FII, em especial, se provisões da taxa de administração, taxa de performance ou eventuais passivos e contingências dos ativos imobiliários reduzem o conceito de lucro contábil à luz da Lei 8.668;
- Tratamento a ser dado em casos de reformas necessárias ou úteis dos imóveis componentes da carteira do fundo;
- Caso seja admitida a alavancagem por FII, os pagamentos da dívida, considerando principal amortizado e juros, deverão ser levados em consideração no cálculo do lucro distribuível pelo FII;
- Tratamento dado na apuração e distribuição dos lucros de base mensal, em antecipação à distribuição semestral;
- Avaliação da possibilidade de o gestor e/ou o administrador, conforme estrutura de governança de cada FII, terem liberdade para descontar do lucro distribuível do FII montantes que entenda(m) necessários para realizar gestão de multas e de vacância dos imóveis do FII, com o objetivo de manter a homogeneidade das distribuições aos cotistas; e
- Proposta de revisão legislativa da necessidade de distribuição de até 95% dos lucros apurados, considerando a pouca margem que os administradores e gestores tem para gestão de caixa do fundo. A título de esclarecimento, outras jurisdições adotam um valor menor (REITs americanos, por exemplo, fixam a base de distribuição a 90%⁹³).

Despesas e Encargos

A Instrução CVM 472 possui uma lista taxativa de despesas e encargos do FII, de forma que qualquer outra despesa não enquadrada nesse rol taxativo devem correr por conta do administrador, conforme previsto em seu art. 47, *caput* e §1º.

⁹³ Os requisitos dos REIT americanos estão dispostos no Part II (seções 856 a 859) do Subchapter M do Chapter 1 do *Internal Revenue Code* americano. Para um resumo acerca das principais características dos REIT, vide: https://www.griclub.org/news/real-estate/reits-how-to-replicate-the-mexican-success-in-other-countries_410?content_lang=pt-BR



A lógica do rol taxativo busca, em tese, criar um padrão definitivo das despesas que os cotistas devem suportar, com o objetivo de evitar a alocação de custos indevidos ao FII pelos prestadores de serviço do fundo.

A proposta prevista no Edital caminha no mesmo sentido. De acordo com o art. 100 da minuta anexa ao Edital, as despesas e encargos do fundo são aquelas listadas nos seus incisos, sendo que quaisquer despesas não previstas como encargos do fundo correm por conta do prestador de serviço essencial que a tiver contratado.

Entendemos o princípio protetivo que norteia a CVM ao limitar as despesas e encargos dos fundos em geral. Porém, entendemos também que há razões legítimas no dia-a-dia das operações de um FII que legitimariam um tratamento mais flexível aos encargos desses fundos, de forma similar, por exemplo, ao que já é garantido aos fundos de investimento em participações.

Os gestores de recursos tem encontrado grandes dificuldades para debitar do fundo despesas relacionadas aos imóveis e ativos imobiliários do fundo, considerando que a redação atual do art. 47 da Instrução CVM 472 é bem restritiva.

Os participantes de mercado, por exemplo, tiveram dificuldades nas interações com os administradores para enquadrar o pagamento de despesas relacionadas à associação de condôminos de determinado imóvel, porque não se enquadrava precisamente como "*gastos necessários à manutenção, conservação e reparos de imóveis integrantes do patrimônio do fundo*", apesar de ser uma despesa obrigatória para o imóvel e que só seria incorrida por causa do investimento do FII nesse ativo.

Em outras situações, os administradores e gestores se viram limitados a contratar prestadores de serviço diversos do fundo, como, por exemplo, consultores especializados e assessores jurídicos que auxiliariam o fundo em consultas relacionadas às operações imobiliárias do FII, especialmente em situações de estresse.

Veja que a Instrução CVM 472 não permite, sequer, a ratificação de uma despesa e encargo do FII no âmbito da assembleia geral de cotistas.

O resultado dessa inflexibilidade é a insegurança passada aos prestadores de serviço no desempenho de suas atividades, a incapacidade de contratação de serviços por vezes necessários ao funcionamento do fundo, ou mesmo o aumento da taxa de administração para cobrir eventuais gastos futuros e não previstos – tudo, claro, em prejuízo aos investidores.



Por outro lado, os fundos de investimento em participações gozam de uma maior flexibilidade no estabelecimento de despesas e encargos do fundo e mesmo na aprovação de despesas extraordinárias em sede de assembleia geral de cotistas. O mesmo tratamento deveria ser conferido aos FII, cujas operações são tão ou mais complexas do que as operações de uma sociedade, já que os FII podem investir em várias espécies de ativos e valores mobiliários.

Pelos motivos elencados acima, a proposta desta ABVCAP em relação às despesas e encargos dos fundos consiste em:

- (i) Revisão do art. 100 da minuta anexa ao Edital, para prever que, em qualquer hipótese, os cotistas poderão aprovar despesas extraordinárias apresentadas pelos prestadores de serviço essenciais, sujeito ao quórum estabelecido no regulamento de cada fundo ou em quórum específico a ser definido pela CVM na nova Resolução, abarcando os FII e as demais espécies de fundos de investimento;
- (ii) Adicionalmente à proposta acima, revisão da lista de despesas e encargos dos FII no novo Anexo Normativo para FII. Sem prejuízo de futuras considerações pela ABVCAP e pelo mercado sobre esse ponto, sugerimos, desde já, a inclusão das seguintes despesas e encargos aos FII:
 - Quaisquer despesas relacionadas aos imóveis alvo ou imóveis integrantes direta ou indiretamente ao patrimônio do fundo, incluindo despesas de manutenção, conservação, reparo, estruturação, despesas condominiais, despesas de associações, entre outras;
 - Despesas incorridas pelos integrantes das equipes do administrador e/ou do gestor, conforme estrutura de governança de cada FII, encarregados da administração dos imóveis detidos pelo FII;
 - Contratação de terceiros para prestar serviços legais, fiscais, contábeis e de consultoria especializada, dentro de limites estabelecidos pelo regulamento (conforme redação da Instrução CVM 578).
- (iii) Caso não aceitas as propostas acima, discussão, ao menos, da possibilidade de flexibilização da regra nos moldes acima para FII destinados a investidores qualificados e/ou profissionais.



Fundos Socioambientais

Por fim, notamos que o Edital propôs a criação do selo dos “FIDC Socioambiental”, definindo como a classe de cotas que “gerem benefícios socioambientais”.

A ABVCAP avalia que o selo “Socioambiental” pode ser também de grande valia para a indústria dos fundos imobiliários, bem como para os “Fiagro”, nova espécie de fundo de investimento recém-aprovada pelo Congresso Nacional. Observamos que, em nosso entendimento, a concessão e utilização do selo “Socioambiental” deve passar por crivos regulatórios claros de modo a evitar a apropriação, pelo administrador e/ou gestor do fundo de investimento, de marketing e propaganda ambientalista sem substância (*greenwashing*), conforme apresentado nos nossos comentários à Resolução.