

São Paulo, 15 de abril de 2021

À
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado
A/C: ANTONIO CARLOS BERWANGER
audpublicaSDM0820@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM N° 08/20 – Comentários BTLAW

Prezados,

Nos termos do Edital de Audiência Pública SDM nº 08/20 (“Edital”), que propõe minuta de nova regulamentação sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como a prestação de serviços para os fundos, incluindo anexos normativos referentes aos fundos de investimento financeiros e aos fundos de investimento em direitos creditórios, **Barcellos Tucunduva Advogados** (“BTLAW”) gostaria de apresentar seus comentários e sugestões¹.

Tendo em vista que não foram apresentadas minutas de anexos referentes a fundos de investimento em participações (“FIP”) e a fundos de investimento imobiliário (“FII”), apresentamos, de forma conceitual, comentários e sugestões referentes a tais fundos, os quais serão diretamente impactados pela Resolução proposta (“Resolução”) e por eventuais anexos que a integrem (“Anexos Normativos”).

As menções a “artigos”, “parágrafos”, “incisos”, “alíneas” e afins observam a numeração da proposta de Resolução e Anexos Normativos.

Nas sugestões de nova redação, as seguintes cores de texto foram utilizadas:

- (i) **vermelho** (~~tachado~~): **texto excluído**; e
- (ii) **azul**: texto inserido.

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.

¹ As menções a Artigos referem-se à minuta de Resolução e seus Anexos constante do Edital.

São Paulo

Av. Presidente Juscelino Kubitschek, 1726
4º andar - Itaim Bibi | SP - 04543-000
+55 (11) 3069-9080 | advogados@btlaw.com.br

Rio de Janeiro

Rua Anfilóbio de Carvalho, 29
Sala 1109 - 11º andar - Centro | RJ - 20030-901
+55 (21) 2102-3530 | advogados@btlaw.com.br

Brasília

SRTVS 701, Bloco O
Sala 450 - Asa Sul - DF - 70340-000
+55 (11) 3069-9080 | advogados@btlaw.com.br

Pedimos que quaisquer comunicações acerca de nossos comentários e sugestões sejam enviadas para:

BARCELLOS TUCUNDUVA ADVOGADOS

Av. Presidente Juscelino Kubitschek, 1726 - 4º andar - Itaim Bibi
CEP 04543-000

São Paulo/SP

Aos cuidados de:

Ricardo dos Santos de Almeida Vieira: rvieira@btlaw.com.br; e

Otávio Augusto de Lara Borsato: oborsato@btlaw.com.br

Sem mais para o momento, permanecemos à disposição para os esclarecimentos que V.Sas. entenderem necessários.

Atenciosamente,

BARCELLOS TUCUNDUVA ADVOGADOS

I – RESOLUÇÃO

1.1. Base da “Taxa de administração”, “Taxa de gestão” e “Taxa total de serviços” (art. 2º, XXXIV e art. 44, § 1º, X, XI e XII)

1.1.1. A Resolução (art. 2º) define “taxa total de serviços” como *“montante total das taxas, na forma de **percentual do patrimônio do fundo**, que incidem sobre o fundo de forma a remunerar todos os seus prestadores de serviço”*. Mais adiante (art. 44), a Resolução reitera tal base tanto para a taxa total de serviços quanto para a taxa de administração e taxa de gestão: **fixa e expressa em percentual anual do patrimônio líquido do fundo** (base 252 dias).

1.1.2. A nosso ver, a determinação de que a base de cálculo seja necessariamente o patrimônio (líquido) do Fundo pode engessar estruturas em que a adoção de outra base seja mais recomendável ou desejável.

1.1.3. Sugerimos, portanto, que a redação seja alterada de forma a permitir outras bases de cálculo, conforme estabelecido no respectivo regulamento.

1.1.4. Caso V.Sas. não concordem com a adoção de outra base por todo e qualquer fundo, sugerimos que essa possibilidade seja prevista para classes de cotas destinadas exclusivamente a investidores qualificados e profissionais ou, alternativamente, a tipos específicos de fundos, como FIDC, FIP e FII.

1.1.5. Ainda, pelo menos para classes de cotas destinadas exclusivamente a investidores qualificados e profissionais (ou, alternativamente, a tipos específicos de fundos, como FIP e FII) sugerimos que seja permitida a previsão em regulamento apenas da taxa total de serviços, ficando o respectivo rateio entre os prestadores de serviço previsto nos respectivos instrumentos contratuais. Isso permitiria acordos entre os prestadores sem a necessidade de alteração do regulamento do fundo. Nesse caso, se esta CVM entender que isso contraria a transparência almejada pela Comissão, poderia ser criada uma obrigação de comunicação aos cotistas acerca de tal rateio, mas sem a necessidade de alteração de regulamento.

1.2. Valor da cota (arts. 14 e 19)

1.2.1. Sugerimos que sejam permitidas outras bases além do patrimônio líquido para cálculo do valor da cota, ainda que exclusivamente para classes de cotas destinadas apenas a investidores qualificados e profissionais ou, alternativamente, a tipos específicos de fundos, como FIDC, FIP e FII.

1.2.2. No mesmo sentido, entendemos que o cálculo do valor da cota deveria ser realizado em periodicidade compatível com o tipo de ativos integrantes da carteira do fundo.

1.3. Limitação da responsabilidade dos cotistas e patrimônio insuficiente (art. 18)

1.3.1. O art. 1.368-D do Código Civil, introduzido pela Lei da Liberdade Econômica, é claro:

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:

*I - a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas;
(...)*

Art. 1.368-E. (...).

*§ 1º. Se o fundo de investimento com limitação de responsabilidade não possuir **patrimônio suficiente** para responder por suas dívidas, aplicam-se as regras de insolvência previstas nos arts. 955 a 965 deste Código.
(grifos nossos)*

1.3.2. De acordo com o Parágrafo único do art. 18 da minuta da Resolução, “Caso o regulamento não limite a responsabilidade do cotista, os cotistas respondem por eventual **patrimônio líquido negativo** (...)”.

1.3.3. Em se tratando de fundos líquidos, entendemos que a regra é razoável.

1.3.4. Preocupa-nos, porém, os casos de fundos com carteira composta majoritariamente por ativos ilíquidos e patrimônio líquido positivo, mas sem recursos líquidos para honrar suas obrigações.

1.3.5. Partindo da expressão adotada pelo Código Civil, sugerimos que a Resolução trate do “patrimônio insuficiente” de forma mais ampla do que o mero patrimônio líquido negativo, abrangendo também as hipóteses de fundos ilíquidos sem caixa para fazer frente a suas despesas.

1.4. Termo de adesão (art. 28, § 1º)

1.4.1. Sugerimos que, especialmente para fundos ilíquidos e/ou fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais e qualificados, não haja limitação de caracteres para o termo de adesão, seja pela natureza e complexidade do fundo e/ou da carteira, seja para acomodar disposições e declarações específicas, inclusive cláusula arbitral.

1.4.2. Isso pode constar da própria Resolução ou dos Anexos Normativos específicos dos fundos sujeitos à dispensa de observância da forma prevista na Resolução, se mantida.

1.5. Fatores de Risco (art. 44, § 1º, IX)

1.5.1. Sugerimos que os fatores de risco de cada classe de cotas constem de documento separado disponível aos cotistas nas páginas do administrador e gestor na Internet, bem como nas páginas da CVM e do mercado organizado em que as cotas estejam admitidas à negociação.

1.5.2. Isso permitiria a adequação e atualização dos fatores de risco sem a necessidade de alteração do regulamento.

1.5.3. Além de ser um processo custoso, a alteração do regulamento demanda uma burocracia que não se coaduna com a agilidade necessária à atualização dinâmica dos fatores de risco à luz das mudanças do mercado.

1.6. Solidariedade entre prestadores de serviços (art. 76, § 2º; art. 79, § 6º; art. 80, § 5º, I, “b”)

1.6.1. Apesar de ser louvável a redução das hipóteses de solidariedade entre prestadores de serviços, entendemos que a Resolução merece ajustes nesse sentido.

1.6.2. O art. 1.368-D do Código Civil, introduzido pela Lei da Liberdade Econômica, é claro:

*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)*

1.6.3. Como se vê, o legislador não criou nenhuma exceção à ausência de solidariedade para determinados tipos de fundo ou serviço.

1.6.4. Como já pacificado na jurisprudência brasileira, “onde o legislador não distingue, não cabe ao intérprete fazê-lo”. E, nos termos do próprio Código Civil (art. 265), “a solidariedade não se presume; resulta da lei ou da vontade das partes”.

1.6.5. Ora, se a própria lei permite a ausência de solidariedade entre os prestadores de serviço dos fundos de investimento, não deveria o regulador impor tal solidariedade por ato infralegal.

1.6.6. Diante disso, e seguindo os próprios princípios que nortearam a Lei da Liberdade Econômica, entendemos que não deve haver solidariedade entre prestadores de serviços em nenhuma hipótese, tendo a CVM e o Poder Judiciário condições de avaliar a responsabilidade de cada prestador, sem necessidade de solidariedade.

1.6.7. Essa ausência de solidariedade mostra-se ainda mais necessária nas contratações de prestadores de serviços sujeitos a autorização ou supervisão da CVM e/ou do Banco Central do Brasil, já que o respectivo regulador tem meios e ferramentas para fiscalização, aferição de responsabilidade e punição.

1.6.8. Como exemplo podemos citar um gestor de pequeno ou médio porte que contrata um distribuidor de grande porte para distribuir ao público em geral cotas de FII nos termos da Instrução CVM 400. Ora, não é razoável que tal gestor veja a ser solidariamente responsável por atos ou omissões do distribuidor no âmbito da distribuição de cotas.

1.6.9. No mesmo sentido, também não é razoável a existência de solidariedade – ou mesmo de hierarquia – entre cogestores de um fundo, especialmente se cada cogestor for responsável por tipos específicos de ativos. Por que um gestor de renda fixa seria solidariamente responsável com o gestor de renda variável de um mesmo fundo?

1.6.10. Em qualquer hipótese, entendemos que a documentação do fundo deve deixar clara a existência ou não de solidariedade – sempre decorrente da vontade das partes – entre os prestadores do fundo.

1.7. Hierarquia entre cogestores (art. 80, III, “d” e § 5º)

1.7.1. Entendemos que não deve haver hierarquia entre cogestores de um fundo, devendo ambos ser considerados prestadores essenciais.

1.8. Fundo exclusivo: limitação de responsabilidade (art. 98)

1.8.1. Entendemos que a Resolução não deve vedar a limitação de responsabilidade de cotista de fundo exclusivo.

1.8.2. O art. 1.368-D do Código Civil, introduzido pela Lei da Liberdade Econômica, é claro:

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:

I - a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas;

1.8.3. Como se vê, não há restrição a tipos específicos de fundos e “onde o legislador não distingue, não cabe ao intérprete fazê-lo”.

1.8.4. O mero fato de um fundo ser exclusivo não pode ser obstáculo para a limitação de responsabilidade.

1.8.5. Não à toa, a mesma Lei da Liberdade Econômica criou a Sociedade Limitada unipessoal, permitindo expressamente a limitação de responsabilidade mesmo na existência de único quotista.

1.8.6. Além disso, a definição proposta para “fundo exclusivo” permite que eventual credor alegue que os cotistas de um fundo caracterizam “grupo de cotistas vinculado por interesse único e indissociável” e que, portanto, sua responsabilidade deveria ser ilimitada.

1.8.7. Em caso de uso indevido de um fundo para atos ilícitos, já existem remédios jurídicos disponíveis. O art. 50 do Código Civil, que regula a

desconsideração da personalidade jurídica, por exemplo, poderia ser aplicado por analogia.

1.8.8. Dito isso, em que pese nossa sugestão de permitir a limitação de responsabilidade de cotista de qualquer espécie de fundo exclusivo – o que, a nosso ver, coaduna-se com o texto legal –, caso esta Comissão decida manter a vedação, sugerimos que ela se restrinja a fundos em que o gestor não possua discricionariedade na execução da política de investimento.

1.8.9. Isso porque há fundos que se enquadram na definição de “fundos exclusivos”, mas que não devem ser considerados como meramente “patrimoniais”, havendo a contratação de um gestor com poderes discricionários para tomar e executar decisões e investimento e desinvestimento. Tomemos por exemplo fundos “exclusivos” de investidores institucionais brasileiros para segregação da estratégia de investimentos em segmentos de atuação ou consolidação das aplicações no Brasil e no exterior. Na via inversa, investidores institucionais estrangeiros utilizam-se de fundos exclusivos para consolidação dos seus investimentos em outras jurisdições. Impedir a limitação de responsabilidade em tais fundos pode afastar tais investidores.

1.9. Remuneração de membros de conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos (art. 83)

1.9.1. A depender da especialização e do tempo de dedicação, entendemos que deveria ser permitida a remuneração, às expensas do fundo, de membros de conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos, desde que a remuneração esteja expressamente prevista no regulamento e demais documentos pertinentes.

1.9.2. Caso esta CVM não concorde com nossa sugestão de forma irrestrita, solicitamos que seja considerada a possibilidade de remuneração dos membros de conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos de fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados ou profissionais e/ou de fundos estruturados específicos, como FIDC, FIP e FII.

1.10. Assinaturas eletrônicas (art. 70, § 2º)

1.10.1. O art. 70, § 2º, ao tratar da realização de assembleias de cotistas, prevê a possibilidade de manifestações de voto por meio de assinatura eletrônica ou outros meios igualmente eficazes para assegurar a identificação do cotista.

1.10.2. Sugerimos que a Resolução deixe expressa a admissibilidade de assinaturas eletrônicas que não possuam certificados emitidos pela ICP-Brasil, desde que prevista em regulamento, não apenas nas manifestações de votos em assembleia, mas em quaisquer comunicações e documentos do fundo, como termos de adesão, boletins de subscrição e compromissos de investimento.

1.10.3. Referida possibilidade está expressamente prevista art. 10, § 2º, da Medida Provisória 2.200-2/2001:

§ 2º. O disposto nesta Medida Provisória não obsta a utilização de outro meio de comprovação da autoria e integridade de documentos em forma eletrônica, inclusive os que utilizem certificados não emitidos pela ICP-Brasil, desde que admitido pelas partes como válido ou aceito pela pessoa a quem for oposto o documento.

1.11. Prazo de adaptação à Resolução (art. 122)

1.11.1. Sugerimos que o prazo de adaptação de fundos já existentes à Resolução e seus Anexos Normativos seja unificado em pelo menos 180 (cento e oitenta) dias a contar da publicação da Resolução.

1.12. Insolvência de classe de cotas (art. 64, arts. 105 a 108)

1.12.1. Sugerimos que a insolvência, seja ela solicitada pela assembleia, pelo administrador ou pela CVM, possa atingir uma classe específica de cotas e não necessariamente o fundo de forma integral.

1.12.2. Em nossa opinião, essa possibilidade é decorrência do disposto no art. 1.368-D, caput, incisos I e III, e no art. 1.368-E, caput e § 1º, do Código Civil. Vejamos:

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:

*I - a **limitação da responsabilidade** de cada investidor ao valor de suas cotas;*

(...)

III - **classes de cotas** com direitos e obrigações distintos, com possibilidade de constituir **patrimônio segregado para cada classe**.

Art. 1.368-E. Os fundos de investimento respondem diretamente pelas obrigações legais e contratuais por eles assumidas, e os prestadores de serviço não respondem por essas obrigações, mas respondem pelos prejuízos que causarem quando procederem com dolo ou má-fé.

§ 1º. Se o **fundo de investimento com limitação de responsabilidade** não possuir **patrimônio** suficiente para responder por suas dívidas, aplicam-se as **regras de insolvência** previstas nos arts. 955 a 965 deste Código.
(grifos nossos)

1.12.3. Nesse sentido, deve constar entre as competências privativas da assembleia especial de cotistas a declaração judicial de insolvência da respectiva classe de cotas.

1.12.4. Aliás, uma das alternativas do plano de resolução é justamente a cisão da classe deficitária. O mesmo deve ser possível no âmbito da insolvência.

1.13. Prestação de fiança, aval, aceite ou qualquer forma de coobrigação em nome do Fundo de Investimento (art. 87, III)

1.13.1. Entendemos que a concessão de fiança, aval, aceite ou outras formas de coobrigação em nome do fundo deveria ser uma prerrogativa do gestor por ser ato intrinsecamente ligado à gestão.

1.13.2. A necessidade de aprovação em assembleia é prejudicial à indústria por retardar ou até mesmo inviabilizar operações, seja pela demora na aprovação, seja pela falta de conhecimento dos cotistas.

1.13.3. Subsidiariamente, caso V.Sas. prefiram manter a restrição à concessão de garantias, solicitamos que seja considerada a possibilidade para classes de cotas destinadas exclusivamente a investidores qualificados ou profissionais e/ou para fundos estruturados específicos, como FIDC, FIP e FII.

1.14. Encargos (art. 100)

1.14.1. Sugerimos que a Resolução permita a inclusão em regulamento ou aprovação em assembleia de encargos não previstos em norma, como já prevê para os FIP a Instrução CVM 578.

1.14.2. Adicionalmente, entendemos que deve ser permitido que o regulamento outorgue aos prestadores essenciais a prerrogativa de incorrer, em nome e à expensa do fundo, em outras despesas não previstas em norma ou em regulamento, desde que comprovadamente necessárias ao bom funcionamento do fundo.

1.14.3. Subsidiariamente, caso V.Sas. prefiram manter um rol taxativo de encargos como regra geral, solicitamos que a possibilidade de outros encargos – sejam eles aprovados em assembleia, previstos no regulamento ou incorridos a critério dos prestadores essenciais – seja considerada para classes de cotas destinadas exclusivamente a investidores qualificados ou profissionais e/ou para fundos estruturados, como FIDC, FIP e FII.

1.14.4. Sem prejuízo dos pleitos dos itens anteriores, sugerimos que o rol de encargos da Resolução inclua despesas com a auditoria legal, contábil, técnica ou econômico-financeira de ativos-alvo e seus emissores, independentemente da efetiva realização do investimento.

1.15. Infração Grave: manutenção de documentos (art. 113, V)

1.15.1. A Resolução considera como infração grave a falta de manutenção dos seguintes documentos referidos no inciso I do art. 88 atualizados e em perfeita ordem:

- a) o registro de cotistas;*
- b) o livro de atas das assembleias gerais;*
- c) o livro ou lista de presença de cotistas;*
- d) os pareceres do auditor independente;*
- e) os registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do fundo; e*
- f) a documentação relativa às operações do fundo.*

1.15.2. Tendo em vista as penalidades aplicáveis às infrações graves, entendemos haver uma desproporção entre a conduta e a pena neste caso.

1.15.3. Não subestimamos a importância de se manter atualizados e em perfeita ordem os documentos em questão.

1.15.4. No entanto, uma falha em tal obrigação pode eventualmente ser causada por outro prestador de serviço do fundo, sem culpa ou dolo do administrador. Além disso, falhas nessa obrigação podem geralmente ser sanadas sem grandes prejuízos ao fundo e seus cotistas.

1.15.5. Infrações graves devem ser as condutas de alto potencial lesivo, como é o caso de alguns dos demais incisos do art. 113.

1.15.6. Não é o caso do inciso V, que, em nossa opinião deve ser excluído das hipóteses de infração grave.

1.16. Registro de documentos em cartório (art. 104, IV)

1.16.1. A Resolução isenta do registro em cartório de títulos e documentos “a ata de assembleia que resultar em alteração no regulamento do fundo”.

1.16.2. A isenção, a nosso ver, não deve estar baseada na existência ou não de alteração no regulamento, mas na ausência de justificativa para o duplo registro (CVM e cartório) em qualquer hipótese.

1.16.3. Nesse sentido, sugerimos que a isenção de registro em cartório de títulos e documentos abranja todo e qualquer documento de fundos de investimento.

II – ANEXO NORMATIVO II: FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIO (FIDC)

2.1. Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Não Padronizados (art. 2º)

2.1.1. Sugerimos que também seja considerado como não padronizado o FIDC cuja carteira de direitos creditórios tenha 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, conforme consta no Art. 1º, §2º, I da Instrução CVM nº 444, de 08 de dezembro de 2006.

2.1.2. Dessa forma, o Art. 2º, inciso XIV do Anexo Normativo II passaria a vigor da seguinte forma:

XIV – direitos creditórios não-padronizados: direitos creditórios que possuam 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 da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações;

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;

d) a constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco;

e) o devedor ou coobrigado for sociedade empresária em recuperação judicial ou extrajudicial;

f) sejam cedidos por sociedade empresária em recuperação judicial ou extrajudicial, ressalvado o disposto no inciso I do parágrafo único;

g) sejam de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; ou

h) 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;

i) Será igualmente considerado Não-Padronizado o FIDC cuja carteira de direitos creditórios tenha 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;

2.2. Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Socioambiental (art. 4º)

2.2.1. Sugerimos, no que tange aos FIDCs que poderão utilizar o termo “Socioambiental”, os seguintes esclarecimentos sobre:

- (i) os critérios para se considerar um direito creditório como socioambiental;
- (ii) a alocação mínima em direitos creditórios socioambientais para utilização do referido termo; e
- (iii) o prestador de serviço que será responsável pelo monitoramento e constatação do impacto socioambiental.

2.2.2. Desta forma, o artigo passaria a vigor conforme abaixo transcrito:

Art. 4º Somente a classe de cotas de FIDC que invista **preponderantemente** [7% [(7)]] em direitos creditórios e que gerem benefícios socioambientais pode utilizar o termo “Socioambiental” em sua denominação.

Parágrafo Primeiro único. Os critérios para classificar um direito creditório como socioambiental são: [lista]

Parágrafo Segundo. 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.

Parágrafo Terceiro. Os prestadores de serviços essenciais deverão estabelecer em contrato o responsável por diligenciar o disposto no parágrafo acima.

2.3. Fundo de Investimento em Direitos Creditórios destinado a investidores em geral (art. 14)

2.3.1. Sugerimos, considerando a obrigação da elaboração do relatório de classificação de risco por agência classificadora de risco registrada junto à esta Autarquia, que:

- (i) as demais cotas, não somente as cotas seniores, sejam disponibilizadas para o público em geral; e
- (ii) a exclusão da previsão de que a classe destinada a investidores em geral conte com retenção substancial de riscos e benefícios por parte do cedente ou terceiros, tendo em vista que os riscos da aplicação deverão ser devidamente elencados no relatório, cabendo, portanto, ao investidor, a faculdade de prosseguir ou não com o investimento.

2.3.2. Sugerimos, ainda, que seja possível que os fundos destinados para o público em geral possam adquirir ativos disponíveis para investidores qualificados até o limite de 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido da classe do FIDC. Neste ponto, fazemos alusão aos limites atualmente praticados pelos fundos destinados a investidores em geral e regulados pela Instrução CVM no 555, os quais podem investir até o limite de 20% (vinte por cento) do seu patrimônio líquido em cotas de FIDCs, ficando ressaltado que até o presente momento os FIDCs destinam-se somente a investidores qualificados.

2.3.3. Dessa forma, o Art. 14 passaria a vigor com a seguinte redação:

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 – sejam disponibilizadas ao público em geral apenas cotas seniores;*~~

~~*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*~~ – 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;

~~*V*~~ – 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) em ativos financeiros que não possam ser adquiridos pelo público em geral;*~~

~~*IV*~~ – as cotas seniores sejam objeto de classificação de risco por agência classificadora de risco registrada na CVM; e

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

Parágrafo único. É facultado que a política de investimentos permita a aplicação de até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido da classe do FIDC em ativos financeiros destinados a investidores qualificados;

2.4. Verificação do lastro dos direitos creditórios (arts. 26, 32 e 39)

2.4.1. Sugerimos, considerando o escopo de atuação do gestor e do custodiante, que o custodiante permaneça responsável pela verificação do lastro, cabendo, entretanto, ao gestor, tão somente a verificação se o custodiante concluiu a análise sobre a existência e integridade do lastro dos direitos creditórios antes de proceder com a aquisição do crédito pelo FIDC.

2.4.2. Dessa forma, o artigo 26 do Anexo Normativo II passaria a vigor conforme consta no artigo 23-A, inciso XVII da atual Instrução CVM no 356, e

em consequência, os artigos 32 e 39, passariam a vigorar das seguintes formas:

Art. 26. Em acréscimo às matérias dispostas no art. 44, § 1º, da Resolução, o regulamento do FIDC deve dispor sobre:

(...)

VII – autorização para que o ~~gestor~~ gestor custodiante 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;

Art. 32. O administrador é responsável por:

V – encaminhar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na rede mundial de computadores, no prazo de 45 (quarenta e cinco) dias após o encerramento do trimestre civil a que se referirem as informações, demonstrativo trimestral de FIDC que evidencie:

a) os resultados da verificação do lastro dos direitos creditórios realizado pelo ~~gestor~~ gestor custodiante, explicitando, dentre o universo analisado, a quantidade e a relevância dos créditos inexistentes porventura encontrados;

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

I– estruturar o fundo;

II– executar a política de investimentos, devendo analisar e selecionar os direitos creditórios para integrarem a carteira de ativos, o que inclui, no mínimo:

a) verificar se o custodiante concluiu a análise sobre a existência e integridade do lastro dos direitos creditórios, de forma individualizada ou por meio de modelo estatístico consistente e passível de verificação;

b) verificar o enquadramento dos direitos creditórios à política de investimento, compreendendo, no mínimo, a validação dos direitos creditórios quanto aos critérios de elegibilidade e a observância aos requisitos de composição e diversificação, de forma individualizada ou por meio de modelo estatístico consistente e passível de verificação; e

c) avaliar a aderência do risco de performance dos direitos creditórios, se houver, à política de investimento;

(...)

§ 5º Conduzida no âmbito do dever de diligência do gestor, a verificação para que o custodiante conclua a análise sobre do

lastro dos direitos creditórios, referida na alínea “a” do inciso II do caput, ~~deve ser concluída~~ previamente à aquisição dos direitos creditórios pelo FIDC.

§ 6º Caso a cessão conte com significativa quantidade de direitos creditórios e expressiva diversificação de devedores, o gestor pode autorizar que o custodiante realize a verificação do lastro dos direitos creditórios de que trata o § 5º por amostragem, desde que as regras e procedimentos aplicáveis:

I – estejam previstos no regulamento e explicitados na lâmina, se houver, incluindo os parâmetros de quantidade de direitos creditórios e de diversificação de devedores objeto da amostragem;

~~II – constem do contrato de prestação de serviços de gestão;~~

~~III – sejam disponibilizados e mantidos atualizados na mesma página eletrônica onde estejam disponibilizadas as informações periódicas e eventuais do FIDC; e~~

~~IIIV – constem do contrato de prestação de serviços de custódia.~~

§ 7º Caso o reduzido valor médio dos direitos creditórios não justifique a realização de verificação do lastro dos direitos creditórios sequer por amostragem, o regulamento do FIDC pode dispensar ~~o gestor de executar~~ tal verificação, observado que:

I – tal liberalidade não é aplicável aos lastros dos direitos creditórios que foram substituídos no período, os quais devem ser integralmente submetidos à verificação periódica;

II – os parâmetros de quantidade de direitos creditórios e de diversificação de devedores que ensejam a amostragem devem estar definidos no regulamento e, se houver, explicitados na lâmina; e

III – as regras e procedimentos aplicáveis à verificação do lastro por amostragem devem constar do contrato de prestação de serviços de custódia. (...)

2.5. Registro dos direitos creditórios por entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil (art. 36)

2.5.1. Sugerimos, tendo em vista o receio de que as registradoras não tenham sistemas e/ou recursos para abranger todas as modalidades de direitos creditórios e que possa haver a inibição da criação e cessão de novos créditos, que o serviço de registro de direitos creditórios por entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil seja obrigatório tão somente para fundos destinados a investidores em geral.

2.5.2. Alternativamente, sugerimos que seja obrigatório o registro dos direitos creditórios adquiridos por fundos destinados a todos os públicos-alvo, desde que a entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil possua sistema apto para a realização do registro.

2.5.3. Dessa forma, o artigo 36, inciso I passaria a vigor com a seguinte redação:

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

I – registro de direitos creditórios por entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil para os FIDCs destinados a investidores em geral;

OU

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

I – registro de direitos creditórios por entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil, desde que a entidade possua sistema apto para tanto;

2.6. Contratação de agente de cobrança (arts. 36 e 38)

2.6.1. Solicitamos à esta D. Autarquia que seja esclarecido sobre a contratação do agente de cobrança, em razão de o Art. 36 estabelecer que o agente de cobrança pode ser contratado pelo administrador e o Art. 38 atribuir tal obrigação ao gestor, conforme artigos transcritos a seguir:

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

*§ 2º O cedente dos direitos creditórios pode ser contratado pelo administrador, em nome do fundo, como **agente de cobrança**.”*
(grifos nossos)

*“Art. 38. Caso previsto no regulamento ou deliberado pelos cotistas reunidos em assembleia geral, **o gestor deve contratar**, em nome do fundo, os seguintes prestadores de serviços:*

*I – **agente de cobrança**; e”*
(grifos nossos)

2.7. Taxa de Performance (art. 40)

2.7.1. Sugerimos que a taxa de performance não seja devida apenas para o gestor. Atualmente, a norma não determina quem faz jus à taxa de performance, a qual pode ser paga para outros prestadores de serviço do fundo, como o consultor ou agente de cobrança, por exemplo. Não vislumbramos, uma vez dado o devido *disclaimer* no regulamento, motivos que justificariam a alteração normativa para que a taxa de performance seja devida somente para o gestor, tendo em vista que o desempenho de quaisquer prestadores de serviço impacta diretamente o fundo.

2.7.2. Dessa forma, sugerimos que a taxa de performance possa ser destinada para qualquer prestador de serviços do FIDC, passando o artigo 40 a vigorar com a seguinte redação:

Art. 40. O regulamento pode estabelecer a cobrança da taxa de performance ~~pelo gestor~~ por qualquer um dos prestadores de serviços do FIDC.

§ 1º As classes de cotas destinadas ao público em geral devem observar a disciplina conferida à matéria no Anexo I da Resolução.

§ 2º No tocante às classes destinadas a investidores qualificados, o regulamento deve estabelecer método para o cálculo e regras para a cobrança da taxa de performance.

2.8. Partes relacionadas ao serviço de custódia (art. 41)

2.8.1. Sugerimos que seja excluída a vedação da prestação do serviço de custódia por partes relacionadas ao gestor, tendo em vista que muitas vezes o gestor, administrador e custodiante fazem parte do mesmo grupo econômico.

2.8.2. Dessa forma, sugerimos que o Artigo 41 passe a vigorar da seguinte forma:

Art. 41. Trimestralmente ou em periodicidade compatível com o prazo médio ponderado dos direitos creditórios da carteira, o que for maior, o custodiante deve verificar a existência, integridade e titularidade pelo FIDC do lastro dos direitos creditórios que ingressaram na carteira do FIDC no período a título de substituição, assim como os direitos creditórios inadimplidos no mesmo período.

§ 1º O serviço de custódia de FIDC não pode ser prestado ~~pel~~o gestor, consultoria especializada ou partes a ~~el~~esa relacionadas.

§ 2º O custodiante pode utilizar informações oriundas da entidade registradora dos direitos creditórios, observado que nessa hipótese deve verificar se tais informações são consistentes e adequadas à verificação do lastro.

2.9. Operações com partes relacionadas (art. 45)

2.9.1. Sugerimos, com vistas a zelar pela transparência e diligência, que uma vez procedida aprovação específica em assembleia, operações com partes relacionadas não sejam permitidas apenas para investidores profissionais, mas sejam permitidas também para FIDCs destinados a todos os público-alvo.

2.9.2. Dessa forma, o artigo 45 passaria a vigor com a seguinte redação:

Art. 45. O regulamento pode admitir a aquisição pelo FIDC de direitos creditórios originados ou cedidos pelo administrador, gestor, consultoria especializada ou partes a eles relacionadas, desde que:

I – o administrador, gestor, consultor e entidade registradora não sejam partes relacionadas entre si; e

II – a registradora dos direitos creditórios não seja parte relacionada ao originador ou cedente.

Parágrafo único. O disposto no inciso I não se aplica ~~ao FIDC destinado exclusivamente a investidores profissionais~~ quando houver aprovação em assembleia.

2.10. Formalização e recebimento de garantias (art. 46)

2.10.1. Sugerimos, com a finalidade de reduzir os custos e aumentar a agilidade e eficiência das operações, a possibilidade de:

- (i) formalização de garantias em nome do agente de cobrança;
- (ii) recebimento de tais garantias na conta do agente de cobrança; e
- (iii) compartilhamento de garantias em fundos com o mesmo agente de cobrança e consultor.

2.10.2. Dessa forma, o artigo 46 passaria a vigor da seguinte forma:

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 e do agente de cobrança, que devem diligenciar para segregá-las adequadamente do seu próprio patrimônio.

Parágrafo primeiro. É permitido o recebimento de garantias na conta do administrador e do agente de cobrança.

Parágrafo segundo. As garantias podem ser compartilhadas entre FIDCs que tenham o mesmo agente de cobrança e consultor.

2.11. Fundo de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios – FIC FIDC (art. 47)

2.11.1. Sugerimos, com vistas a reduzir os custos de estruturação e de observância, que seja possível que um FIDC possa adquirir cotas de outro FIDC. Caso, no entanto, um FIDC invista percentual superior a 67% (sessenta e sete por cento) de seu patrimônio em outro FIDC, este deveria inserir em sua denominação social o termo “FIC FIDC”. Nessa hipótese, o FIDC poderia investir em cotas de outro FIDC, mas se investir percentual superior ao estabelecido deverá ser denominado “FIC FIDC”.

2.11.2. Dessa forma, o artigo 47 passaria a vigor com a seguinte redação:

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 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, ainda:

I – realizar operações compromissadas; e

II – realizar operações com derivativos, exclusivamente com o objetivo de proteção patrimonial.

§ 3º É ~~permitida~~ ~~vedada~~ a aquisição por um FIDC de cotas de emissão de outro FIDC.

§ 4º Na hipótese de um FIDC investir mais de 67% (sessenta e sete por cento) de seu patrimônio líquido em cotas de outro FIDC,

o FIDC investidor deve inserir em sua denominação social o termo “FIC FIDC”.

§ 5º É vedada a aplicação de recursos na aquisição de direitos creditórios e ativos financeiros no exterior.

2.12. Aplicação de recursos em direitos creditórios e outros ativos de responsabilidade ou coobrigação de um mesmo devedor (art. 48)

2.12.1. Sugerimos que seja esclarecida se a definição de grupo econômico deve seguir o Pronunciamento Técnico CPC 05 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis.

2.12.2. Por fim, sugerimos que fundos destinados exclusivamente a prestadores de serviço ou partes a eles relacionadas possam adquirir ativos de um mesmo devedor até o percentual de 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido da classe de cotas. Caso não seja inserida a referida exceção, os fundos que possuam prestadores de serviço como responsáveis ou coobrigados dos direitos creditórios e ativos financeiros ficariam impossibilitados de elevar tal limite. Assim, sugerimos que a regra seja flexibilizada para quando o fundo se destinar, exclusivamente, a prestadores de serviço ou partes a eles relacionadas.

2.12.3. Dessa forma, o Art. 48 passaria a vigor com a seguinte redação:

Art. 48. A aplicação de recursos em direitos creditórios e outros ativos de responsabilidade ou coobrigação de um mesmo devedor está limitada a 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido da classe de cotas.

§ 1º Para efeito de cálculo dos limites, consideram-se como pertencentes a um único devedor os direitos creditórios e ativos financeiros de responsabilidade ou coobrigação de devedores integrantes de um mesmo grupo econômico, conforme definição de grupo econômico constante no Pronunciamento Técnico CPC 05 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis.

§ 2º Caso a classe de cotas não seja destinada ao público em geral, o percentual referido no caput pode ser elevado quando:

I – o devedor ou coobrigado:

a) tenha registro de companhia aberta;

b) seja instituição financeira ou equiparada; ou

c) seja entidade que tenha suas demonstrações contábeis relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de constituição do fundo 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”.

Sendo o que nos cabia, permanecemos à disposição para os esclarecimentos que se fizerem necessários.

(...)

§ 5º As hipóteses de elevação do limite de 20% (vinte por cento) para aquisição de ativos de um mesmo devedor de que trata o inciso I do § 2º não são aplicáveis aos direitos creditórios e ativos financeiros de responsabilidade ou coobrigação de prestadores de serviços do fundo e partes relacionadas, exceto se o fundo for destinado, exclusivamente, a prestadores de serviço e/ou partes relacionadas aos prestadores de serviço do fundo.

2.13. Aplicação de FIC-FIDC em cotas de classes de FIDC destinado para investidores profissionais (Art. 51)

2.13.1. Sugerimos, primeiramente, que os limites propostos no artigo não sejam referentes à aplicação em FIDCs que admitam a aquisição de direitos creditórios não padronizados, mas sim que os limites sejam relativos à aplicação em fundos destinados para investidores profissionais, em linha com as regras atualmente previstas na Instrução CVM 555 e refletidas no Anexo Normativo I.

2.13.2. Ainda, sugerimos que a exposição não seja relacionada tão somente ao público-alvo da classe investidora, mas que também esteja relacionada ao nível de subordinação da classe. Desse modo, os cotistas detentores de cotas sêniores contariam com uma proteção significativa, na medida em que parcela relevante dos riscos seriam absorvidos prioritariamente pelas demais classes de cotas.

2.13.3. Assim, sugerimos para esta D. Autarquia que a exposição do FIC-FIDC em FIDCs destinados para investidores profissionais seja na exata proporção do percentual mínimo de subordinação das classes de cotas do fundo investidor, considerando-se, para tanto, o público-alvo de cada classe. Por fim, no que tange aos FIC-FIDC de classe única, ou seja, que não possuam

subordinação, sugerimos que os percentuais constantes na minuta sejam dobrados.

2.13.4. Dessa forma, o Art. 51 passaria a vigorar com a seguinte redação:

Art. 51. A aplicação de FIC-FIDC em cotas de classes de FIDC ~~que admitam a aquisição de direitos creditórios não-padronizados~~ é que seja destinado a investidores profissionais é:

I – limitada ao percentual mínimo de subordinação da classe investidora, na hipótese de a classe ser destinada para o público em geral ou para investidores qualificados; e

III – ilimitada, na hipótese de a classe investidora ser exclusivamente destinada a investidores profissionais.

Parágrafo único. A aplicação de FIC-FIDC de classe única em cotas de classes de FIDC que seja destinado a investidores profissionais é:

I – limitada a no máximo ~~10~~20% (~~dez~~vinte por cento) do patrimônio líquido ~~da classe investidora do fundo investidor~~, na hipótese de o fundo investidora classe ser ~~destinada~~ destinado ao público em geral;

II – limitada a no máximo ~~10~~20% (~~dez~~vinte por cento) do patrimônio líquido ~~do fundo investidor da classe investidora~~, na hipótese de o fundo investidora classe ser exclusivamente ~~destinada~~ destinado a investidores qualificados; e

III – ilimitada, na hipótese de o fundo investidora classe investidora ser exclusivamente ~~destinada~~ destinado a investidores profissionais.

III – FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÃO (FIP)

3.1. Divulgação de Informações a Terceiros (art. 56 da Resolução)

3.1.1. Não nos opomos à redação do art. 56 como regra geral, mas entendemos que ele não deve ser aplicável a FIP.

3.1.2. Em FIP é comum a troca confidencial de informações com potenciais adquirentes de ativos da carteira do fundo e os processos de negociação podem tomar um tempo considerável.

3.1.3. O art. 56 obriga o administrador a colocar à disposição dos cotistas quaisquer “informações referentes à composição da carteira” divulgadas a terceiros, o que poderia abranger as informações trocadas nos mencionados processos de negociação.

3.1.4. Isso significa que o mero cumprimento do art. 56 pode dar publicidade indesejada da existência de negociações relativas aos ativos do fundo, podendo prejudicar os interesses do fundo e seus cotistas.

3.1.5. Assim, recomendamos que o Anexo Normativo aplicável aos FIP preveja expressamente a não aplicação do art. 56 da Resolução.

3.2. Dever de fiscalização do administrador (art. 77, 79, § 5º)

3.2.1. É digna de aplauso a restrição do dever de fiscalizar do administrador a hipóteses claras e definidas.

3.2.2. Todavia, tendo em vista que os Anexos Normativos I (FIF) e II (FIDC) estabelecem hipóteses adicionais dessa fiscalização e que a minuta não traz os Anexos Normativos aplicáveis a FIP e FII, consideramos pertinente tecer considerações acerca do dever de fiscalização do administrador em tais tipos de fundos.

3.2.3. Especificamente em relação aos FIP, entendemos que o dever de fiscalização do administrador sobre o gestor deve se limitar exclusivamente às hipóteses já propostas na Resolução, a saber:

- (i) Art. 79, § 5º: fiscalizar a gestão da carteira de ativos no que se refere à observância dos **limites de exposição e concentração** previstos no regulamento e na regulamentação aplicável à categoria de fundo de investimento;
- (ii) Art. 81, § 1º: fiscalizar a gestão no tocante à identificação oportuna e precisa de ordens de compra e venda de ativos; e
- (iii) Art. 81, § 3º: fiscalizar a gestão no que toca ao grupamento e rateio de ordens de compra e venda de ativos.

3.2.4. Os incisos (ii) e (iii) acima devem, obviamente, ficar restritos aos ativos financeiros mantidos pelos FIP para fins de liquidez.

3.2.5. Ampliar, em eventual Anexo Normativo específico para FIP, as hipóteses de fiscalização do administrador sobre a atuação do gestor pode

resultar nos seguintes problemas: onerosidade excessiva para o administrador e burocratização do processo de gestão do FIP.

3.2.6. Por exemplo, seria prejudicial à indústria de *private equity* a adoção, para FIP, de redação tão ampla quanto a proposta no Anexo Normativo aplicável aos FIDC, que atribui ao administrador o dever de “fiscalizar a gestão da carteira de ativos no tocante à implementação da política de investimento”. Afinal, a “política de investimento” de um FIP pode abranger – e é comum que abranja – critérios cuja verificação demande expertise específica detida pelo gestor, mas não necessariamente detida pelos profissionais do administrador.

3.2.7. Citamos como exemplo uma política de investimento que estabeleça como critério de elegibilidade para sociedades investidas determinado grau de inovação em seus produtos e serviços e/ou o impacto positivo na comunidade em que tal sociedade está inserida. Ora, um gestor especialista em inovação ou nos chamados “investimentos de impacto” possui profissionais capazes de identificar o atendimento a tais critérios. Via de regra, o administrador não possui e exigir que ele fiscalize o gestor quanto a esses aspectos específicos trará mais ônus e obstáculos do que qualquer benefício.

3.2.8. Em suma, entendemos que o dever de fiscalização do administrador de um FIP sobre seu gestor deve se limitar ao enquadramento da carteira do FIP aos requisitos quantitativos descritos objetivamente no regulamento. 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.

3.3. Investimento no Exterior

3.3.1. Considerando que a Resolução propõe que classes de cotas de FIF destinadas a investidores em geral possam investir até 100% (cem por cento) do patrimônio líquido da classe em ativos financeiros no exterior, sugerimos que tal possibilidade seja estendida aos FIP para que possam também investir 100% (cem por cento) de seu patrimônio no exterior, independentemente do público-alvo da respectiva classe.

3.4. “FIP Varejo”

3.4.1. Considerando a evolução do mercado de capitais brasileiro e a maior sofisticação dos investidores em geral, incluindo os chamados “investidores de varejo”, esta CVM vem ampliando o rol de ativos disponíveis aos investidores em geral.

3.4.2. É o caso das ofertas de *crowdfunding* reguladas pela Instrução CVM 588 e da possibilidade de investimento em FIDC por investidores em geral, nos termos propostos pela Resolução.

3.4.3. Assim, somos da opinião de que tais investidores em geral devem ter acesso também à indústria de *private equity* e *venture capital*, ampliando não apenas as alternativas de investimento disponíveis aos investidores de varejo, mas o montante injetado na economia real.

3.4.4. Por se tratar de inovação no cenário regulatório brasileiro, acreditamos ser conveniente o estabelecimento de características mínimas que devem estar presentes em um FIP que permita investimento do público em geral. São elas:

- (i) proibição de integralização de cotas com títulos e valores mobiliários;
- (ii) vedação a chamadas de capital, devendo as cotas ser integralizadas à vista na subscrição, diretamente no FIP ou por meio de veículos paralelos;
- (iii) inexistência 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;
- (iv) inexistência de classes de cotas com distintos critérios quanto à fixação da taxa de administração e de performance, exceto pelas classes de cotas destinadas a investimentos pelo gestor e suas partes relacionadas para fins de alinhamento de interesses entre gestor e cotistas do fundo (*skin in the game*); e
- (v) vedação a operações com derivativos para fins de alavancagem.

3.4.5. Entendemos que as restrições acima são suficientes para viabilizar o saudável ingresso dos FIP nas alternativas de investimento disponíveis ao público geral.

3.4.6. Dito isso, caso esta Comissão entenda recomendável ou conveniente, poderiam ser adotadas regras de *suitability* análogas àquelas

propostas por V.Sas. na Audiência Pública SDM 02/2020, cujo objetivo é alterar a Instrução CVM 588, que trata das ofertas de Crowdfunding.

3.4.7. Assim, a título de exemplo, o Anexo Normativo específico pode limitar o investimento por investidor “varejo” a R\$ 20.000,00 (vinte mil reais) em uma mesma oferta, exceto no caso de investidor qualificado ou investidor cuja renda bruta anual ou o montante de investimentos financeiros seja superior a R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais), hipótese na qual o limite anual de investimento pode ser ampliado para até 10% (dez por cento) do maior destes dois valores.

3.5. Quóruns de assembleia de cotistas (art. 71 da Resolução)

3.5.1. Recomendamos que a liberdade contida no art. 71, § 3º, da Resolução seja aplicável aos FIP, permitindo que o regulamento estabeleça quórum qualificado para qualquer matéria de competência da assembleia de cotistas.

3.6. Prazo de Enquadramento da Carteira

3.6.1. A Instrução 578 estabelece um limite temporal para a aplicação de recursos após cada chamada de capital do FIP e para o reinvestimento ou distribuição aos cotistas dos valores resultantes de desinvestimentos do FIP. Referido prazo, a depender do caso, pode variar de 30 a 90 dias.

3.6.2. Sugerimos que o Anexo Normativo aplicável aos FIP flexibilize referidas regras e permita que o regulamento estabeleça o prazo para investimento, reinvestimento ou distribuição de recursos, em observância ao princípio da liberdade contratual consagrado pela Lei da Liberdade Econômica.

3.6.3. Pela estrutura de remuneração por desempenho usualmente adotada, é da natureza de um FIP que o gestor tenha interesse em investir os recursos do fundo e em distribuir aos cotistas os resultados dos desinvestimentos com a maior brevidade possível.

3.6.4. Assim, não vemos necessidade de prazos rígidos previstos em norma.

3.6.5. Aliás, a flexibilização dos prazos de investimento teria o potencial de facilitar a observância dos critérios estabelecidos em outras normas.

3.6.6. É o caso, por exemplo, dos investimentos realizados no âmbito da Lei nº 8.248, de 23 de outubro de 1991, conhecida como “Lei da Informática”,

que promove investimento incentivado em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação e concede incentivos fiscais para empresas de tecnologia que invistam anualmente um percentual de seu faturamento bruto em atividades de pesquisa, desenvolvimento e inovação.

3.6.7. Uma das modalidades de investimento no âmbito da referida lei é o investimento realizado em FIP dedicado exclusivamente à capitalização de empresas de base tecnológica.

3.6.8. Há, no entanto, um desafio contido na Portaria que regulamenta a Lei da Informática² (“Portaria”). Vejamos:

Art. 10. A satisfação da obrigação de aplicação de investimentos em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (P, D&I) em TIC, nos termos da Lei nº 8.248, de 1991, no caso de aplicação de recursos em FIP, ocorrerá quando da integralização das cotas do Fundo de Investimento em Participações.

Parágrafo único. O ato de subscrição de cotas do FIP não satisfaz as exigências de investimento de que trata esta Portaria.

3.6.9. Em outras palavras, para fazer jus ao benefício fiscal da Lei da Informática, a beneficiária deve integralizar seus recursos no FIP, não bastando a mera subscrição de cotas.

3.6.10. Isso não seria um problema se o FIP não estivesse sujeito a um prazo específico para aplicação de seus recursos nas empresas de base tecnológica, como vimos anteriormente.

3.6.11. Na prática, para atendimento completo da Instrução CVM 578 e da Portaria, a beneficiária teria de integralizar seus recursos no FIP e o FIP teria de aportar tais recursos em aquisição primária de ativos de emissão de empresas de base tecnológica até o último dia útil do 2º mês subsequente ao primeiro aporte de uma beneficiária.

3.6.12. Tendo em vista que o volume de recursos a ser destinado nos termos da Lei da Informática baseia-se no faturamento anual das beneficiárias decorrente especificamente dos produtos incentivados, elas acabam definindo o valor do investimento com base em estimativas e, assim, o montante final pode sofrer alteração ano a ano de acordo com as vendas dos produtos incentivados.

² Portaria MCTIC nº 5.894, publicada em 13.11.2018.

3.6.13. De acordo com o art. 34, inciso I e Parágrafo único, do Decreto nº 5.906, de 26 de setembro de 2006, “serão considerados como aplicação em pesquisa e desenvolvimento do ano-calendário (...) os dispêndios correspondentes à execução de atividades de pesquisa e desenvolvimento realizadas até 31 de março do ano subsequente”, e “os investimentos realizados de janeiro a março poderão ser contabilizados para efeito do cumprimento das obrigações relativas ao correspondente ano-calendário ou para fins do ano-calendário anterior, ficando vedada a contagem simultânea do mesmo investimento nos dois períodos”.

3.6.14. Assim, para fazer jus ao benefício em relação a determinado exercício, a beneficiária deverá aportar os recursos no FIP até 31.03 do ano seguinte, obrigando o gestor do FIP a investir tais recursos em empresas de base tecnológica no máximo até o último dia útil de maio.

3.6.15. Visando à proteção e ao planejamento dos investidores, o regulamento do FIP define um período de investimento usualmente entre 3 e 5 anos. No entanto, a sistemática descrita nos parágrafos anteriores obrigaria o gestor a concentrar o horizonte de investimentos do FIP em uma curta janela de tempo, o que, na prática, pode ser mostrar inviável.

3.6.16. Isso porque o processo de investimento por um FIP demanda tempo e passa por diversas etapas, como prospecção e originação, avaliação da empresa (incluindo auditoria), negociação dos termos do investimento, alinhamentos operacionais e celebração dos documentos necessários. Apenas após esse longo processo, que usualmente demanda diversos meses ou trimestres, o investimento é concretizado.

3.6.17. É altamente improvável que um gestor de um FIP consiga, de forma recorrente, iniciar e conduzir tais processos de forma que o volume total aportado de recursos e o período da sua efetivação coincidam com o montante de recursos estimado pelas beneficiárias e com a restrita janela de tempo que as beneficiárias da Lei da Informática terão para integralizar os recursos incentivados no FIP.

3.6.18. Ainda que haja processos de investimento em andamento, não há garantias de que haverá empresas prontas para receber investimento do FIP caso a integralização de cotas por Beneficiárias ocorra em períodos curtos, definidos e não ajustáveis. E mesmo que haja empresas, não há garantias de que o volume requerido de aportes para elas estará alinhado com o montante estimado pelas empresas beneficiárias para um dado período.

3.6.19. Além disso, caso haja diversas oportunidades de investimento não seria ideal ou recomendável exigir que uma potencial investida aguardasse o próximo “período” caso o montante de integralização necessário superasse o total estimado pela beneficiária.

3.6.20. Assim, os desafios decorrentes das disposições da Instrução CVM 578 e da Portaria têm desincentivado a constituição de fundos no âmbito da Lei da Informática e podem levar fundos eventualmente constituídos a situações de desenquadramento normativo ou perda de oportunidades de investimento devido à restrição e ao engessamento temporal.

3.6.21. Aliás, ainda que haja um ou mais investimentos prestes a serem concluídos em determinado período, sempre haverá o risco de não concretização da transação. Nessa hipótese, não tão incomum, o FIP ficaria desenquadrado e os recursos teriam de ser restituídos às beneficiárias, que teriam glosados os recursos para fins de benefício tributário, com eventual aplicação de juros e multa.

3.6.22. Ora, tendo em vista que a Lei da Informática prevê outras alternativas de destinação dos recursos das beneficiárias, diante da insegurança decorrente do prazo da Instrução CVM 578, parece-nos razoável prever que muitas beneficiárias da Lei optem pelas demais alternativas que não o investimento em FIP, prejudicando de forma significativa a oportunidade criada pela Lei da Informática e pela Portaria.

3.6.23. Nesse sentido, diante da obrigatoriedade de integralização prevista na Portaria, o prazo de investimento da Instrução 578 resulta em um desincentivo.

3.6.24. Como alternativa para sanar o problema, propomos que haja liberdade para definir em regulamento o prazo de aplicação de recursos do FIP.

3.6.25. O volume de recursos para Private Equity & Venture Capital no Brasil tem crescido de forma consistente nos últimos anos, atingindo quase R\$ 200 bilhões ao final de 2019, mas ainda apresenta uma penetração (em relação ao nosso Produto Interno Bruto) muito inferior à observada em países desenvolvidos e em muitos países em desenvolvimento.

3.6.26. De acordo com informações do Ministério da Ciência, Tecnologia, Inovações e Comunicações (“MCTIC”), desde sua edição e até 2019, a Lei da Informática já havia beneficiado mais de 670 empresas, gerando mais de 135 mil postos de trabalho direto, sendo 18 mil especificamente em Pesquisa e Desenvolvimento. Nos últimos anos, foram gerados no âmbito da referida Lei

um total de R\$1,5 bilhão de recursos incentivados disponíveis para investimento em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação. A possibilidade aberta pela Lei de Informática e pela Portaria permite que até 54% do total de R\$1,5 bilhão de recursos incentivados anuais possam ser direcionadas para FIP devidamente enquadrados, gerando uma oportunidade de até R\$ 810 milhões anuais de captação para tais fundos.

3.6.27. Trata-se, portanto, de uma fonte de recursos recorrente que pode impulsionar o mercado dos FIP, que canalizam recursos para a chamada “Economia real”, investido em empresas, gerando inovação, empregos e recolhimento de tributos, e, assim, contribuindo para o desenvolvimento econômico sustentável de nosso País.

3.6.28. De forma subsidiária, caso esta Comissão CVM entenda pela necessidade de um prazo normativo máximo para a aplicação dos recursos de um FIP, sugerimos que seja considerado o prazo de 180 (cento e oitenta) dias para enquadramento da carteira, a cada integralização de capital ou operação de desinvestimento, analogamente ao mecanismo adotado para os FIP-IE e FIP-PD&I.

3.7. Discricionariedade do Gestor

3.7.1. Sugerimos o regulamento possa atribuir ao gestor discricionariedade para praticar os atos abaixo sem a necessidade de aprovações futuras e específicas em assembleia geral de cotistas:

- (i) prorrogação do prazo de duração do FIP ou de seus períodos de investimento e/ou desinvestimento, se houver;
- (ii) inclusão de encargos não previstos na regulamentação ou no regulamento ou o seu respectivo aumento acima dos limites máximos eventualmente previstos em regulamento; e
- (iii) prestação de fiança, aval, aceite, ou qualquer outra forma de coobrigação e de garantias reais, em nome do FIP.

3.8. Comitê Consultivo (*Advisory Board*)

3.8.1. Conforme já autorizado pelo Colegiado dessa Comissão e na esteira de práticas internacionais consagradas na indústria de *private equity*, sugerimos que o Anexo Normativo aplicável a FIP permita a criação de comitês consultivos (independentes ou não) com poderes para deliberar e aprovar

determinadas matérias, inclusive algumas atualmente privativas da assembleia geral de cotistas, tais como:

- (i) prorrogação do prazo de duração do FIP ou de seus períodos de investimento e/ou desinvestimento, se houver;
- (ii) inclusão de encargos não previstos na regulamentação ou no regulamento ou o seu respectivo aumento acima dos limites máximos eventualmente previstos em regulamento;
- (iii) prestação de fiança, aval, aceite, ou qualquer outra forma de coobrigação e de garantias reais, em nome do FIP.
- (iv) transações envolvendo potencial conflito de interesses ou envolvendo partes relacionadas;
- (v) substituição de membros da equipe-chave do gestor; e
- (vi) quaisquer matérias que não sejam discricionárias do gestor e cuja complexidade demandaria o investimento relevante de esforço, tempo e recursos por parte dos cotistas para a tomada da decisão.

3.8.2. A criação do Comitê Consultivo com tais poderes tenderia a agilizar as decisões do FIP, muitas vezes engessadas pelo absenteísmo dos cotistas.

3.8.3. É importante, para fins de *accountability*, deixar claro que a atribuição de competências ao comitê consultivo não eximiria o administrador ou o gestor, conforme o caso, nem as pessoas por este contratadas para prestar serviços ao fundo, de suas responsabilidades perante a CVM, os cotistas ou terceiros, conforme disposto no regulamento e na regulamentação em vigor.

3.9. Participação do fundo no processo decisório da sociedade investida

3.9.1. Sugerimos que sejam ampliadas as hipóteses de dispensa de participação do FIP no processo decisório da sociedade investida, de forma a contemplar também as seguintes:

- (i) a venda privada parcial da investida, ainda que o FIP mantenha 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) IPO da investida, com saída parcial do FIP, e
- (iii) estruturas de coinvestimento ou fundos de fundos.

3.9.2. A hipótese do inciso (i) justifica-se pela usual necessidade de renegociação dos poderes políticos dos acionistas ou quotistas quando do ingresso de um novo investidor. Em muitas situações, pode ser necessário ou ao menos recomendável ao FIP renunciar a determinados direitos para viabilizar a nova rodada de investimento.

3.9.3. Em caso de IPO da sociedade investida, tem sido frequente a manutenção pelo FIP de uma participação minoritária relevante na companhia, por vezes até mesmo por imposição contratual (*lock up*). No entanto, em um cenário pós-IPO pode não fazer sentido a manutenção da influência atualmente exigida pela Instrução 578, sob pena de engessar a governança da companhia e onerar desnecessariamente o FIP.

3.9.4. Já em estruturas de coinvestimento, é comum que um FIP detenha, isoladamente, uma participação reduzida na sociedade e, em caso de diversos fundos em uma mesma operação, a atribuição a cada coinvestidor de direitos políticos suficientes para a influência exigida pela norma atual pode se mostrar inviável. Na prática, isso pode impedir a participação de determinados FIP na operação, inviabilizar a operação como um todo.

3.9.5. Nessas hipóteses, nossa sugestão é que a influência significativa seja obrigatória apenas para o FIP com maior participação na investida ou para o FIP nomeado pelos demais coinvestidores como seu representante para tal fim.

3.9.6. Por fim, solicitamos que fique claro no respectivo Anexo Normativo que, em caso de FIP que invista em outros FIP, a participação do primeiro FIP no processo decisório da sociedade investida pode ocorrer por meio do administrador ou gestor do FIP investido. Nesse sentido, a ingerência exigida do primeiro FIP deve se limitar à escolha do gestor do FIP investido e o acompanhamento do portfólio.

3.10. FIP Socioambiental

3.10.1. A Resolução trata apenas de FIDC “Socioambiental”, mas entendemos que tal classificação deveria ser aplicável a outros tipos de fundos, como FIP e FII, por exemplo.

IV – FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIOS (FII)

4.1. Divulgação de Informações a Terceiros (art. 56 da Resolução)

4.1.1. Não nos opomos à redação do art. 56 como regra geral, mas entendemos que ele não deve ser aplicável a FII.

4.1.2. A depender de sua política de investimento, pode ser comum em alguns FII a troca confidencial de informações com potenciais adquirentes de ativos da carteira do fundo e os processos de negociação podem tomar um tempo considerável.

4.1.3. O art. 56 obriga o administrador a colocar à disposição dos cotistas quaisquer “informações referentes à composição da carteira” divulgadas a terceiros, o que poderia abranger as informações trocadas nos mencionados processos de negociação.

4.1.4. Isso significa que o mero cumprimento do art. 56 pode dar publicidade indesejada da existência de negociações relativas aos ativos do fundo, podendo prejudicar os interesses do fundo e seus cotistas.

4.1.5. Assim, recomendamos que o Anexo Normativo aplicável aos FII preveja expressamente a não aplicação do art. 56 da Resolução.

4.2. Quóruns de assembleia de cotistas (art. 71 da Resolução)

4.2.1. Recomendamos que a liberdade contida no art. 71, § 3º, da Resolução seja aplicável aos FII, permitindo que o regulamento estabeleça quórum qualificado para qualquer matéria de competência da assembleia de cotistas.

4.3. Encargos (art. 100 da Resolução)

4.3.1. Adicionalmente às nossas sugestões referentes a encargos na própria Resolução, sugerimos que a própria lista normativa dos encargos de FII seja revisada e atualizada, tendo em vista que o atual rol taxativo tem se mostrado um entrave em algumas situações.

4.3.2. Isso porque determinadas despesas inerentes ou necessárias às atividades de um FII podem não se enquadrar de forma inequívoca na lista de encargos atualmente constante da Instrução 472. É o caso, por exemplo, de despesas relacionadas à associação de condôminos, que podem não caracterizar claramente como “gasto necessário à manutenção, conservação e reparos de imóveis integrantes do patrimônio do fundo”. São comuns também as dúvidas sobre o enquadramento dos honorários de consultores especializados e assessores jurídicos em operações imobiliárias.

4.3.3. Diante disso, além da revisão do artigo 100 da Resolução nos termos já expostos, sugerimos a inclusão, no Anexo Normativo aplicável aos FII, das seguintes despesas no rol – exemplificativo – de encargos dos FII, sem prejuízo de outras despesas que esta CVM entenda adequadas:

- (i) 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;
- (ii) 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; e
- (iii) contratação de terceiros para prestar serviços legais, fiscais, contábeis e de consultoria especializada, dentro de limites estabelecidos pelo regulamento.

4.3.4. Caso V.Sas. não acatem as propostas acima para FII em geral, solicitamos que sejam consideradas para FII destinados exclusivamente a investidores qualificados e/ou profissionais.

4.4. FII Socioambiental

4.4.1. A Resolução trata apenas de FIDC “Socioambiental”, mas entendemos que tal classificação deveria ser aplicável a outros tipos de fundos, como FIP e FII, por exemplo.