

São Paulo, 15 de abril de 2021

À

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

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

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

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

Prezadas e prezados,

**Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados** vem, por meio da presente<sup>1</sup>, encaminhar sugestões e comentários ao Edital da Audiência Pública CVM/SDM 8/2020, divulgado em 1º de dezembro de 2020 e 3 de dezembro de 2020 por essa CVM, por meio do qual foi submetida à audiência pública, nos termos do art. 8º, § 3º, inciso I, da Lei 6.385, a Minuta, cujo objetivo é modernizar a regulação relativa à constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento, bem como a prestação de serviços para os Fundos de Investimento, incluindo os Anexos Normativos I e II referentes, respectivamente, aos FIF e FIC-FIF e aos FIDC e FIC-FIDC.

Ainda, apesar de a Audiência Pública CVM/SDM 8/2020 não incorporar na Minuta os Anexos Normativos que regularão outras espécies de Fundos de Investimento, tomamos a liberdade de apresentar comentários conceituais referentes a FII, FIP e ETF, na esperança de que possam ser considerados para nortear as futuras discussões envolvendo os normativos a serem editados oportunamente por essa D. Comissão de Valores Mobiliários. Caso os Anexos Normativos relativos a FIP, FII e ETF venham a ser objeto de audiência pública, esperamos que tais comentários

---

<sup>1</sup> Os termos utilizados em letras maiúsculas são definidos no APÊNDICE a esta carta, a partir da página 220 deste documento.

possam ser considerados na minuta de tal edital, sem prejuízo de novos comentários que possamos apresentar oportunamente.

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 proteções contratuais disponibilizadas aos investidores, e (ii) no estímulo do bom desenvolvimento da nossa indústria.

Dessa forma, nossos comentários estão organizados em oito partes, abordando as seguintes seções da Minuta:

- Parte A. Introdução
- Parte B. Comentários à Resolução (parte geral)
- Parte C. Comentários ao Anexo Normativo I à Resolução
- Parte D. Comentários ao Anexo Normativo II à Resolução
- Parte E. Ponderações e comentários ao Anexo Normativo à Resolução que regulará os FII
- Parte F. Ponderações e comentários ao Anexo Normativo à Resolução que regulará os FIP
- Parte G. Ponderações e comentários ao Anexo Normativo à Resolução que regulará os ETF
- Parte H. Questões tributárias

Para maior conveniência, estamos encaminhando nossos comentários e sugestões em observância, na medida do possível, à ordem sequencial dos dispositivos previstos na Minuta, devidamente acompanhados das nossas motivações, argumentações e, em determinados casos, exemplos. Ainda, para facilitar a análise dessa CVM, quando forem sugeridas novas redações para normativos propostos na Minuta, 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. Nossas ponderações relacionadas aos futuros anexos normativos a serem editados para regulamentar os FIP, os FII e os ETF, no entanto, estão sendo apresentadas de forma preponderantemente conceitual.

Observamos que nossos comentários e sugestões representam o trabalho conjunto de diversos associados e sócios do escritório, especializados na indústria de *asset management* e Fundos de Investimento, profissionais esses que lidam diariamente com questões relacionadas a fundos líquidos, fundos de crédito privado, fundos de securitização, negócios imobiliários, infraestrutura, *private equity*, *venture capital*, ETF, questões regulatórias de gestores e demandas de investidores institucionais, dentre outros. Acreditamos que a nossa visão representa com boa precisão a demanda e os interesses dos mais diversos participantes do mercado que, juntamente conosco, trabalham para o desenvolvimento do mercado de Fundos de Investimento no Brasil.

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

**Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados**

Alameda Joaquim Eugênio de Lima, nº 447  
Bela Vista – São Paulo – SP – 01403-001

At.: Ana Carolina Lima Nomura | 11 3147-7634 | [cnomura@mattosfilho.com.br](mailto:cnomura@mattosfilho.com.br)

Flávio Barbosa Lugão | 11 3147-2564 | [flavio.lugao@mattosfilho.com.br](mailto:flavio.lugao@mattosfilho.com.br)

Flávio Mifano | 11 3147 7842 | [flavio.mifano@mattosfilho.com.br](mailto:flavio.mifano@mattosfilho.com.br)

Maria Abreu de Moura Guido | 11 3147 2837 | [maria.guido@mattosfilho.com.br](mailto:maria.guido@mattosfilho.com.br)

Marina Procknor | 11 3147-7822 | [marina.procknor@mattosfilho.com.br](mailto:marina.procknor@mattosfilho.com.br)

Mariane Caroline Kondo | 11 3147-2615 | [mariane.kondo@mattosfilho.com.br](mailto:mariane.kondo@mattosfilho.com.br)

Tatiana Penido Procknor | 11 3147 7657 | [tatiana.penido@mattosfilho.com.br](mailto:tatiana.penido@mattosfilho.com.br)

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

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

Cordialmente,

**MATTOS FILHO, VEIGA FILHO, MARREY JR. E QUIROGA ADVOGADOS**

## ÍNDICE

PARTE A INTRODUÇÃO	10
Liberdade contratual para gestores e investidores como regra e não exceção	11
MATÉRIAS PARA DELIBERAÇÃO OBRIGATÓRIA EM ASSEMBLEIA DE COTISTAS	12
DIREITOS FINANCEIRO-ECONÔMICOS E POLÍTICOS DISTINTOS PARA CLASSES E SUBCLASSES RESTRITAS	15
Responsabilidade limitada do cotista como regra geral	16
Regime específico de insolvência para Fundos de Investimento	17
Dever fiduciário e a pauta da sustentabilidade	18
Alinhamento das questões regulatórias e consequências tributárias	20
PARTE B COMENTÁRIOS À RESOLUÇÃO (PARTE GERAL)	22
1. Âmbito normativo (art. 1º)	23
2. Definição de “taxa total de serviços (art. 2º, <i>caput</i> , inciso XXXIV)	24
3. Constituição do Fundo de Investimento (arts. 3º, 4º e 5º)	24
3.1. REGIME HÍBRIDO (ART. 3º, § 2º)	24
3.2. SEGREGAÇÃO DO PATRIMÔNIO EM CLASSES (ART. 4º)	25
3.2.1. Divisão do patrimônio em subclasses (art. 4º, <i>caput</i> )	25
3.2.2. Classes de cotas de categorias distintas (art. 4º, § 1º)	26
3.3. FUNDOS DE INVESTIMENTO DENOMINADOS “SOCIOAMBIENTAIS” (ARTS. 5º, § 2º, 49 E 51)	28
4. Registro automático (art. 8º)	31
5. Cálculo do valor da cota (arts. 14, §§ 2º e 3º, e 19)	32
6. Transferência de cotas de classe aberta (art. 16)	33
7. Limitação da responsabilidade dos cotistas (art. 18)	34
8. Distribuição de cotas (arts. 20, 24 e 26)	34
8.1. SEGMENTAÇÃO DE PÚBLICO-ALVO POR SUBCLASSE DE COTAS (ART. 20, § 2º, INCISO III)	34
8.2. ALOCAÇÃO DE RECURSOS DURANTE O PROCESSO DE DISTRIBUIÇÃO DE COTAS (ART. 26)	35
9. Subscrição e integralização de cotas (arts. 28 a 39)	36
9.1. TERMO DE ADESÃO (ART. 28, § 1º)	36
9.2. COMPARTILHAMENTO DE DADOS DOS COTISTAS COM A CVM (ART. 29)	36
9.3. INTEGRALIZAÇÃO DE COTAS A PRAZO (ART. 30, <i>CAPUT</i> )	43
9.4. SUBSCRIÇÃO DE COTAS POR CONTA E ORDEM (ARTS. 33, 34, 36 E 39)	44
9.4.1. Entidades autorizadas a subscrever cotas por conta e ordem (arts. 33 e 34)	44
9.4.2. Alienação de cota de classe fechada subscrita por conta e ordem (sem correspondência na Minuta)	47
9.4.3. Voto pelo subscritor por conta e ordem em nome do cotista (art. 38)	48
9.4.4. Extinção do contrato de distribuição (art. 39)	49
10. OPA de cotas de Fundo de Investimento (sem correspondência na Minuta)	50
11. Regulamento (art. 44)	51
11.1. PRAZO DE DURAÇÃO (ART. 44, § 1º, INCISO VII, E § 2º)	51

11.2.	FATORES DE RISCO (ART. 44, § 1º, INCISO IX, E 50)	52
11.3.	TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO, DE GESTÃO E TOTAL DE SERVIÇOS (ART. 44, § 1º, INCISOS X, XI E XII)	54
11.4.	EMISSÃO DE NOVAS COTAS EM CLASSE FECHADA (SEM CORRESPONDÊNCIA NA MINUTA)	55
12.	Assembleia de cotistas (arts. 64, 65, 67, 70, 72 e 73)	57
12.1.	MATÉRIAS DE COMPETÊNCIA PRIVATIVA DA ASSEMBLEIA GERAL DE COTISTAS (ART. 64, <i>CAPUT</i> , INCISO IV)	57
12.2.	OBRIGAÇÃO DE EVITAR TRANSFERÊNCIA INDEVIDA DE RIQUEZA (ART. 64, PARÁGRAFO ÚNICO)	59
12.3.	MATÉRIAS DE COMPETÊNCIA PRIVATIVA DA ASSEMBLEIA ESPECIAL DE COTISTAS (ART. 65)	59
12.4.	CONDICIONAMENTO OU RESTRIÇÃO DAS MATÉRIAS DE COMPETÊNCIA PRIVATIVA DA ASSEMBLEIA DE COTISTAS A INVESTIDORES QUALIFICADOS (SEM CORRESPONDÊNCIA NA MINUTA)	60
12.5.	APROVAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS (ARTS. 67, §§ 1º E 4º)	61
12.6.	ASSEMBLEIA DE COTISTAS PARCIAL OU TOTALMENTE REMOTA (ART. 70, § 2º)	62
12.7.	APROVAÇÃO DE DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS QUE CONTENHAM OPINIÃO MODIFICADA (ART. 72)	64
12.8.	REPRESENTAÇÃO POR PROCURAÇÃO (ART. 73)	64
13.	Prestação de serviços (arts. 79, § 1º, e 80, §§ 1º e 5º)	65
13.1.	CONTRATAÇÃO DE PRESTADORES DE SERVIÇO PELO ADMINISTRADOR (ART. 79, § 1º)	65
13.2.	GESTÃO DE RECURSOS (ART. 80, <i>CAPUT</i> E §§ 1º E 5º)	66
13.2.1.	Prestação de fiança, aval, aceite ou qualquer forma de coobrigação em nome do Fundo de Investimento (art. 80, <i>caput</i> , inciso I)	66
13.2.2.	Contratação de prestadores de serviço pelo gestor (art. 80, <i>caput</i> , inciso III)	67
13.2.3.	Responsabilidade solidária (art. 80, § 5º, inciso I)	68
14.	Conselhos consultivos e comitês técnicos ou de investimentos (art. 83, <i>caput</i> )	69
15.	Consolidação da carteira de investimento (art. 85)	70
16.	Normas de conduta (arts. 87, <i>caput</i> , incisos II e III, e 91)	71
16.1.	VEDAÇÕES (ART. 87)	71
16.2.	PADRÕES DE ATUAÇÃO (ART. 91)	73
17.	Destituição de prestador de serviço essencial (art. 93)	76
18.	Classes restritas (arts. 96 e 97)	78
18.1.	ADEQUAÇÃO AO PERFIL DE INVESTIMENTO (ART. 96, <i>CAPUT</i> )	78
18.2.	FLEXIBILIZAÇÃO DE REQUISITOS NORMATIVOS PARA FUNDOS DE INVESTIMENTO QUE EXIGIREM ALTOS VALORES DE APORTE MÍNIMO (ART. 97)	79
19.	Fundos de Investimento exclusivos (art. 98, parágrafo único)	79
20.	Encargos (arts. 100 e 101)	83
20.1.	ROL DE ENCARGOS (ART. 100, <i>CAPUT</i> )	83
20.2.	PAGAMENTO DA TAXA DE FISCALIZAÇÃO (SEM CORRESPONDÊNCIA NA MINUTA)	85
21.	Insolvência (arts. 105 e 106)	86
21.1.	VERIFICAÇÃO DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO NEGATIVO (ART. 105, <i>CAPUT</i> )	86
21.2.	COMPETÊNCIA DA CVM PARA INTERVIR NO MERCADO FINANCEIRO (ART. 106)	90
21.3.	CRÉDITOS PRIVILEGIADOS NA INSOLVÊNCIA (SEM CORRESPONDÊNCIA NA MINUTA)	90
22.	Liquidação (art. 111)	91
23.	Prazo para adaptação (art. 122)	92

PARTE C COMENTÁRIOS AO ANEXO NORMATIVO I À RESOLUÇÃO	94
1. Definições (art. 2º)	95
1.1. "ATIVOS FINANCEIROS" (ART. 2º, INCISO I, ALÍNEA "C")	95
1.2. "TAXA MÁXIMA DE DISTRIBUIÇÃO" (ART. 2º, INCISO XIV)	98
2. Regulamento (art. 18) e Limites por Modalidade de Ativo Financeiro (art. 45)	98
2.1. CAPITAL AUTORIZADO (PREVISTO NO ANEXO NORMATIVO II)	98
2.2. DIREITO DE PREFERÊNCIA (SEM CORRESPONDÊNCIA NA MINUTA)	99
2.3. INVESTIMENTO EM COTAS DE FIP E DEMAIS LIMITES POR MODALIDADE DE ATIVO FINANCEIRO (ART. 45)	100
3. Desenquadramento passivo (arts. 47 e 48)	102
3.1. RESPONSABILIZAÇÃO DOS PRESTADORES DE SERVIÇOS (ART. 47, <i>CAPUTE</i> § 2º)	102
3.2. ALÇADA DECISÓRIA PARA RESOLUÇÃO DO DESENQUADRAMENTO (ART. 48)	103
4. Desalinhamento entre normas tributárias e normas regulatórias referentes a FIF "Ações" (art. 57)	104
5. Limites de alavancagem e metodologia de cálculo a margem de garantia (arts. 65 a 68)	105
6. Outorga de fiança, aval, aceite ou qualquer outra forma de coobrigação em nome do FIF ou FIC-FIF (art. 70, inciso V)	109
7. Cobrança de taxa de performance por FI-Infra e FIC-FI-Infra (arts. 50, 74 e 75)	110
8. Considerações sobre a taxatividade do rol de encargos (art. 76)	114
9. Consolidação de normas referentes aos FIF "Garantia de Locação Imobiliária" (sem correspondência na Minuta)	116
PARTE D COMENTÁRIOS AO ANEXO NORMATIVO II À RESOLUÇÃO	117
1. Definições (art. 2º)	119
1.1. "ATIVOS FINANCEIROS" (ART. 2º, <i>CAPUT</i> , INCISO II)	119
1.2. "CONTA-VINCULADA" (ART. 2º, <i>CAPUT</i> , INCISO VII)	120
1.3. "DEVEDOR" (ART. 2º, <i>CAPUT</i> , INCISO XII)	121
1.4. "DIREITOS CREDITÓRIOS" (ART. 2º, <i>CAPUT</i> , INCISO XIII)	121
1.5. "DIREITOS CREDITÓRIOS NÃO PADRONIZADOS" (ART. 2º, <i>CAPUT</i> , INCISO XIV, E PARÁGRAFO ÚNICO)	122
1.6. "DIREITOS CREDITÓRIOS NO EXTERIOR" E "DIREITOS CREDITÓRIOS NÃO-PADRONIZADOS NO EXTERIOR" (SEM CORRESPONDÊNCIA NA MINUTA)	125
1.7. "ÍNDICE REFERENCIAL" (ART. 2º, <i>CAPUT</i> , INCISO XVII)	125
1.8. "LASTRO" (ART. 2º, <i>CAPUT</i> , INCISO XX)	126
1.9. "ORIGINADOR" (ART. 2º, <i>CAPUT</i> , INCISO XXI)	127
1.10. "REGISTRO DE DIREITOS CREDITÓRIOS" (ART. 2º, <i>CAPUT</i> , INCISO XXIV)	129
2. FIDC "Socioambiental" (art. 4º)	129
3. Divisão do patrimônio em subclasses de cotas (art. 10)	130
3.1. DIREITOS DIFERENCIADOS PARA COTISTAS DE CADA SUBCLASSE (ART. 10, <i>CAPUT</i> )	130
3.2. EMISSÃO DE SÉRIES DE COTAS (ART. 10, §§ 1º E 2º)	132
4. Distribuição de cotas de FIDC (arts. 13 a 16)	133

4.1. DISTRIBUIÇÃO DE COTAS AO CEDENTE (ART. 13)	133
4.2. DISTRIBUIÇÃO DE COTAS JUNTO AO PÚBLICO EM GERAL (ARTS. 14 A 16)	135
5. Alocação da carteira em direitos creditórios não-padronizados (art. 18)	140
6. Amortização e resgate de cotas (arts. 20 a 22)	141
6.1. AMORTIZAÇÃO E RESGATE DE COTAS DE SUBCLASSE SUBORDINADA (ART. 20)	141
6.2. AMORTIZAÇÃO E RESGATE DE COTAS DE SUBCLASSE SÊNIOR (ARTS. 20, PARÁGRAFO ÚNICO, E 22)	142
7. Regulamento (art. 26)	143
8. Assembleia de cotistas (art. 33)	144
8.1. DIREITOS POLÍTICOS (ART. 33)	144
8.2. INSTITUIÇÃO DE CONSELHOS CONSULTIVOS COM COMPETÊNCIA DELEGADA (SEM CORRESPONDÊNCIA NA MINUTA)	145
9. Atribuições dos prestação de serviços (arts. 36 a 42)	147
9.1. CONTRATAÇÃO DE PRESTADORES DE SERVIÇO PELO ADMINISTRADOR (ART. 36, <i>CAPUT</i> )	147
9.2. GESTÃO (ARTS. 38 E 39)	152
9.2.1. Contratação de prestadores de serviço pelo gestor (art. 38)	152
9.2.2. Atribuições do gestor (art. 39, caput e §§ 2º e 5º)	153
9.2.3. Verificação da regularidade tributária do cedente (art. 39, §§ 8º e 9º)	158
9.3. CONFLITOS DE INTERESSES NA SUBCONTRATAÇÃO DE SERVIÇOS (ART. 43, §§ 1º E 2º)	162
10. Conta para pagamento dos direitos creditórios cedidos (art. 44)	166
11. Padrões de atuação dos prestadores de serviço essenciais em casos extremamente excepcionais (sem correspondência na Minuta)	166
12. Recebimento de garantias em nome de terceiros (art. 46)	166
13. Carteira (arts. 47 a 51)	168
13.1. EXTINÇÃO DO CONCEITO DE "FIC-FIDC" (ART. 47, <i>CAPUTE</i> § 3º)	168
13.2. OUTRAS MODALIDADES OPERACIONAIS PERMITIDAS AOS FIDC (SEM CORRESPONDÊNCIA NA MINUTA)	169
13.3. LIMITES DE CONCENTRAÇÃO (ARTS. 48 A 51)	170
13.4. CLASSES "INCENTIVADAS" ( <i>I.E.</i> , INVESTIMENTO EM INFRAESTRUTURA OU PD&I) (SEM CORRESPONDÊNCIA NA MINUTA)	175
13.5. INVESTIMENTO NO EXTERIOR (SEM CORRESPONDÊNCIA NA MINUTA)	178
13.5.1. Definições de "direitos creditórios não padronizados no exterior" e "direitos creditórios no exterior" (art. 2º, caput)	181
13.5.2. Seção específica dentro do CAPÍTULO IX	181
13.6. NEGOCIAÇÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS VINCENDOS	185
14. Classes destinadas exclusivamente a investidores qualificados (art. 53)	187
14.1. PRESTAÇÃO DE FIANÇA, AVAL, ACEITE OU QUALQUER OUTRA FORMA DE COBRIGAÇÃO (ART. 53, INCISO III)	188
14.2. DISPENSAS RELACIONADAS AO REGIME INFORMACIONAL (SEM CORRESPONDÊNCIA NA MINUTA)	189
14.3. INTEGRALIZAÇÃO EM ATIVOS FINANCEIROS OU DIREITOS CREDITÓRIOS – INDEPENDENTE DA SUBCLASSE (SEM CORRESPONDÊNCIA NA MINUTA)	190
14.4. PAGAMENTO DE AMORTIZAÇÃO E RESGATE EM ATIVOS FINANCEIROS – INDEPENDENTE DA SUBCLASSE (SEM CORRESPONDÊNCIA NA MINUTA)	191



14.5. VERIFICAÇÃO DO LASTRO DOS DIREITOS CREDITÓRIOS DE FORMA POSTERIOR À CESSÃO (SEM CORRESPONDÊNCIA NA MINUTA)	192
14.6. VERTICALIZAÇÃO DE PRESTADORES DE SERVIÇO (SEM CORRESPONDÊNCIA NA MINUTA)	193
15. Flexibilização adicional para classes destinadas exclusivamente a investidores profissionais (art. 55, <i>caput</i> )	194
16. Regras de transição	195
16.1. MANUTENÇÃO DA DENOMINAÇÃO FIC-FIDC	196
16.2. ATUALIZAÇÃO DA RESOLUÇÃO CMN 2.907	196
17. Consolidação de outros normativos	197
17.1. NORMAS REFERENTES À COMUNICAÇÃO AO SCR	197
17.2. NORMAS REFERENTES AOS FIDC-PIPS	197
PARTE E PONDERAÇÕES E COMENTÁRIOS AO ANEXO NORMATIVO À RESOLUÇÃO QUE REGULARÁ OS FII	198
1. Dispensa do requisito de capital mínimo	198
2. Distribuição de cotas	199
3. Assembleia de cotistas	199
3.1. QUÓRUM	199
3.2. INSTITUIÇÃO DE CONSELHOS CONSULTIVOS COM COMPETÊNCIA DELEGADA	203
4. Atribuições dos prestadores de serviços essenciais	205
5. Alavancagem financeira	207
6. Prestação de fiança, aval, aceite ou qualquer outra forma de coobrigação	209
7. Distribuição de lucros com base no caixa – “regra dos 95%”	210
8. Encargos	212
PARTE F PONDERAÇÕES E COMENTÁRIOS AO ANEXO NORMATIVO À RESOLUÇÃO QUE REGULARÁ OS FIP	214
1. Assembleia de cotistas	215
1.1. MATÉRIAS DE COMPETÊNCIA PRIVATIVA DA ASSEMBLEIA DE COTISTAS	215
1.1.1. Prorrogação do prazo de duração	217
1.1.2. Investimento em Fundos de Investimento administrados ou geridos pelo administrador ou pelo gestor	218
1.1.3. Inclusão de encargos no regulamento	220
1.2. CONSELHO CONSULTIVO COM COMPETÊNCIA DELEGADA	221
2. Admissão à negociação de cotas distribuídas por meio de Oferta Não Regulamentada	222
3. Responsabilidade dos prestadores de serviços essenciais	223
4. Divulgação de informações contábeis	224
5. Colocação de cotas de FIP a investidores em geral	225
6. Determinação do valor justo	227
7. Empréstimo de ações	227
8. Operações de compra alavancada	229
9. Participação do FIP no processo decisório da sociedade investida	230



10. Carteira	233
10.1. PRAZO PARA ENQUADRAMENTO DA CARTEIRA DE FIP	233
10.2. LIMITES DE CONCENTRAÇÃO	234
10.3. CATEGORIAS "INFRAESTRUTURA" E "PD&I"	235
10.3.1. Prazo para enquadramento	235
10.3.2. Estrutura com Classe Feeder e Classe Máster	236
11. Prestação de fiança, aval, aceite ou qualquer outra forma de coobrigação	236
PARTE G PONDERAÇÕES E COMENTÁRIOS AO ANEXO NORMATIVO À RESOLUÇÃO QUE REGULARÁ OS ETF	238
1. Registro do ETF e do índice de referência	239
2. Distribuição de cotas	240
3. Divulgação de informações pela página do ETF na Internet	241
4. Prestadores de serviços	242
4.1. RESPONSABILIDADE DOS PRESTADORES DE SERVIÇOS	242
4.1.1. Solidariedade	242
4.1.2. Responsabilidade pelo descasamento entre o ETF e o índice de referência	243
4.1.3. Responsabilidade do agente autorizado	243
4.2. CONTRATAÇÃO DE FORMADOR DE MERCADO	244
5. Encargos	245
PARTE H QUESTÕES TRIBUTÁRIAS	247
APÊNDICE DEFINIÇÕES	249

**PARTE A**  
**INTRODUÇÃO**

Inicialmente, gostaríamos de agradecer à SDM pela oportunidade que foi dada a todo o mercado para comentar a Audiência Pública CVM/SDM 8/2020. Como escritório de advocacia atuante de forma relevante na indústria de gestão de recursos (*asset management*) e fundos de investimento, estamos entusiasmados e honrados com a possibilidade de contribuir com as discussões referentes à nova regulamentação a ser expedida por essa CVM. Oportunidades como essa não acontecem muitas vezes na jornada profissional de agentes do direito que atuam no mercado privado.

Entendemos a importância e a mudança de paradigma do novo marco regulatório dos Fundos de Investimento e seus reflexos para a indústria. Assim, vimos, por meio desta, apresentar nossos comentários no contexto da Audiência Pública CVM/SDM 8/2020, pautados em nossa forte experiência e no aprendizado que reunimos atuando há mais de 20 (vinte) anos no mercado brasileiro e em jurisdições estrangeiras que são referência na indústria de fundos, representando gestores e outros prestadores de serviços fiduciários, intermediários e outros agentes atuantes na distribuição de produtos de investimento, além de investidores institucionais.

Entendemos também o nosso papel social em ajudar nas discussões que podem trazer benefícios para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e – mais especificamente – o mercado de *asset management* independente, sempre mantendo como foco (i) a transparência, a padronização e a qualidade das informações divulgadas aos investidores, (ii) os mecanismos efetivos para que essa CVM consiga supervisionar e, conforme necessário, responsabilizar adequadamente os agentes do mercado e (iii) o alinhamento de nossas práticas e regras às melhores práticas e ordenamentos de jurisdições estrangeiras que são referência para os Fundos de Investimento, seus investidores e prestadores de serviço.

Uma indústria forte e alinhada com o mercado internacional traz segurança jurídica, atrai e mantém novos participantes, tais como gestores independentes e outros prestadores de serviços fiduciários, além de investidores estrangeiros, investidores institucionais e investidores de varejo em busca de acesso adequado a informações, bem como a produtos com melhor valor agregado. Some-se a isso as transformações recentes no mercado de capitais e sua interseção com os mercados financeiro e de pagamentos, considerando o cenário atual de baixas taxas de juros, crescente desconcentração bancária e inclusão tecnológica e financeira da população. Acreditamos que os Fundos de Investimento vêm desempenhando e continuarão desempenhando, cada vez mais, papel fundamental na mudança na alocação de capitais da renda fixa para a renda variável e os investimentos alternativos, culminando na criação de produtos cada vez mais sofisticados e com estratégias variadas. Sobretudo, acreditamos que todo esse potencial poderá

ser fortemente alargado com alguns aperfeiçoamentos regulatórios que se propõem neste documento.

Dito isso, antes de tratarmos diretamente dos nossos comentários, gostaríamos de apresentar os pilares nos quais nos pautamos, que devem ser considerados na compreensão e na contextualização de nossas observações e aos quais fazemos referências mais detalhadas no decorrer da nossa manifestação.

### **Liberdade contratual para gestores e investidores como regra e não exceção**

A Minuta propõe uma série de ajustes inovadores no que pode ser contratado entre prestadores de serviços e investidores. Sem prejuízo das novidades que já foram propostas, muitos dos nossos comentários à Audiência Pública CVM/SDM 8/2020 se baseiam em um ambiente ainda mais livre de pactuação entre as partes, conforme previsto e encorajado pela LLE, independentemente do tipo do Fundo de Investimento e ou do público alvo das cotas.

Entendemos que a CVM tem uma preocupação mais elevada – com toda razão – sobre os produtos que podem ser ofertados aos investidores de varejo<sup>2</sup>. É natural que tais produtos e suas respectivas ofertas públicas de distribuição ou aquisição sejam objeto de maior escrutínio pela CVM, bem como assegurem um conjunto maior de direitos de governança mínimos aos investidores<sup>3</sup>. Mas, em nossa opinião, parte relevante dessa preocupação 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 – e não necessariamente com uma limitação regulatória do que pode ser acordado no mandato entre os prestadores de serviço e os investidores de Fundos de Investimento.

Aliás, na nossa visão, a forma de pactuar entre investidores e gestores deveria se dar por meio de adesão ao regulamento dos Fundos de Investimento e/ou conforme descrito nos documentos de subscrição de cotas – não por meio de assembleias de cotistas comumente chamadas de “assembleias originárias” ou “assembleias de ratificação”, que trazem burocracia desnecessária às ofertas públicas de cotas de Fundos de Investimento com milhares de investidores ou recebe por parte de investidores institucionais que não querem ou podem participar de decisões tipicamente atreladas à função dos gestores. Os documentos de subscrição de cotas e o material

---

<sup>2</sup> Afinal, considerando sua missão de proteção ao investidor, deve-se ter em conta que a necessidade de tutela estatal é inversamente proporcional à sofisticação do investidor (WALD, Arnoldo. O investidor qualificado no mercado de capitais brasileiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 9, n. 32, pp. 15-32, abr./jun. 2006. *Apud* DUFLOTH, Rodrigo. **A proteção do investidor em fundos de investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017. p. 51).

<sup>3</sup> Tal como a Lei 6.404 faz pelos acionistas minoritários.

publicitário<sup>4</sup>, quando for o caso, deveriam ser suficientes para alertar os investidores sobre a estratégia de investimento, riscos, custos, direitos e obrigações dos Fundos de Investimento, tal qual acontece na indústria internacional.

Nesse sentido, entendemos que os princípios de liberdade contratual deveriam ser absorvidos pela Norma Editada, na Resolução, nos Anexos Normativos I e II, bem como nos futuros Anexos Normativos para FIP, FII e ETF em relação aos temas a seguir.

### Matérias para deliberação obrigatória em assembleia de cotistas

A CVM, ao disciplinar a governança dos Fundos de Investimento, comumente estabelece matérias mínimas que devem ser aprovadas em assembleia de cotistas. Em nossa visão, é muito importante que tais matérias sejam residuais – para todos os tipos de Fundos de Investimento, independentemente da sofisticação de seus investidores. Entendemos que o encaminhamento mandatório de tais matérias para a assembleia de cotistas não deve 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 quando da formação dos Fundos de Investimento (ou da classe de cotas, nos termos da Minuta).

O que queremos dizer é que atividades direta e objetivamente vinculadas ao mandato dos gestores – que, frise-se, são agentes com deveres fiduciários, obrigados a cuidar dos interesses de seus clientes acima de seus próprios, de acordo com os termos do mandato, regulamento ou documentos de subscrição do respectivo Fundo de Investimento, e fiscalizados pelo cumprimento de tais deveres, nos termos da regulação editada por essa CVM – não deveriam ser, como regra geral imposta pela CVM, objeto de aprovação por parte de cotistas ou outros prestadores de serviços.

São exemplos de matérias que, no mercado internacional, cabem exclusivamente aos gestores e/ou a outros órgãos de governança dos fundos – de constituição ou instalação opcional – a critério dos gestores e conforme acordado com investidores, nos termos descritos nos respectivos documentos organizacionais<sup>5</sup>:

---

<sup>4</sup> Considerando as referências nestes documentos ao regulamento e, conforme nossa sugestão que será apresentada adiante, o “Descritivo de Fatores de Risco” (ver nosso comentário no item 11.2 da PARTE B).

<sup>5</sup> É claro que o regulamento e os demais documentos organizacionais, bem como os documentos de subscrição de cotas, devem trazer os critérios em que esses assuntos poderão ser aprovados a exclusivo critério do gestor, ou por um órgão específico, composto por membros independentes. Porém, será que submeter essas decisões a um público não sofisticado, que muitas vezes não comparece às assembleias – até mesmo por um fator cultural – e raramente entende tecnicamente as razões apresentadas pelo gestor, é o melhor caminho para proteger esses mesmos investidores? Por exemplo, o endividamento de companhias investidas e a outorga de garantias por estas ou pelo próprio fundo nos parece competência técnica exclusiva de um gestor e atividade ínsita a suas atribuições enquanto tomador de decisões sobre a carteira – ainda mais no formato de fundo com responsabilidade limitada para os investidores. Outro exemplo é a remoção de gestores com ou sem justa causa (isto é, pelo descumprimento do “bom

- (i) outorga de garantias (reais ou fidejussórias) pelos fundos;
- (ii) contratação de empréstimo pelos fundos;
- (iii) alocação de despesas previamente descritas nos regulamentos dos fundos – que, na nossa visão, deveriam ser de livre contratação entre prestadores de serviços e investidores, sendo dada, em todo caso, a devida transparência sobre o assunto;
- (iv) prorrogação de prazo de duração de fundos (ou classe de cotas, nos termos da Minuta);
- (v) aprovação de operação com potencial conflito de interesse, que alternativamente poderiam ser aprovadas por um comitê de cotistas ou um comitê independente;
- (vi) emissões de novas cotas, com ou sem direito de preferência, e precificação das cotas de tais emissões subsequentes;
- (vii) definição de quóruns de deliberação em assembleias de cotistas;
- (viii) hipóteses de destituição de gestores sem justa causa ou com justa causa; e
- (ix) liquidação ordinária do Fundo de Investimento ao término do seu prazo de duração, venda ou, ainda, liquidação da totalidade de seus ativos.

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 nos Fundos de Investimento; mas estamos pleiteando, sim, a primazia da liberdade contratual entre gestores e investidores, com dever de transparência e responsabilização dos

---

comportamento”, conforme definido em cláusula contratualmente acordada, ou por decisão discricionária). Seria justo permitir que uma maioria simples de investidores – que pode ser uma minoria do total – remova o gestor sem justa causa depois que esse gestor estruturou o produto, pensou e implementou a melhor estratégia de investimento para a carteira e cumpriu todos os parâmetros de conduta previstos na regulamentação e quaisquer outros que tenham sido contratualmente acordados? Não estaria, ao permitir essa situação, a regulamentação forçando a existência de brechas para o descumprimento de contratos, ao arrepio do espírito da LLE e do princípio *pacta sunt servanda*, constitucionalmente previsto? Em nossa visão, os demais investidores contrários (ou omissos) em relação à remoção do gestor também precisam de proteção, pois eles investiram no produto acreditando na prestação de serviços de um gestor específico e não num potencial substituto escolhido por terceiros. Note-se que não estamos advogando que os gestores não podem ser removidos de seus cargos. Defendemos que cada gestor deveria ter liberdade de negociar com seus investidores – o que se consubstancia pela previsão no regulamento e nos demais documentos organizacionais, bem como nos documentos de subscrição – em quais hipóteses e sob quais quóruns os cotistas poderiam destituir-lo de suas funções, bem como quais as consequências financeiras em cada hipótese. A esse respeito, as experiências no mercado nacional e internacional convergem para uma que a remoção sem justa causa normalmente dependa de quórum maior e enseje o pagamento de uma compensação em benefício do gestor, enquanto a remoção com justa causa dependa de quórum muito menor, sem pagamento de qualquer compensação ao gestor – muito pelo contrário: se comprovada a justa causa, em prejuízo ao fundo e aos investidores, então o gestor pode ser obrigado a indenizá-los.

gestores, quando da estruturação e do lançamento ao mercado de cada Fundo de Investimento (ou classe de cotas, nos termos da Minuta). Nesse contexto, entendemos que, observado o disposto na Resolução<sup>6</sup>, 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 (nos termos da Minuta) destinadas a investidores qualificados e/ou profissionais, mas também – e principalmente – para as classes ou subclasses (nos termos da Minuta) destinadas a investidores não-qualificados<sup>7</sup>. Mais que isso, essa liberdade contratual não deveria ser diferente entre FIF, FII, FIP, FIDC, ETF e outras espécies de fundos, salvo por vedação em lei ou resolução do CMN<sup>8</sup>. Dever-se-ia aproveitar a regra unificada que será trazida pela Norma Editada para tratar todos os Fundos de Investimento sob o mesmo pilar, eliminando as idiosincrasias existentes entre as diversas espécies e categorias de veículos de investimento, que, muitas vezes, podem permitir arbitragem regulatória<sup>9</sup>.

Quando nos comparamos a outras jurisdições que são bons exemplos para a indústria de *asset management* e fundos de investimento, essa liberdade contratual existe e o foco dos respectivos reguladores é na transparência de informações, na adequação dos produtos ao perfil dos investidores, bem como na supervisão e responsabilização (*accountability*) dos prestadores de serviços.

Quando nosso arcabouço regulatório passa a acompanhar o mercado internacional, permitindo a limitação da responsabilidade do cotista em todos os Fundos de Investimento, o racional acima descrito faz ainda mais sentido. Ora, investidores não deveriam, por obrigação regulatória, participar de decisões diretamente relacionadas à gestão da carteira do Fundo de Investimento,

---

<sup>6</sup> Que deveria limitar-se ao mínimo necessário para coibir abusos de direitos.

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> Cite-se, nesse sentido, o inciso II do art. 12 da Lei 8.668 e o art. 1º, § 2º, inciso IX, alínea “a”, da Resolução CMN 2.907. Não obstante tais vedações, sugerimos que a CVM permita flexibilize a prestação de garantias para FII e FIDC da mesma forma que as demais espécies de Fundos de Investimento, de modo que, havendo alteração posterior nessas normas, não haja necessidade de adaptação da regulamentação editada por essa CVM.

<sup>9</sup> A partir do momento em que tais espécies podem comprar os mesmos ativos, são destinados a públicos similares, mas têm regras de governança distintas.

considerando que a carteira é gerida profissionalmente por um prestador de serviços especializado, autorizado a funcionar e submetido à supervisão de um regulador, e também considerando a responsabilidade limitada dos referidos cotistas. Aliás, nas jurisdições estrangeiras, os investidores (*limited partners*) só conseguem manter seu *status* de investidor, responsáveis apenas pelo seu capital subscrito e integralizado, quando tais investidores não participam da gestão dos veículos em que fazem investimento<sup>10</sup>.

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 fogem ao gestor e sejam submetidas, por determinação regulatória, à aprovação de outros investidores. A lógica é simples – tais investidores diligenciam e selecionam o gestor do Fundo de Investimento 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 absentéismo nas assembleias de cotistas dos Fundos de Investimento – especialmente em Fundos de Investimento listados cujas cotas em circulação sejam de propriedade pulverizada, cada vez mais comuns na indústria brasileira – como fator importante que impacta a capacidade dos gestores de executarem os seus mandatos, no melhor interesse dos respectivos cotistas.

#### Direitos financeiro-econômicos e políticos distintos para classes e subclasses restritas

Sem prejuízo ao disposto acima, gestores de Fundos de Investimento com classes e/ou subclasses destinadas exclusivamente a investidores qualificados deveriam ter ampla liberdade para negociar e estabelecer nos regulamentos e demais documentos organizacionais, bem como nos documentos de subscrição de cotas, os direitos de voto, veto, restrições a transferências ou negociação, regras de conflito de interesses e poderes do gestor – inclusive no que diz respeito à avaliação de ativos diretamente ou por terceiros independentes – e os direitos de senioridade ou subordinação para amortização e/ou resgate, preferência, incidência de taxas e prazos de conversão, entre outros. Ainda, tal amplitude deveria ser ainda maior no caso de classes e/ou subclasses destinadas exclusivamente a investidores profissionais.

---

<sup>10</sup> Sendo permitido, no máximo, para investidores-âncoras ou investidores que sejam relevantes um assento em *advisory board* que tem como função deliberar questões muito específicas, preponderantemente relacionadas a operações com partes relacionadas, outorga de garantias ou prorrogação de períodos de investimento em fundos ilíquidos com chamada de capital. Novamente: sempre deveria ser possível negociar comitês de investimento e/ou comitês supervisores com a participação de cotistas, mas tal estrutura de governança deveria ser opcional e não obrigatória.



Medidas restritivas previstas na regulamentação tendem a desconsiderar as particularidades relacionadas à participação exclusiva de investidores de maior sofisticação numa classe e/ou subclasse de cotas, que são muito mais estruturadas. Ao mesmo tempo, tais medidas inibem ou até impedem que estruturas usadas em mercados mais desenvolvidos e testados, ou estruturas inovadoras sejam experimentadas por participantes no mercado brasileiro que, de fato, conhecem os riscos, querem e precisam do potencial retorno elevado dos investimentos alternativos.

É claro que investidores regulados continuarão sujeitos a limites e regras próprias para realizar investimentos (tal como os fundos de pensão, fundos de previdência e seguradoras), mas não deveria competir à CVM a imposição de restrições e limitações aos gestores de Fundos de Investimento que estruturam produtos para público sujeito a regramento específico e sim ao regulador de tais entidades, quando for o caso.

### **Responsabilidade limitada do cotista como regra geral**

Ainda que a LLE tenha estabelecido que o regulamento do Fundo de Investimento poderá estabelecer a limitação da responsabilidade de cada investidor, na nossa visão, a limitação de responsabilidade deveria ser a regra geral aplicável a todos os cotistas de Fundos de Investimento. Assim, acreditamos que o novo marco regulatório deveria prever que, no silêncio do regulamento, presume-se a limitação da responsabilidade dos cotistas, para todos os fins.

Além disso, a limitação da responsabilidade só poderia ser quebrada em hipóteses restritas, tais quais (i) em caso de expressa previsão no regulamento ou (ii) em casos de FIP que não sejam entidade de investimento, nos termos da Instrução CVM 579, ou, em casos de outras categorias de Fundos de Investimento, aqueles em que os cotistas são, em última instância, os responsáveis pela tomada de decisões centrais e estratégicas relativas à gestão da carteira por meio de comitês de investimentos ou assembleia gerais – ou seja, casos em que o Fundo de Investimento é utilizado como veículo para a condução dos negócios diretamente pelo investidor, e não como veículo de investimento gerido de forma discricionária por profissionais devidamente habilitados para tanto e que assumem responsabilidade por isso, nos termos de um mandato executado entre gestor e investidor.

O marco regulatório, nesse sentido, deveria estabelecer parâmetros para identificação desses casos excepcionais que automaticamente implicariam a quebra da limitação de responsabilidade, como, por exemplo, a presença de comitês de investimento compostos pelos respectivos cotistas exclusivos, com atribuições estratégicas na gestão da carteira (e não comitês com funções apenas consultivas ou de acompanhamento da carteira), em vez de simplesmente vedar a responsabilidade limitada para Fundos de Investimento exclusivos.

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 constituem 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?

### **Regime específico de insolvência para Fundos de Investimento**

Entendemos que o regime de insolvência previsto nos arts. 955 a 965 do Código Civil, apesar de tratar de pontos essenciais que podem ser diretamente aplicáveis aos Fundos de Investimento, é insuficiente quando se pensa em algumas particularidades do regime jurídico e da dinâmica da indústria de Fundos de Investimento.

Em primeiro lugar, ressaltamos que a insolvência deveria se aplicar a cada patrimônio segregado e não ao Fundo de Investimento como um todo, como proposto na Minuta. Caso esse ponto não seja corrigido na Norma Editada, corre-se o risco de uma deletéria contaminação de uma classe saudável por uma classe estressada financeiramente, prejudicando até mesmo a efetividade da limitação de responsabilidade que se pretende atingir com o novo marco regulatório. Essa situação, em nossa opinião, causaria grande insegurança aos investidores e representaria forte desincentivo para o investimento por meio de Fundos de Investimento com classes distintas de cotas – já que sujeitaria determinados investidores ao risco de insolvência de um patrimônio segregado do qual não escolheram fazer parte.

Na nossa opinião, a CVM tem legitimidade jurídica para disciplinar o regime de insolvência dos Fundos de Investimento de forma detalhada e adequada *vis-à-vis* a realidade em que tais veículos de investimento e seus respectivos prestadores de serviços estão inseridos, o que pode incluir uma interpretação do texto do Código Civil alterado pela LLE. Nesse contexto, não vemos óbices jurídicos a que a insolvência se aplique a cada classe e não ao Fundo de Investimento como um todo, exceto no caso de um Fundo de Investimento de classe única<sup>11</sup>.

Em segundo lugar, entendemos que o disposto no Código Civil não abarca com completeza diversas outras situações que poderiam impactar a insolvência de um Fundo de Investimento, como: (i) proteção aos prestadores de serviços, com apuração de responsabilidade em processo apartado e apenso aos autos do processo principal de insolvência; (ii) operacionalização da insolvência; (iii) ordens de alocação de créditos e débitos, especialmente no que tange ao estabelecimento de privilégios gerais e especiais que sejam aplicáveis à realidade dos Fundos de Investimento; (iv) existência de classes de cotas preferenciais e privilégios específicos em caso de insolvência; (v) administração dos bens e direitos em carteira, durante a insolvência, pelo administrador fiduciário, liquidante a ser indicado pelo juízo – desde que se trate de entidade

---

<sup>11</sup> Referimo-nos especialmente ao art. 1.368-E, §§ 1º e 2º, do Código Civil.

devidamente habilitada para a função pela CVM – ou mesmo liquidante a ser indicado pela própria CVM; (vi) participação da CVM como interveniente no processo, entre outros. Vale ressaltar que, até mesmo no aspecto processual e procedimental, as regras do Código Civil e do Código de Processo Civil não são tão claras.

Como é do conhecimento dessa CVM, sujeitam-se ao regime de insolvência previsto no Código Civil as pessoas físicas e as pessoas jurídicas que não exercem atividade empresarial – e, agora, os Fundos de Investimento. A esse respeito, aponte-se que a legislação brasileira reconhece que, em se tratando de entes sujeitos a regimes específicos, tais como as sociedades simples e as cooperativas, existem dispositivos legais específicos estabelecendo e interpretando a lei geral, conforme as suas peculiaridades. Parece-nos adequado interpretar que esse é o caso dos Fundos de Investimento.

Entendemos, portanto, ser indispensável a edição de regulamentação específica para pormenorizar a mecânica da insolvência dos Fundos de Investimento, pela própria CVM, sem necessidade de edição de lei específica para tanto, conforme nossos comentários apresentados nesta PARTE A<sup>12</sup>.

### **Dever fiduciário e a pauta da sustentabilidade**

A crise trazida pela pandemia da Covid-19 acelerou debates e impulsionou ações importantes na sociedade para restabelecer uma nova ordem socioeconômica no mundo pós-pandemia. No mercado financeiro e de capitais, como essa autarquia vem liderando e acompanhando, a ordem do dia é discutir os fatores “ESG” (*environmental, social and corporate governance*).

Todos estão interessados: as companhias e seus *stakeholders*, os gestores de recursos, as instituições financeiras e os investidores. No momento da história em que as pessoas se mostram cada vez mais preocupadas com a criação de soluções consistentes e de longo prazo para problemas ambientais, sociais e de governança, a sigla ESG virou sinônimo de inovação em todos os segmentos da economia.

Sabemos que esse processo não é recente e que há anos a CVM, órgãos reguladores locais e internacionais e participantes do mercado discutem a melhor forma de atender às preocupações da sociedade e dos investidores com relação a fatores de governança e socioambientais. Iniciativas variadas, com focos e abordagens distintos, com as mais diferentes denominações,

---

<sup>12</sup> Na mesma toada, sugerimos que essa CVM faça uma revisão geral da utilização dos conceitos de “fundos” e “classes”, considerando sua nova aplicabilidade dos termos da Minuta. Nesse sentido, chamamos atenção, especialmente, para os seguintes positivos: art. 34, *caput*, inciso II; art. 40, parágrafo único; art. 58, § 2º, inciso I; art. 63, parágrafo único;

vêm sendo utilizadas para tratar do tema: investimento responsável, sustentável, ético, e de impacto, finanças sustentáveis, capitalismo consciente, dentre tantos outros.

No Brasil, houve crescimento relevante na criação de iniciativas deste tipo nos últimos 18 (dezoito) meses, tanto por parte das companhias, preocupadas em integrar fatores ESG em suas estratégias de negócios, como por parte dos gestores, focados em lançar carteiras cujas estratégias estejam atreladas, formal ou informalmente, a tais fatores. Já há uma grande oferta de investimentos associados a fatores ESG no Brasil, seja por meio de FIF das categorias “Ações” ou “Renda Fixa”, ou por meio de ETF, FIDC, FII e, mais recentemente, *private equity* e *venture capital*. Esse movimento está correlacionado com uma crescente demanda de *stakeholders* e investidores, que tem como resultado um forte movimento das companhias e dos gestores no sentido de buscar atender às expectativas do mercado – e dos reguladores.

A falta de padronização nas métricas de avaliação de fatores ESG dificulta o acompanhamento e comparação de resultados financeiros *vis-à-vis* ações consistentes de sustentabilidade, mas, como é do conhecimento dessa CVM, há evidências de que companhias que consideram estes fatores em suas operações performam melhor no longo prazo, se recuperam mais rápido em cenários de crise, e têm seu valor de mercado apreciado no tempo. Artigos acadêmicos demonstram correlações positivas entre fatores ESG e o desempenho dos negócios, para um mesmo nível de risco, inclusive em relação à atração e à retenção de talentos, valor de marca, menores custo de capital, financeiros e regulatórios. Os investidores querem alocar capital em negócios com propósito, perenidade e resiliência.

A nossa regulamentação está claramente evoluindo para o caminho correto, com posicionamentos recentes muito importantes do BCB e dessa CVM. São exemplos recentes e concretos desse posicionamento o edital da Audiência Pública CVM/SDM 9/2020 e o conceito trazido no Anexo Normativo II, tratando de FIDC com responsabilidade socioambiental<sup>13</sup>. Todavia, para os gestores de recursos, a regulamentação ainda não evoluiu para vincular expressamente o dever fiduciário a fatores ESG – nem mesmo para estabelecer métricas e critérios mínimos para utilização do termo nos regulamentos e na denominação dos Fundos de Investimento.

Não é novidade para a CVM que o dever fiduciário é um dos mais importantes pilares da indústria de *asset management*, de forma a garantir que aqueles que gerenciam o dinheiro de terceiros atuem sempre no melhor interesse dos seus clientes, em vez de servirem aos seus próprios interesses de curto prazo. Os gestores devem agir de boa-fé, equilibrar imparcialmente os interesses conflitantes de diferentes clientes e não devem agir em benefício de si mesmos ou de

---

<sup>13</sup> Aliás, como será verificado nos nossos comentários aos Anexos Normativos, atuais e futuros, indagamos e sugerimos que todas as espécies de Fundos de Investimento possam ter uma certificação de abordagem ESG, e não apenas os FIDC.

terceiros. Apesar disso, o dever fiduciário ainda é constantemente mal interpretado quando se trata de métricas ESG ou práticas sustentáveis na alocação de capital.

Vale ressaltar que a forma como o dever fiduciário é exercido afeta toda a cadeia de decisões de investimento da indústria, desde investimentos proprietários até a forma como as companhias conduzem suas atividades e definem suas estratégias. É esse dever que guia a atuação de investidores e formata os processos de investimento nas casas de gestão. As práticas atuais de investimento estão atualizando o conceito do que é agir com dever fiduciário nos tempos modernos – mas será que não chegou a hora de vincularmos a boa condução do dever fiduciário dos gestores de recursos ao acompanhamento, também, de métricas e riscos associados a fatores ESG?

As companhias e os gestores que entenderem isso mais rápido terão mais chances de continuar na liderança de seus setores de atuação. A solução para o planeta não virá rápido ou de uma única iniciativa, mas o momento pede iniciativas de curto prazo, hoje, para termos retornos positivos socioambientais amanhã. No futuro próximo, será muito difícil defender a atuação de gestores de recursos que focarem e/ou acompanharem apenas métricas financeiras nas suas alocações de capital.

### **Alinhamento das questões regulatórias e consequências tributárias**

Por fim, mas não menos importante, é de se ressaltar a importância e a necessidade de alinhamento entre as mudanças propostas por essa CVM e a legislação tributária, inclusive na forma regulamentada pela RFB sobre os temas.

Sabe-se que em diversos temas da regulação de Fundos de Investimento há desalinhamentos entre as normas emitidas por essa CVM e a legislação que prevê o regime tributário dos Fundos de Investimento e respectivos cotistas, incluindo as regras expedidas pela RFB para regulamentar tais leis, sendo que muitas vezes a evolução das regras tributárias não necessariamente acompanha o ritmo de avanço e modernização da regulamentação emitida por essa CVM<sup>14-15</sup>.

Evidentemente, entendemos não ser dessa CVM o papel de lidar com a matéria fiscal. No entanto, dado que julgamos como essencial a compatibilização da legislação tributária às normas regulatórias existentes e, especialmente, às propostas inovadoras apresentadas no contexto da Audiência Pública CVM/SDM 8/2020, aproveitamos a oportunidade para consolidar algumas das

---

<sup>14</sup> Ainda na esteira deste exemplo, podemos citar o atual desalinhamento entre as regras de diversificação e composição de carteira previstas na Lei 11.312, para os FIP em geral, e aquelas previstas na Lei 11.478 para os FIP das categorias "Infraestrutura" e "PD&I", em comparação com as regras de composição de carteira previstas para esses veículos na Instrução CVM 578.

<sup>15</sup> Para referência, ver o Memorando nº 18/2017-CVM/SDM, de 16 de agosto de 2017.

principais inconsistências que identificamos no exercício da nossa atuação profissional, na tentativa de auxiliar essa CVM na contextualização junto à RFB no processo de edição da nova regulamentação aplicável aos Fundos de Investimento em linha com a LLE, naquilo que for compatível com a competência regulamentar da RFB.

A imperatividade desse alinhamento é evidente por dois motivos primordiais: em primeiro lugar pela influência que os tributos incidentes sobre ganhos e rendimentos auferidos em operações com Fundos de Investimento tem sobre a estruturação e concepção das estruturas envolvendo Fundos de Investimento – sendo evidente a capacidade que regras de desoneração fiscal podem ter para propulsão (ou não) de determinados produtos; e, em segundo lugar, pela necessidade de conferir maior segurança jurídica na interpretação das regras que veiculam os regimes tributários e eventuais regras de desoneração em questão.

Nossas ponderações e comentários sobre esse tema são apresentados na PARTE H.

**PARTE B**  
**COMENTÁRIOS À RESOLUÇÃO (PARTE GERAL)**

A LLE trouxe grandes inovações à indústria brasileira de Fundos de Investimento, muitas das quais são (ou podem ser) aplicáveis a todas as espécies de Fundos de Investimento. É o caso, por exemplo, da possibilidade de limitação da responsabilidade dos cotistas, da segregação das responsabilidades dos prestadores de serviço, da possibilidade de criação de classes de cotas com patrimônio segregado entre si, da aplicação do regime de insolvência civil, dentre outros. Tais alterações ocorrem, conforme apontamos na parte introdutória desta Manifestação, em movimento de aproximação das práticas nacionais da indústria de Fundos de Investimento em relação às melhores práticas internacionais, viabilizando a evolução e a melhoria do mercado nacional.

Diante disso, essa CVM – de forma muito acertada – entendeu por oportuno, além de ouvir os participantes do mercado em relação às novas regras que serão editadas para regulamentação da LLE, consolidar as regras aplicáveis a todos os Fundos de Investimento registrados no Brasil. Dessa forma, essa CVM propôs, no Edital, que a norma aplicável aos Fundos de Investimento seja composta por (i) uma parte geral (referida nesta Manifestação como “Resolução”), que tratará das regras aplicáveis a todas as espécies de Fundos de Investimento, sem distinção por categorias ou espécies, e (ii) seus anexos, que tratarão das regras específicas aplicáveis a cada espécie de Fundo de Investimento – tais como o Anexo Normativo I, que trata dos FIF e FIC-FIF, e o Anexo Normativo II, que trata dos FIDC e FIC-FIDC, ambos também disponibilizadas para participação e análise do mercado por essa CVM.

Em nossa visão, a consolidação das regras gerais aplicáveis aos Fundos de Investimento será extremamente positiva para a indústria e, de igual modo, influente na evolução do mercado a partir de sua edição. Por essa razão, entendemos como basilar a importância de a Resolução ser precisa na sua aplicabilidade – ou seja, explicitar seu caráter de diretrizes e normas gerais aplicáveis a todos os Fundos de Investimento. Nesse sentido, nossa proposta para esta PARTE B foi elaborada pensando em refletir os pontos, itens e premissas que, em nosso melhor entendimento, serão aplicáveis aos Fundos de Investimento em geral, de forma homogênea e pensando na eficiência da Norma Editada para guiar a prática de todos os participantes do mercado.

Esta PARTE B apresenta as nossas sugestões e comentários à Minuta no que se refere à Resolução, ou seja, às regras aplicáveis a todos os tipos de Fundos de Investimento. Os pontos que traremos nesta PARTE B estão devidamente acompanhados de argumentos e fundamentações, bem como, conforme o caso, das respectivas sugestões de redação para o dispositivo em específico.

\* \* \*



## 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 10.139/2019.

Nesta perspectiva, sugerimos que a Resolução preveja expressamente que, em casos de conflito aparente entre dispositivos da Norma Editada 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, conforme sua redação na Norma Editada.

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 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 jurisprudência<sup>16</sup>.

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 Norma Editada 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.

<sup>16</sup> 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 19957.002890/2015-16<sup>16</sup>, 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.

## 2. Definição de “taxa total de serviços (art. 2º, *caput*, inciso XXXIV)

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 dos Fundos de Investimento, dentre os quais o valor de mercado das cotas, o capital subscrito ou o capital investido.

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. desta PARTE B, 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 (arts. 3º, 4º e 5º)

### 3.1. Regime híbrido (art. 3º, § 2º)

Em linha com os princípios da liberdade contratual, entendemos que não deveria existir qualquer limitação ou restrição à utilização do regime híbrido de coexistência de classes abertas e fechadas – conforme atualmente previsto na Minuta. Trata de uma severa limitação à criação de estruturas de investimento alternativas e sofisticadas, restringindo a capacidade do mercado efetivamente

se utilizar da segregação do patrimônio dos Fundos de Investimento em diferentes classes, razão pela qual sugerimos a exclusão dessa previsão, conforme abaixo.

Art. 3º. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza, de acordo com a regra específica aplicável à categoria do fundo:

§ 1º Sem prejuízo de eventuais restrições impostas em função de sua categoria, os fundos de investimento podem ser constituídos como regime aberto, quando todas suas classes de cotas forem abertas, como regime fechado, quando todas suas classes forem fechadas, ou regime híbrido, que admite a coexistência de classes abertas e fechadas.

~~§ 2º O regime híbrido é de utilização exclusiva por fundos cujos regulamentos limitem a responsabilidade dos cotistas, nos termos do art. 18.~~

### 3.2. Segregação do patrimônio em classes (art. 4º)

#### 3.2.1. Divisão do patrimônio em subclasses (art. 4º, caput)

O inciso III do *caput* do art. 1.368-D, em conjunto com o seu § 3º, da LLE facultou aos Fundos de Investimento a criação de patrimônios segregados por classe de cotas. A adoção desse mecanismo representa estratégia vantajosa para Fundos de Investimento em que se almeja segregar os riscos relativos a determinada carteira (ou de alguns dos ativos que a compõem) e significa uma aproximação das estruturas brasileiras às estruturas de investimento internacionais. Como exemplo, vale notar a criação de Fundos de Investimento que classifiquem os seus ativos por setor de atuação ou por nível de risco envolvido<sup>17</sup>.

No entanto, a Minuta não é clara ao tratar das subclasses de cotas – ou seja, a eventual divisão do patrimônio representativo de uma classe (seja ela única ou não) em subclasses com características distintas – ainda que todas vinculadas à mesma carteira e, portanto, aos mesmos riscos (sem prejuízo de a classe ser uma, ou seja, não dividida em subclasses).

As subclasses propostas pela Minuta correspondem às classes de cotas previstas na regulamentação em vigor, largamente utilizadas nos FIP, FIDC e FII restritos. Até o momento, os FIF, os FIC-FIF e os ETF careciam da possibilidade de divisão do seu patrimônio em classes distintas, o que sempre representou inconsistência e desvantagem desses produtos em relação

<sup>17</sup> Por exemplo, um FIF da categoria “Renda Fixa” poderia criar diversas classes para cada nível de risco de crédito dos títulos de dívida contratados ou pela natureza do crédito (*e.g.*, crédito soberano nacional, crédito soberano estrangeiro, crédito privado *etc.*) ou um FIP da categoria “Infraestrutura” poderia criar diversas classes para cada setor de atuação (*e.g.*, transporte e logística, energia, saneamento básico, irrigação *etc.*) ou por nível de completude do projeto em infraestrutura investido (*e.g.*, projetos *greenfield*, projetos de expansão *brownfield*, projetos já física e financeiramente *completed*), dentre outras alternativas.

aos FIP, FIDC e FII restritos. Adicionalmente, aponte-se que, pela primeira vez, um produto para investidores não-qualificados poderá contar com tal mecânica.

Nesse sentido, sugerimos que a Norma Editada permita expressamente a divisão das classes dos Fundos de Investimento em subclasses com características distintas, de forma que essa faculdade possa ser aproveitada por todas as categorias de Fundos de Investimento. Nesses casos, caberá aos respectivos regulamentos e demais documentos organizacionais, bem como nos documentos de subscrição de cotas, estabelecer claramente os direitos políticos e econômicos de cada subclasse (i.e. critérios para cálculo e alocação de taxas, despesas e encargos, mecânicas de integralização, público-alvo, valores mínimos de investimento, prazo, preferência e subordinação para amortização e resgate, direitos de voto e veto – ou limitações a esses direitos –, dentre outros). Ainda, tal amplitude deveria ser ainda maior no caso de classes e/ou subclasses destinadas exclusivamente a investidores qualificados e profissionais.

Por essa razão, sugerimos um ajuste no art. 4º para esclarecer esse ponto.

Art. 4º O regulamento do fundo de investimento pode prever a existência de:

I – diferentes classes de cotas, com direitos e obrigações distintos, devendo o administrador constituir um patrimônio segregado para cada classe de cotas; e

II – subclasses de cotas, as quais poderão existir em fundos com cotas de classe única ou em fundos com mais de uma classe de cota, sendo que cada subclasse de cota poderá atribuir direitos e obrigações distintos a seus titulares, na forma desta Resolução, nos termos do regulamento.

### 3.2.2. Classes de cotas de categorias distintas (art. 4º, § 1º)

Ressaltamos que, em regra, Fundos de Investimento não estão sujeitos à tributação dos ganhos e rendimentos derivados das transações realizadas no nível de sua carteira no Brasil. Assim, subentende-se que o § 1º do art. 4º da Resolução se refere à tributação aplicável aos ganhos e rendimentos recebidos pelos cotistas dos Fundos de Investimento, e não ao Fundo de Investimento em si.

Essa primeira observação permite concluir, primeiramente, que não haveria que se discutir sobre a possibilidade de as diferentes classes de cotas alterarem o tratamento tributário do Fundo, já que o portfólio não deveria estar sujeito à tributação em qualquer cenário, mas seria o caso de discutir se poderiam, quando o caso, alterar a tributação dos cotistas.

Nesse sentido, verifica-se que, em geral, o tratamento tributário dos cotistas de Fundos de Investimento varia, conforme estabelecido na legislação tributária aplicável, atualmente consolidada na Instrução Normativa RFB 1.585.

Com efeito, o regime tributário aplicável aos cotistas de Fundos de Investimento que não têm regulamentação específica varia em função prazo médio de duração da carteira e do prazo de manutenção do investimento pelo cotista. Por outro lado, há certas espécies e categorias de Fundos de Investimento cuja legislação de regência prevê regimes específicos de tributação (*e.g.*, tratamento tributário previsto na Lei 11.312, na Lei 11.478 e na Lei 12.431), muitas vezes associados a regras específicas de composição de carteira.

Portanto, as decisões de investimento e desinvestimento tomadas pelo gestor<sup>18</sup> podem alterar a carga tributária aplicável ao cotista se resultarem em alteração da composição de carteira, cujas características podem ser determinantes na definição do tratamento aplicável aos cotistas.

Logo, uma segunda conclusão possível é a de que não há na legislação tributária regra que trate de diferentes classes de cotas de um mesmo Fundo de Investimento com patrimônio segregado para diferenciar o regime tributário aplicável a cada classe de cotas. Nesse sentido, a tributação aplicável aos cotistas continuaria sendo determinada com base na espécie e na categoria (ou subcategoria, se for o caso) de Fundo Investimento constituído e na composição de respectiva carteira consolidada, até que sobrevenha lei nova para regular o tema da perspectiva fiscal. Por outro lado, há de se ponderar que pode haver circunstâncias em que a RFB – nos limites de sua competência regulamentar – poderia atuar para regulamentar algum tipo de diferenciação no regime tributário de diferentes classes de cotas de um mesmo Fundo de Investimento.

Isso posto, o fato de Fundos de Investimento de mesma espécie poderem constituir classes de cotas com categorias distintas é uma importantíssima inovação regulatória que, no nosso entendimento, deveria prevalecer na Norma Editada.

A restrição à possibilidade de emitir diferentes classes de cotas que porventura alterem o tratamento tributário aplicável aos cotistas dos Fundos de Investimento, se mantida por essa CVM, coloca em xeque a inovação de segregar do patrimônio do Fundo de Investimento em classes. Isto porque a adoção desse mecanismo passa a ser restrita a hipóteses muito menos frequentes em que a constituição de categorias distintas não tenha o condão de alterar o regime de tributação dos cotistas.

Por fim, registre-se que a previsão sob análise é mais restritiva que as regras vigentes na legislação tributária, pois as exigências de cumprimento com os requisitos de carteira para fins fiscais não limitam o poder de investir ou desinvestir dos gestores, ou a materialização das suas estratégias, apenas impõem reflexos tributários sobre eventual desenquadramento. Essa previsão, contudo, veda a emissão de classes de cotas que alterem o tratamento tributário do

---

<sup>18</sup> Bem como, em alguns casos específicos, do período pelo qual o cotista mantiver seu investimento no Fundo de Investimento, na dispersão da propriedade das cotas e na admissão das cotas à negociação em bolsa ou em mercado de balcão organizado.

Fundo de Investimento, limitando o escopo da inovação trazida pela LLE e regulamentada por essa CVM.

Art. 4º O regulamento do fundo de investimento pode prever a existência de:

[...]

~~§ 1º Todas as classes devem pertencer à mesma categoria do fundo, não sendo permitida a emissão de classes de cotas que alterem o tratamento tributário do fundo.~~

[...]

Ainda, destacamos que nossas ponderações e comentários de natureza fiscal especificamente sobre esse tema são apresentados na PARTE H.

### 3.3. Fundos de Investimento denominados “Socioambientais” (arts. 5º, § 2º, 49 e 51)

A CVM estabeleceu expressamente nos arts. 4º e 5º do Anexo Normativo II da 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, na Norma Editada, para que todas as espécies 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* ou *ESG-washing*.

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 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 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 outros 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 indicadores 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. Registro automático (art. 8º)

Entendemos que o atraso no cumprimento de prazos de entrega de determinadas informações periódicas pode ocorrer por razões alheias ao controle do administrador de um Fundo de Investimento – a exemplo dos casos nos quais a escrituração e custódia das cotas de emissão do Fundo de Investimento é atribuição de outro prestador de serviços que, por sua vez, falhe em entregar tais informações ao administrador de forma tempestiva.

Por essa razão, entendemos que uma vedação categórica à concessão do registro de funcionamento como forma de penalização do administrador por atraso na entrega de informações periódicas prejudicará, em grande parte, outros integrantes da indústria igualmente importantes – e que não têm influência na tempestividade da prestação de informações periódicas de Fundos de Investimento. Entendemos que a legislação vigente aplicável aos administradores traz meios de penalização, por essa CVM, em caso de inadimplemento de entes regulados para com obrigações regulatórias, não havendo necessidade de imposição categórica na Resolução que possa vir a prejudicar outros participantes do mercado.

Nesse sentido, sugerimos um complemento ao *caput* do art. 8º da Minuta de modo a permitir que, caso haja justificativa apresentada pelo administrador do Fundo de Investimento para o atraso na entrega das informações periódicas, essa CVM conceda o registro do Fundo de Investimento, conforme abaixo.

Art. 8º Não será concedido o registro de funcionamento a fundos de investimento cujo administrador esteja em atraso por mais de 60 (sessenta) dias no cumprimento dos prazos de entrega das informações

periódicas de fundo por ele administrado previstas na regulamentação, salvo se houver justificativa razoável apresentada à SIN no momento do envio dos documentos e informações indicados no § 1º do art. 7º desta Resolução.

## 5. 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 de Fundos de Investimento, 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 carteira<sup>19</sup>.

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.

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.

<sup>19</sup> 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 recalculer o valor da cota com muito menos frequência que um FIF “Ações”, especialmente quando a cota desse último for de classe aberta.

## 6. Transferência de cotas de classe aberta (art. 16)

Sugerimos a inclusão de dois incisos ao art. 16 da Resolução, considerando que, na prática da indústria de Fundos de Investimento, existem diversos cenários em que administradores e gestores, em conjunto com os cotistas, podem utilizar para implementar reorganização societária envolvendo:

- (i) a integralização de ações ou quotas subscritas, de emissão de sociedades por ações ou sociedades limitadas, respectivamente, por meio de cotas de classe aberta;
- (ii) a integralização de cotas de Fundos de Investimentos por meio de cotas de classe aberta.

Considerando que (i) o capital social das sociedades por ações e limitadas poderá ser formado com contribuições em qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação em moeda corrente nacional e que, para os FIP, é expressamente prevista na Instrução CVM 578 que bens da propriedade do cotista concorram para a formação do patrimônio do Fundo de Investimento (ou da classe, conforme a nomenclatura adotada pela Minuta), sugerimos que a Resolução admita expressamente que cotas de classe aberta – cuja natureza jurídica é de bem móvel, enquanto valor mobiliário – possam ser objeto de integralização do capital social ou patrimônio de sociedades<sup>20</sup> ou de classe de Fundo de Investimento, respectivamente, desde que o valor justo de tais cotas esteja respaldado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada independente e aprovado pela respectiva sociedade ou Fundo de Investimento cujas ações ou cotas sejam objeto de integralização.

Ademais, também sugerimos que cotas de classe aberta possam ser utilizadas para a dotação especial para instituição de fundações. Nos termos dos arts. 62, 63 e 64 do Código Civil, inexistente impedimento para que bens móveis – tal qual cotas de classe aberta – integrem o patrimônio de uma fundação. A adição dessa exceção por meio da inclusão de outro inciso ao art. 16 da Resolução é relevante para os casos em que uma fundação seja instituída por negócio jurídico entre vivos, que não estariam abarcados pela sucessão universal decorrente da dotação testamentária.

Art. 16. A cota de classe aberta não pode ser objeto de cessão ou transferência, exceto nos casos de:

- I – decisão judicial ou arbitral;
- II – operações de cessão fiduciária;

<sup>20</sup> Nesse ponto, entendemos que não seria benéfico limitar a inovação aqui aventada a sociedades empresárias, pois entendemos que cooperativas e sociedades simples também deveriam poder fazer jus ao mesmo benefício.

III – execução de garantia;

IV – sucessão universal;

V – dissolução de sociedade conjugal ou união estável por via judicial ou escritura pública que disponha sobre a partilha de bens; e

VI – transferência de administração ou portabilidade;

VII – contribuição ao capital social de sociedades;

VIII – contribuição ao patrimônio de fundos de investimentos; e

IX – dotação especial para instituição de fundação.

§ 1º Nos casos previstos no inciso VIII do **caput**, o valor justo das cotas objeto de integralização deve estar respaldado em laudo de avaliação, o qual deve ser elaborado por avaliador independente e aprovado pelo respectivo fundo cujas cotas sejam objeto de integralização.

§ 2º Nos casos previstos nos incisos VII e VIII acima, só se admite a transferência caso não haja intenção de transferir indiretamente a titularidade de cota de classe aberta.

## 7. Limitação da responsabilidade dos cotistas (art. 18)

É inegável que a possibilidade de o regulamento 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.

Nesse sentido, 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 da Resolução 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.

## 8. Distribuição de cotas (arts. 20, 24 e 26)

### 8.1. Segmentação de público-alvo por subclasse de cotas (art. 20, § 2º, inciso III)

Sugerimos que, de acordo com o modelo de divisão em classes e subclasses proposto por essa CVM, cada subclasse de cotas poderia ter direitos políticos e econômico distintos e até mesmo ser destinada a público alvo específico, desde que observadas as disposições previstas na regulamentação aplicável.

A nosso ver, a obrigatoriedade de todas as subclasses de uma classe de cotas serem oferecidas a um mesmo público alvo poderia reduzir de forma significativa a liberdade dos agentes do mercado quando da estruturação de Fundos de Investimento.

Art. 20. A distribuição de cotas deve ser realizada por instituições habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição, ressalvadas as dispensas previstas nos Anexos Normativos desta Resolução e demais regulamentações específicas.

§ 2º O administrador é obrigado a:

[...]

III – caso o regulamento do fundo não limite a responsabilidade dos cotistas e o fundo ~~ou~~, classe ou subclasse seja destinado(a) ao público em geral, diligenciar para que os distribuidores de cotas recolham junto aos investidores termo de ciência e assunção de risco próprio, relativo à responsabilidade ilimitada dos cotistas, nos termos do Suplemento A desta Resolução.

## 8.2. 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 de Investimento.

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.

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

### 9.1. 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.~~

[...]

### 9.2. 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, com o intuito de proporcionar aos participantes do mercado de Fundos de Investimento previsibilidade em relação às informações exigidas nos termos da regulamentação.

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

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 LGPD<sup>21</sup> 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. Tal diploma veda o compartilhamento indiscriminado e imotivado de dados pessoais entre uma determinada entidade e terceiros – seja do setor público ou privado.

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

---

<sup>21</sup> 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.

pertinentes, proporcionais e não excessivos em relação às finalidades do tratamento de dados.

O art. 23 da LGPD estabelece que o tratamento de dados pessoais pelas pessoas jurídicas de direito público – como essa 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 classes de cotas em regime 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 acima; e (iii) parece-nos não haver necessidade para tal compartilhamento *vis-à-vis* o interesse público tutelado 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<sup>22</sup>. 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 no item 9.4.1 desta PARTE B, a entidade que atue na distribuição das cotas<sup>23</sup>, 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.

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

---

<sup>22</sup> São exemplos de “incidentes de segurança envolvendo dados pessoais”: acessos não autorizados e situações acidentais ou ilícitas de destruição, perda, alteração, comunicação ou difusão envolvendo dados pessoais.

<sup>23</sup> Ver nossos comentários ao subitem (b) do item 9.2 desta PARTE B.

Sugerimos a exclusão dos incisos III e IV do art. 29 da Minuta, na medida em que, além dos pontos indicados no subitem (c) deste item 9.2 desta PARTE B –, o compartilhamento de dados transacionais referidos em tais incisos poderia estar sujeito à Lei de Sigilo Bancário, que veda a revelação de informações sigilosas por instituições financeiras e pelas demais instituições aplicáveis a quaisquer terceiros em hipóteses que não estejam expressamente ali previstas.

Nos termos do art. 1º da Lei de Sigilo Bancário, as instituições financeiras devem conservar sigilo em seus serviços prestados e em suas operações ativas e passivas, podendo compartilhar informações sigilosas com terceiros somente nas hipóteses taxativas ali previstas expressamente, dentre as quais se inclui a revelação com o consentimento expresso dos interessados.

Ressaltamos que este entendimento já foi amplamente corroborado pelo Supremo Tribunal Federal em diversos precedentes, nos quais este se posicionou favoravelmente à inviolabilidade do sigilo bancário, exceto nas situações excepcionais legalmente estabelecidas, destacando que o sigilo é um direito fundamental abarcado pelo art. 5º, inciso X, da Constituição Federal, conforme se verifica no excerto abaixo:

MANDADO DE SEGURANÇA. TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. BANCO CENTRAL DO BRASIL. OPERAÇÕES FINANCEIRAS. SIGILO. 1. A Lei Complementar nº 105, de 10/1/01, não conferiu ao Tribunal de Contas da União poderes para determinar a quebra do sigilo bancário de dados constantes do Banco Central do Brasil. O legislador conferiu esses poderes ao Poder Judiciário (art. 3º), ao Poder Legislativo Federal (art. 4º), bem como às Comissões Parlamentares de Inquérito, após prévia aprovação do pedido pelo Plenário da Câmara dos Deputados, do Senado Federal ou do plenário de suas respectivas comissões parlamentares de inquérito (§§ 1º e 2º do art. 4º). 2. Embora as atividades do TCU, por sua natureza, verificação de contas e até mesmo o julgamento das contas das pessoas enumeradas no artigo 71, II, da Constituição Federal, justifiquem a eventual quebra de sigilo, não houve essa determinação na lei específica que tratou do tema, não cabendo a interpretação extensiva, mormente porque há princípio constitucional que protege a intimidade e a vida privada, art. 5º, X, da Constituição Federal, no qual está inserida a garantia ao sigilo bancário. 3. Ordem concedida para afastar as determinações do acórdão nº 72/96 - TCU - 2ª Câmara (fl. 31), bem como as penalidades impostas ao impetrante no Acórdão nº 54/97 - TCU - Plenário<sup>24</sup> [sublinhados adicionados].

Em vista disso, gostaríamos de expor à essa CVM nossa preocupação com possíveis questionamentos relacionados à legalidade do art. 29 da Resolução proposto na Minuta, uma vez que este pretende obrigar administradores de Fundos de Investimento – os quais podem ser instituições financeiras ou outras entidades obrigadas a conservar sigilo, nos termos do art. 1º, caput e § 1º, da Lei de Sigilo Bancário, e das demais normas aplicáveis – a encaminharem certos dados transacionais de cotistas dos respectivos fundos de investimento para essa CVM.

Na nossa visão, tais questionamentos teriam fundamento principalmente na ausência de previsão legal expressa respaldando o disposto no art. 29 da Resolução e/ou atribuindo competência a essa CVM para disciplinar obrigação nesse sentido. Ressaltamos que essa situação difere (i) de

<sup>24</sup> STF. MS 22801. Min. Rel. Menezes Direito. Data de julgamento: 17 de dezembro de 2007.

outras hipóteses de compartilhamento de informações protegidas por sigilo bancário que foram regulamentadas por essa CVM e têm amparo legal específico, por exemplo a indisponibilidade de ativos prevista no art. 11 da Lei 13.810<sup>25</sup> e disciplinada no art. 27, § 1º, da Instrução CVM 617; e (ii) e do compartilhamento de dados de cotistas de com o BCB, nos termos da Resolução BCB 38, na medida em que essa norma decorre do exercício de uma competência específica legalmente atribuída ao BCB por meio do art. 37 da Lei 4.595<sup>26</sup> e do artigo 106, *caput*, da Lei 13.097<sup>27-28</sup>.

Diante da ausência de previsão legal expressa autorizando a quebra de sigilo bancário pretendida no art. 29 da Resolução, entendemos que os administradores que estejam sujeitos à Lei de Sigilo Bancário poderiam encaminhar os dados transacionais ali previstos apenas mediante obtenção de consentimento expresso dos cotistas dos respectivos fundos de investimento, sob pena da caracterização de um crime e de uma infração administrativa, nos termos da legislação vigente. Consequentemente, caso os cotistas optem por não consentir com o encaminhamento dos seus dados transacionais a essa CVM ou decidam revogar consentimento eventualmente concedido, parece-nos que os administradores abarcados pela Lei de Sigilo Bancário estariam legalmente impedidos de atender o disposto no art. 29 da Resolução, conforme proposto na Minuta.

Salientamos que a eventual judicialização de questionamentos sobre o dispositivo infralegal ora discutido, particularmente envolvendo sua possível afronta a direitos fundamentais constitucionalmente previstos e legalmente disciplinados, poderia ter uma série de efeitos práticos negativos aos administradores e aos cotistas dos respectivos fundos de investimento, dentre os quais destacam-se custos processuais relevantes e danos de natureza material e reputacional, além de eventuais impactos significativos nas esferas administrativa e criminal.

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

---

<sup>25</sup> Na íntegra: "Art. 11. A indisponibilidade de ativos e as tentativas de sua transferência relacionadas às pessoas naturais, às pessoas jurídicas ou às entidades sancionadas por resolução do Conselho de Segurança das Nações Unidas ou por designações de seus comitês de sanções serão comunicadas ao Ministério da Justiça e Segurança Pública, aos órgãos reguladores ou fiscalizadores das pessoas naturais ou das pessoas jurídicas de que trata o art. 9º da Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, e ao Conselho de Controle de Atividades Financeiras".

<sup>26</sup> Na íntegra: "Art. 37. As instituições financeiras, entidades e pessoas referidas nos artigos 17 e 18 desta lei, bem como os corretores de fundos públicos, ficam, obrigados a fornecer ao Banco Central da República do Brasil, na forma por ele determinada, os dados ou informes julgados necessários para o fiel desempenho de suas atribuições."

<sup>27</sup> Na íntegra: "Art. 106. O Banco Central do Brasil poderá requerer dos administradores de fundos de investimento as informações necessárias para o desempenho de suas atribuições".

<sup>28</sup> Na íntegra: "Art. 27. [...] § 1º As pessoas mencionadas nos incisos I a IV do art. 3º devem ainda informar, sem demora, ao Ministério da Justiça e Segurança Pública (MJSP) e à CVM, a existência de pessoas e ativos sujeitos às determinações de indisponibilidade referidas no caput a que deixaram de dar o imediato cumprimento, justificando as razões para tanto".

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<sup>+</sup>.

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

~~IV – valor subscrito.~~

De forma subsidiária, caso essa CVM entenda pela manutenção, na Norma Editada, dos incisos III e IV do art. 29 da Resolução, sugerimos uma alteração à redação do *caput* do artigo 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 dessa CVM<sup>29</sup>.

Traçando um paralelo com as companhias abertas, vemos que estas somente se veem obrigadas a compartilharem com essa CVM informações sobre seus acionistas<sup>30</sup>, 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%*

<sup>29</sup> 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.

<sup>30</sup> Tais como o nome, seu número de ações detidas ou outras informações de caráter transacional.

*(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 480<sup>31</sup>, 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.

Além disso, entendemos que a prestação de esclarecimentos por essa CVM sobre o tema seria essencial para que os administradores tenham clareza acerca (i) dos fundamentos que conferem segurança jurídica ao compartilhamento de dados transacionais independentemente de previsão legal e/ou ordem judicial ou administrativa e, assim, possam tentar mitigar o risco de judicialização de eventuais questionamentos sobre a configuração de quebra de sigilo bancário; e (ii) dos procedimentos e aspectos operacionais que deverão ser observados pelos administradores para encaminharem os dados indicados.

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.

<sup>31</sup> 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”.

### 9.3. Integralização de cotas a prazo (art. 30, caput)

#### (a) *Considerações sobre quem faz a chamada de capital (art. 30, caput)*

Entendemos que o gestor, por estar mais envolvido nas operações do Fundo de Investimento e ter o comando da estratégia de investimento, é a entidade mais capacitada para saber as necessidades de recursos futuras da carteira. Por essa razão, sugerimos que o gestor também possa fazer chamadas de capital aos cotistas, situação essa que é compatível com seu novo *status* enquanto “prestador de serviço essencial”.

#### (b) *Considerações sobre a integralização a prazo em cotas de classe fechada (art. 30, caput)*

Sugerimos a inclusão, no parágrafo único do art. 30 da Resolução, de referência expressa à possibilidade de realização de integralização mediante chamada de capital para classes de cotas abertas. Para viabilizar a constituição de uma classe aberta que admita integralização a prazo via chamadas de capital, propomos que a Norma Editada estabeleça, de modo claro, a obrigatoriedade (i) de haver divulgação de informações (*disclosure*) sobre os procedimentos referentes às chamadas de capital nos documentos do Fundo de Investimento; e (ii) de o gestor estabelecer nos documentos do Fundo de Investimento, assim que possível, quais ativos serão adquiridos com os recursos oriundos da(s) futura(s) chamada(s) de capital.

Considerando que a regulamentação atual não prevê a possibilidade de realização de chamadas de capital em Fundos de Investimento em regime aberto, é comum que investidores celebrem acordos de investimento para regular os termos e condições de futuros aportes de recursos por tais investidores. Entendemos que a previsão expressa dessa possibilidade na regulamentação, em paridade com o regime fechado, garante maior segurança jurídica ao mecanismo de compromisso de investimento efetivo, permitindo às classes de cotas em regime aberto, quando destinadas exclusivamente a investidores qualificados, também estabelecer uma vinculação de aportes subsequentes por seus investidores.

Finalmente, não vemos óbice operacional, mas tão somente regulatório, para que cotas de classe aberta possam ser integralizadas a prazo mediante chamadas de capital por prestador de serviço essencial. Assim, em prol da liberdade de contratação, sugerimos que esse mecanismo também possa ser aproveitado nas classes abertas.

Art. 30. A integralização das cotas deve ser realizada em moeda corrente nacional, ressalvadas as hipóteses especificamente aplicáveis à a determinadas espécies e categorias de fundo.



Parágrafo único. O investimento em classes **fechadas** destinadas exclusivamente a investidores qualificados pode ser efetivado por meio de compromisso ou boletim de subscrição, mediante o qual o investidor fique obrigado a integralizar o valor do capital comprometido à medida que o **administrador prestador de serviço essencial** fizer chamadas, de acordo com prazos, processos decisórios e demais procedimentos estabelecidos no respectivo boletim ou compromisso de investimento.

#### 9.4. Subscrição de cotas por conta e ordem (arts. 33, 34, 36 e 39)

##### 9.4.1. Entidades autorizadas a subscrever cotas por conta e ordem (arts. 33 e 34)

Uma vez autorizada a distribuição, pelos administradores de carteira, das cotas dos Fundos de Investimento sob gestão ou administração, nos termos do art. 30 da Instrução CVM 558<sup>32</sup>, uma nova necessidade foi identificada por referidos gestores: realizar referida distribuição na modalidade “por conta e ordem”, conforme prevista no art. 30 e seguintes da Instrução CVM 555. Cabe destacar que tais gestores, especialmente os independentes, em sua absoluta maioria não são integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários<sup>33</sup>, porém estão autorizados a realizar a distribuição de cotas dos Fundos de Investimento sob sua gestão.

Essa autorização foi uma demanda do mercado brasileiro durante muitos anos antes de ser expressamente autorizada por essa CVM. E, em razão dela, quando foi divulgado o primeiro edital com a finalidade de atualizar as regras aplicáveis à administração de carteiras de valores mobiliários<sup>34</sup>, a própria CVM esclareceu que:

Tendo em vista o alto grau de conhecimento que os gestores têm sobre os fundos geridos, parece razoável que possam oferecer esses produtos diretamente a seus clientes, sem a necessidade de contratação de um terceiro como intermediário, que representa um custo desproporcional ao eventual benefício<sup>35</sup>.

Porém, apenas a partir de 2015 essa possibilidade passou a ser prevista na regulamentação, por meio da edição da Instrução CVM 558, a qual autorizou expressamente os gestores a realizarem a distribuição de cotas dos Fundos de Investimento por eles geridos, desde que (i) observem as normas específicas editadas por essa CVM, indicadas por referência no art. 30 da Instrução CVM 558, tais como as normas relativas a cadastro de cliente, adequação ao perfil de investidor (*suitability*) e prevenção à lavagem de dinheiro e (ii) indiquem um diretor responsável por essa atividade.

<sup>32</sup> Correspondente ao art. 33 da Resolução CVM 21, que revogará a Instrução CVM 558 em 1º de julho de 2021. Tal dispositivo mantém racional do art. 30 da Instrução CVM 558.

<sup>33</sup> Conforme previsto no art. 15 da Lei 6.385.

<sup>34</sup> Edital de Audiência Pública CVM/SDM 14/2011.

<sup>35</sup> Conforme o item 3.7 do edital da Audiência Pública CVM/SDM 14/2011.



Destacamos que a Instrução CVM 558 apenas exige que os gestores observem determinadas regras específicas para que possam realizar a distribuição de cotas dos Fundos de Investimento sob sua administração ou gestão, sem, contudo, estabelecer como condição para essa distribuição que tais administradores sejam instituições financeiras ou integrem o sistema de distribuição<sup>36</sup>.

Contudo, parte das regras que o administrador de carteiras tem de observar para realizar a distribuição de cotas de Fundos de Investimento sob sua administração ou gestão foram originalmente concebidas em contexto anterior à entrada em vigor da Instrução CVM 558 e não foram atualizadas para fazer referência expressa aos administradores de carteira que não sejam integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários<sup>37</sup>.

Dessa forma, entendemos que a interpretação dos normativos a que o art. 30 da Instrução CVM 558 faz referência<sup>38</sup> deveria ser realizada de maneira sistemática, sempre considerando eventuais adaptações necessárias para contemplar o gestor ou o administrador que atue na distribuição de cotas de Fundos de Investimento sob sua administração ou gestão – sem necessariamente ser instituição integrante do sistema de distribuição.

Ainda, destacamos que a modalidade de distribuição de cotas de Fundos de Investimento denominada de “subscrição por conta e ordem” é, justamente, uma modalidade da atividade de distribuição, atividade a qual o gestor está autorizado a exercer nos termos e limites da Instrução CVM 558, conforme descrito acima. Essa CVM, ao autorizar expressamente que o gestor realizem a distribuição de cotas dos Fundos de Investimento sob sua administração ou gestão não apresentou qualquer restrição às modalidades de distribuição em que esses poderiam atuar – sendo a única restrição ao exercício dessa atividade representada pela impossibilidade de contratação de agentes autônomos de investimento pelo gestor que não seja instituição financeira autorizada a funcionar pelo BCB.

Não obstante, a falta de previsão expressa na Instrução CVM 555 ou em outro diploma normativo causa dúvida acerca da atuação dos gestores na modalidade de distribuição “subscrição por conta e ordem”. Dessa forma, entendemos que a interpretação dos dispositivos da Instrução CVM 555,

---

<sup>36</sup> A única restrição expressamente prevista na Instrução CVM 558 para que os administradores de carteiras atuem na distribuição de cotas dos Fundos de Investimento sob sua administração ou gestão refere-se à impossibilidade de contratação de agentes autônomos de investimento pelos administradores que não sejam instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo BCB, conforme previsão do art. 30, § 2º.

<sup>37</sup> Afinal, cumpre lembrar que, antes da entrada em vigor da Instrução CVM 558, não era permitido aos administradores de carteira atuar na distribuição caso não fossem distribuidores.

<sup>38</sup> Quais sejam: Capítulos III, VII, VIII, VIII-A e VIII-B da Instrução CVM 505, íntegra da Instrução CVM 539 e íntegra da Instrução CVM 555, bem como uma releitura da medida em que a Instrução CVM 617 lhe é aplicável, considerando as atribuições relacionadas à distribuição de valores mobiliários.

assim domo dos normativos a que o art. 30 da Instrução CVM 558 faz referência<sup>39</sup>, deveria também ser realizada de maneira sistemática, sempre considerando eventuais adaptações necessárias para contemplar o gestor ou o administrador que atue na distribuição de cotas de Fundos de Investimento sob sua administração ou gestão – sem necessariamente ser instituição integrante do sistema de distribuição.

Nesse sentido, entendemos que a Norma Editada poderia avançar na regulação ao incluir, de forma expressa, a possibilidade de que os gestores que atuem na distribuição de cotas dos Fundos de Investimento sob gestão também possam fazê-lo na modalidade “por conta e ordem”.

Note-se que há preocupação bastante relevante para os gestores que mantenham relacionamento ativo com uma base de clientes próprios, a qual, por uma questão competitiva e estratégica, podem não ter interesse em dividir com o administrador ou o escriturador das cotas, que, ainda que atuem em cooperação com o gestor na qualidade de prestadores de serviço a uma mesma classe de cotas, podem atuar em competição em outras frentes do mercado de capitais, inclusive em Fundos de Investimento concorrentes, isto é, com estratégias de investimento e governança parecidas.

Dessa forma, em nossa visão, a proposta aqui expressa poderia gerar uma dinamicidade maior no mercado e possibilitar uma melhor relação comercial entre os prestadores de serviços.

Art. 33. O gestor, em nome do fundo de investimento, pode autorizar ~~o distribuidor a realizar~~ que a subscrição de cotas do fundo ~~seja feita~~ por conta e ordem ~~de seus respectivos~~ dos clientes ~~das entidades que atuem na sua distribuição~~.

Art. 34. Para a adoção do procedimento de que trata esta ~~seção~~ Subseção V, o distribuidor ou a entidade autorizada a atuar na distribuição das cotas, nos termos da regulamentação em vigor, ~~deve o gestor e o distribuidor devem estabelecer no contrato a obrigação deste último de~~ criar registro complementar de cotistas, específico para cada classe de cotas em que ocorra tal modalidade de subscrição, de forma que:

I – o ~~distribuidor~~ ~~subscritor~~ ~~por conta e ordem~~ inscreva no registro complementar de cotistas a titularidade das cotas em nome dos investidores, atribuindo a cada cotista um código de cliente e informando tal código ao administrador do fundo; e

II – o administrador, ou instituição contratada para realizar a escrituração de cotas, escreva as cotas no registro de cotistas do fundo de forma a adotar, na identificação do titular, o nome do distribuidor, acrescido do código de cliente fornecido pelo distribuidor, e que identifica o cotista no registro complementar.

~~Parágrafo único.~~ § 1º Os distribuidores e as entidades referidas no ~~caput~~ que atuem por conta e ordem de clientes devem estar autorizados a prestar os serviços de escrituração de valores mobiliários, nos

<sup>39</sup> Quais sejam: Capítulos III, VII, VIII, VIII-A e VIII-B da Instrução CVM 505, íntegra da Instrução CVM 539 e íntegra da Instrução CVM 555, bem como uma releitura da medida em que a Instrução CVM 617 lhe é aplicável, considerando as atribuições relacionadas à distribuição de valores mobiliários.

termos de norma específica, ou providenciar o depósito ou registro das cotas em entidade administradora de mercado organizado.

9.4.2. *Alienação de cota de classe fechada subscrita por conta e ordem (sem correspondência na Minuta)*

Gostaríamos de aproveitar a oportunidade da Audiência Pública CVM/SDM 8/2020 para propor aperfeiçoamos no que se refere à subscrição por conta e ordem de cotas de classe fechada, considerando nossos comentários sobre a possibilidade de subscrição por conta e ordem de entidades autorizada a atuar na distribuição dessas cotas que não integrem o sistema de distribuição de valores mobiliários, nos termos descritos no item 9.4.1 desta PARTE B.

Entendemos que, no caso da subscrição de cotas de classe fechada, sua negociação no mercado secundário poderia transferir a titularidade da cota para um terceiro que não foi acessado diretamente pelo subscritor, ainda que estes tenham relacionamento por outras vias<sup>40</sup>. Nessa hipótese, o subscritor por conta e ordem teria de converter a subscrição para a modalidade “direta”. Considerando todas as preocupações competitivas já levantadas no item 9.4.1 desta PARTE B no que se refere à entrega de dados de clientes, sugerimos que a Norma Editada considere tratar a instituição custodiante da conta de titularidade do cotista como o verdadeiro detentor dos dados desse cotista.

Dessa forma, para que possa adimplir com todas as suas obrigações impostas pela regulamentação dessa CVM – como manutenção de cadastro de clientes e monitoramento de transações suspeitas relacionadas à prevenção à lavagem de dinheiro e ao combate ao financiamento ao terrorismo –, o subscritor por conta e ordem deveria: (i) estar autorizado a custodiar a conta do investidor ou (ii) ter estabelecido uma parceria estratégica com instituição que esteja autorizada a custodiar a conta do investidor.

Entendemos que, dessa forma, seria dada uma oportunidade aos distribuidores e entidades que atuem na distribuição de proteger a confidencialidade da sua base de clientes (e, eventualmente, da base de clientes de seus parceiros comerciais<sup>41</sup>), sempre com base na liberdade contratual estabelecida nos contratos que constituam e rejam tal parceria, no contrato de distribuição, no regulamento do Fundo de Investimento e nos documentos de subscrição das cotas.

---

<sup>40</sup> Cite-se, para fins de exemplo, a situação em que tanto o vendedor quanto o comprador da cota sejam clientes do mesmo banco.

<sup>41</sup> Nesse sentido, já estamos considerando em nossa sugestão as potencialidades de compartilhamento de dados que serão proporcionadas e viabilizadas no âmbito do sistema financeiro aberto (*open banking*) para o qual caminha a regulação editada pelo CMN e pelo BCB tende a evoluir.

Em nossa visão, esses arranjos contratuais disciplinando parcerias comerciais poderão ser especialmente importantes para o desenvolvimento de modelos inovadores de serviços relacionados ao mercado de investimento. Ressaltamos, nesse ponto, o crescimento do mercado de pagamentos e a “*fintechização*” de diversos setores econômicos – fenômeno esse que atinge também o mercado de capitais e a indústria de Fundos de Investimento.

Com a possibilidade de as contas dos investidores utilizadas para recebimento de integralizações de cotas e pagamento de amortizações e resgates serem contas de pagamento, nos termos dos arts. 27 e 28 da Instrução CVM 505, espera-se que tais instituições possam realizar parcerias com intermediários e outras instituições autorizadas a distribuir cotas de Fundos de Investimento a partir da nossa sugestão neste item 9.4.2 desta PARTE B.

Grosso modo, entendemos que nossa sugestão se insere no contexto de redução de barreiras de acesso ao mercado financeiro que o BCB tem promovido, integrando as inovações disruptivas já observadas e que virão a ser observadas nos próximos anos no mercado de serviços financeiros com o mercado de investimentos. Assim, a popularização do acesso à indústria Fundos de Investimento poderá ser potencializado ainda mais por inovações regulatórias como o Pix e o sistema financeiro aberto (*open banking*).

Art. 34. Para a adoção do procedimento de que trata esta ~~seção~~ Subseção V, o distribuidor ou a entidade autorizada a atuar na distribuição das cotas, nos termos da regulamentação em vigor, ~~deve o gestor e o distribuidor devem estabelecer no contrato a obrigação deste último de~~ criar registro complementar de cotistas, específico para cada classe de cotas em que ocorra tal modalidade de subscrição, de forma que:

[...]

§ 2º Os distribuidores e as entidades referidas no **caput** que atuem por conta e ordem de clientes devem estar autorizados a prestar os serviços de custódia de uma conta, em nome do cotista, em instituição financeira ou de pagamentos autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil ou estabelecer parceria contratual com uma tal entidade.

§ 3º Em caso de extinção do contrato de parceria a que se refere o § 2º antes do resgate ou da transferência das cotas pelo cotista, bem como caso não seja estabelecida tal parceria com a entidade custodiante da conta do cotista que receber a cota a título de transferência de um cotista cuja subscrição tenha se dado por conta e ordem, a subscrição deverá ser convertida na modalidade direta.

#### 9.4.3. Voto pelo subscritor por conta e ordem em nome do cotista (art. 38)

Considerando a primazia da liberdade contratual que norteia a maior parte dos comentários apresentados a essa CVM, em linha com a LLE, entendemos que o regulamento do Fundo de Investimento ou outro documento – tais como os documentos de subscrição – possam ser utilizados para prever o que dispõe o art. 38 da Resolução e sugerimos que a mecânica nele prevista deveria ser aplicável apenas se isso estiver previsto em tal(is) documento(s). Isso se dá porque o fato de um cotista comparecer para votar na assembleia de cotistas, munido de

documentos que comprovem seu código de cliente – conforme identificável pelo registro complementar de cotistas – prejudica toda a finalidade da subscrição por conta e ordem, que é o controle sobre os dados dos investidores.

Dessa forma, sugerimos que a regra preveja liberdade contratual para que o Fundo de Investimento cujas cotas sejam distribuídas na modalidade “subscrição por conta e ordem” possam contar ou não, conforme contratado, com a faculdade do cotista de comparecer ele mesmo à assembleia de cotistas para votar, quando suas cotas tiverem sido subscritas por conta e ordem.

Com essa iniciativa, acreditamos que os votos serão preponderantemente realizados via procuração ao subscritor por conta e ordem e, com isso, almeja-se uma diminuição do absentismo.

Ainda, de modo a equiparar o subscritor por conta e ordem com outros prestadores de serviço que exerçam o direito de voto em nome de seus fiduciários, referido subscritor por conta e ordem deve manter uma política de exercício do direito de voto e disponibilizá-la gratuitamente, sem necessidade de estar em área que requer login ou uso de senha, na rede mundial de computadores.

Art. 38. Previamente à realização das assembleias de cotistas, o distribuidor que esteja atuando por conta e ordem de clientes, desde que previsto nos documentos do fundo, deve fornecer aos clientes que assim desejarem declaração da quantidade de cotas por eles detidas, indicando o fundo, a classe, se for o caso, nome ou denominação social do cliente, o código do cliente e o número da sua inscrição no Cadastro de Pessoas Físicas – CPF ou no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica – CNPJ, constituindo tal documento prova hábil da titularidade das cotas, para o fim de exercício do direito de voto.

~~Parágrafo único.~~ § 1º O distribuidor ou entidade que atue na distribuição que esteja atuando por conta e ordem de clientes pode comparecer e votar nas assembleias de cotistas, representando os interesses de seus clientes, desde que munido de procuração com poderes específicos, discriminando inclusive o dia, hora e local da referida assembleia.

§ 2º Para exercer o direito de que trata o § 1º, o subscritor por conta e ordem deve contar com uma política de exercício de direito de voto, que deve ser disponibilizada publicamente em sua página na rede mundial de computadores.

#### 9.4.4. Extinção do contrato de distribuição (art. 39)

O art. 36 da Instrução CVM 555 faculta a manutenção do investimento na modalidade por conta e ordem dos cotistas que tenham subscrito cotas nessa modalidade quando houver extinção do contrato de distribuição. Entretanto, o art. 39 da Resolução – que corresponde ao art. 36 da Instrução CVM 555 – não faculta, mas exige a conversão para a modalidade “direta” quando houver a extinção do contrato de distribuição. Entendemos que, pelo princípio da liberdade contratual e pelo espírito da LLE, essa CVM não deveria compulsoriamente obrigar essa situação.

Adicionalmente, apontamos que caso a conversão de modalidade de distribuição seja mantida como obrigatória na Norma Editada, os subscritores por conta e ordem vão sempre estar sujeitos a uma ação hostil dos administradores fiduciários, que poderão resiliir unilateralmente ou rescindir – ou ameaçar dar causa à rescisão – para receber os dados dos clientes do subscritor por conta e ordem, que seria obrigado a entregar tais dados por força de exigência regulatória. Tal conduta é claramente anticompetitiva e gera vultosa insegurança jurídica sobre a distribuição que se dá na modalidade “por conta e ordem”.

Assim, sugerimos que os agentes econômicos continuem livres para pactuar a conversão do investimento na subscrição direta, caso haja rompimento do contrato de distribuição, desde que não haja transferência de cotas – situação em que se aplicaria o disposto no art. 34 da Resolução, conforme nossa sugestão no item 9.4.1 desta PARTE B.

Por fim, sugerimos um ajuste adicional para contemplar que o contrato de distribuição pode ser extinto de forma unilateral e independentemente da vontade de uma das partes não apenas pela rescisão, mas também pela resilição.

Art. 39. O contrato firmado entre o gestor, em nome do fundo, e o distribuidor ou entidade que atue na distribuição, quando subscrever cotas por conta e ordem, deve poder prever, dentre outras matérias, que na hipótese de sua rescisão ou resilição, os clientes que sejam cotistas do fundo até a data da rescisão ou resilição, conforme o caso, manterão o seu investimento por conta e ordem até que os próprios clientes decidam pelo resgate de suas cotas, desde que o administrador e o distribuidor mantenham, em relação a tais clientes, todos os direitos e obrigações definidos nesta Seção Subseção V, pelo período em que tais clientes mantiverem o investimento.

## 10. OPA de cotas de Fundo de Investimento (sem correspondência na Minuta)

Como é de conhecimento dessa CVM, a OPA é o procedimento pelo qual um participante do mercado manifesta ao público o seu compromisso, voluntário ou por obrigação regulatória, de adquirir certa quantidade de valores mobiliários por um preço determinado<sup>42</sup>. O procedimento para a realização de OPA de ações é descrito na Instrução CVM 361 e, principalmente, visa a assegurar a isonomia e transparência no tratamento dos acionistas minoritários de uma companhia em operações envolvendo grandes quantidades de ações de sua emissão. Assim, a OPA age como um mecanismo de defesa contra grandes eventos que possam afetar negativamente os minoritários<sup>43</sup>.

<sup>42</sup> O art. 2º da Instrução CVM 361 relaciona as modalidades de OPA existentes, classificando-as entre obrigatórias e voluntárias.

<sup>43</sup> Como, por exemplo, a diminuição dos seus direitos, no caso de cancelamento do registro de companhia aberta, ou a diminuição da sua liquidez, no caso de aumento de participação do acionista controlador.

Entendemos que, assim como para os acionistas de companhias abertas, o mecanismo da OPA pode ser benéfico para os Fundos de Investimentos, na medida em que diversos eventos que ensejam as OPA de ações de companhias abertas guardam paralelos com as operações envolvendo Fundos de Investimento. Tanto isso é verdade que os FII já se utilizam do mecanismo da OPA de cotas, nos termos do disposto na Instrução CVM 472<sup>44</sup> e do Ofício-circular BM&FBovespa 50/2016.

Dessa forma, entendemos que o regulamento poderia prever a possibilidade de realização de OPA voluntárias de parte ou da totalidade de cotas do Fundo de Investimento (ou da classe, conforme a nomenclatura adotada pela Minuta), recepcionando a liberdade contratual consagrada pela LLE – de forma similar ao que já ocorre com os FII. Em face do exposto, sugerimos que o mecanismo da OPA, por possuir potencial benéfico para os cotistas de todas as modalidades de Fundos de Investimentos (ou classe de cotas, nos termos da Minuta), sugerimos a inclusão de um artigo na Norma Editada para disciplinar a realização de OPA em moldes próximos à sugestão a seguir.

Art. [•]. As ofertas públicas voluntárias que visem à aquisição de parte ou da totalidade das cotas de um fundo ou uma classe devem obedecer às regras e procedimentos operacionais estabelecidos pela entidade administradora do mercado organizado em que as cotas do fundo estejam admitidas à negociação.

Parágrafo único. O regulamento do fundo poderá prever hipóteses em que seja obrigatório a um investidor a realização de uma oferta pública de aquisição das cotas de uma classe.

## 11. Regulamento (art. 44)

### 11.1. 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, da LLE 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.

<sup>44</sup> Nos termos do art. 7º, § 3º, da Instrução CVM 472: "Art. 7º [...] § 3º As ofertas públicas voluntárias que visem à aquisição de parte ou da totalidade das cotas de um FII devem obedecer às regras e procedimentos operacionais estabelecidos pela entidade administradora do mercado organizado em que as cotas do fundo estejam admitidas à negociação".



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;

[...]

### 11.2. 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. [...] <sup>45</sup>

<sup>45</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Guidance Update No. 2016-02.** Fund disclosure reflecting risks related to current market conditions. [S./]: Division of Investment Management of the US Securities and Exchange



A atualização dos fatores de risco de acordo com estas flutuações de mercado, na regulação atual – dinâmica essa mantida pela Minuta –, dependeria de alteração do 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 de Investimento 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 essenciais<sup>46</sup>. 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 da Resolução e que seja incluído um novo artigo 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. [•]. 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 de interesse dos investidores, a critério dos prestadores de serviços essenciais:

I – qualificação dos prestadores de serviços essenciais;

---

Commission, Mar. 2016. Disponível em: <https://www.sec.gov/investment/im-guidance-2016-02.pdf>. Acesso em: 14 abr. 2021.

<sup>46</sup> 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.

II – regulamento do fundo;

III – política de investimento e público alvo do fundo;

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

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".

### 11.3. 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.

Adicionalmente, cumpre notar que é comum haver arranjos contratuais complementares e confidenciais entre o administrador e o gestor (exemplificativamente, tabelas regressivas ou progressivas a depender do capital subscrito do fundo, ou de seu patrimônio líquido). Assim, tais taxas entre esses prestadores essenciais podem flutuar, desde que a taxa total de serviços permaneça a mesma. Dessa forma, entendemos não ser necessária a abertura da divisão entre taxa de gestão e taxa de administração no regulamento, desde que esteja expressa a taxa total de serviços.

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;

[...]

§ 3º Os prestadores de serviço essenciais poderão optar por não dispor de maneira individualizada a taxa de administração e a taxa de gestão caso o regulamento disponha a taxa total de serviços.

§ 4º Para fins do correto entendimento desta Resolução e seus Anexos Normativos, as menções ao regulamento e ao regulamento do fundo abrangem também os anexos referentes às classes de cotas do fundo, se houver.

#### 11.4. Emissão de novas cotas em classe fechada (sem correspondência na Minuta)

##### (a) *Considerações sobre o capital autorizado (previsto no Anexo Normativo II)*

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 qualquer espécie ou categoria de Fundo de Investimento 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 possibilitando:

- (i) Inexistência de limite de capital autorizado. Em nossa visão, o limite do capital autorizado serve, especialmente, para resolver o problema do absentismo nas assembleias gerais dos Fundos de Investimento – especialmente em classes de cotas admitidas à negociação em mercados regulamentados e com grande pulverização da propriedade das cotas em circulação, cada vez mais comuns na indústria brasileira. Porém, a emissão de cotas dentro de um capital autorizado é uma solução temporária: a classe de cotas enfrentará dificuldade para aprovar futuras emissões, após o esgotamento do limite pré-autorizado, 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 não haja limite para a quantidade ou o valor que pode ser emitido unilateralmente pelo prestador de serviço essencial.

- (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 de recursos líquidos, é a entidade com maior e melhor visibilidade e competência para avaliar a necessidade de captação de recursos para efetivar a política de investimento 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 – de forma similar ao que já ocorre com os FIP. Assim, sugerimos que sejam incluídos os incisos XXIII e XXIV no art. 44 da Resolução.

Vale apontar que o direito de preferência exige que se conceda um prazo para que os titulares desse direito ponderem e informem se optam ou não pelo exercício. Dessa forma, a necessidade de consulta aos cotistas se desejam exercer o direito de preferência pode prejudicar um negócio que o gestor deseje realizar, pois, considerando a dinâmica de uma Oferta 476 e – principalmente – as inovações que essa CVM pretende implementar em relação às Ofertas Não Regulamentadas, nos termos da minuta anexa ao edital da Audiência Pública CVM/SDM 2/2021, uma captação de recursos poderia ser alcançada de forma muito mais célere sem essa consulta aos cotistas pré-existentes da classe de cotas. Considerando ainda que o poder de gerencial dos Fundos de Investimento deve estar dissociado da propriedade das cotas – exceto se disposto em contrário no regulamento –, conforme reforçado diversas vezes ao longo desta Manifestação, grande parte dos cotistas – especialmente aqueles de menor sofisticação – têm pouco prejuízo em ter sua

participação no patrimônio da classe de cotas diluída, pois baixo seria o interesse em exercer qualquer direito político em relação a tais cotas<sup>47</sup>.

Entendemos que essa solução recepciona a liberdade contratual consagrada pela LLE e permite mais flexibilidade na estruturação de Fundos de Investimento, considerando o público-alvo de cada classe de cotas e suas necessidades.

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.

[...]

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

### 12.1. 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 espécies 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 ao Fundo de Investimento.

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 Norma Editada<sup>48</sup>, 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-qualificados<sup>49</sup>.

Além dos argumentos relacionados à liberdade contratual para envolvimento em decisões atinentes à gestão das carteiras de cada classe de cotas, conforme mencionados acima, destacamos, também, o absentismo nas assembleias de cotistas dos Fundos de Investimento – especialmente aqueles que tenham suas cotas admitidas à negociação em mercados regulamentados e que sejam detidas de forma pulverizada, cada vez mais comuns na indústria brasileira – como fator importante que impacta a capacidade dos gestores de executarem seus mandatos, no melhor interesse dos respectivos cotistas.

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

[...]

<sup>48</sup> Que deveria limitar-se ao mínimo necessário para coibir abusos de direitos.

<sup>49</sup> Vale ressaltar que, atualmente, em virtude do excessivo controle dos cotistas sobre matérias atinentes à gestão dos Fundos de Investimento, muitos administradores e gestores de Fundos de Investimento, 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 absentismo em assembleias gerais é amplamente estudado e vemos como esse fenômeno influencia negativamente as operações dos Fundos de Investimento.

- 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.
- [...]

## 12.2. 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.

## 12.3. 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 todo<sup>50</sup>. 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.

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

Em linha com comentários apresentados na PARTE A, gostaríamos de propor que eventuais matérias objeto de deliberação pela assembleia de cotistas possam ser objeto de disposição diversa no âmbito dos respectivos regulamentos quando a classe de cotas for destinada exclusivamente a investidores qualificados.

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.

Adicionalmente, reforce-se que nossa intenção não é restringir ou limitar a voz do cotista nas questões relativas ao Fundo de Investimento ao reduzir o rol de matérias que necessariamente serão submetidas à assembleia geral de cotistas, mas tão somente adequar a Resolução, para

---

<sup>50</sup> 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.



que, na Norma Editada, tal rol de matérias abranja assuntos virados aos investidores - e não necessariamente de gestão da carteira.

Ao acatar nossas sugestões, feitas no corpo desta Manifestação, o controle sobre a atuação segundo o melhor interesse do Fundo de Investimento e de seus cotistas recairá, via de regra, sobre os prestadores de serviços essenciais, tais como o gestor – entes regulados e que estão sujeitos à supervisão dessa CVM para assegurar o cumprimento de seus deveres fiduciários.

Dessa forma, caso a mecânica aqui aventada seja adotada por essa CVM, acreditamos que haverá uma melhora em geral na qualidade da informação à disposição dessa CVM, na medida em que tais prestadores de serviço deverão documentar de forma sempre diligente os processos de tomada de decisão e suas justificativas – considerando, ainda, que essa decisão se dará de modo interno, no escopo das alçadas decisórias previstas nas políticas organizacionais adotadas e disponibilizadas em seus respectivos sítios eletrônicos<sup>51</sup>.

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

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.

#### 12.5. Aprovação das demonstrações contábeis (arts. 67, §§ 1º e 4º)

(a) *Considerações sobre a auditoria das demonstrações contábeis do Fundo de Investimento (art. 67, § 1º e §4º)*

Apesar da função de verificação da integridade das demonstrações contábeis preparadas pelo administrador do Fundo de Investimento, apontamos que a necessidade de auditoria independente tanto de cada classe de cotas quanto do Fundo de Investimento gera aumento dos custos de conformidade.

Conforme apontado acima, as demonstrações contábeis do Fundo de Investimento nada mais são que uma consolidação das demonstrações contábeis de cada classe de investimentos. Dessa forma, considerando que cada classe de cotas deverá ser submetida à auditoria por um prestador de serviço registrado junto a essa CVM, nos termos da Resolução CVM 23, sugerimos que as

---

<sup>51</sup> Nesse ponto, ressaltamos que acreditamos que a mudança promoverá também melhora nos processos de autorregulação conduzidos pela Anbima, à medida em que seus códigos de regulação e melhores práticas sejam atualizados para os termos da Norma Editada.

demonstrações contábeis do Fundo de Investimento sejam dispensadas de uma nova auditoria independente, de forma a evitar custos dobrados e retrabalho dos auditores, desde que o patrimônio do Fundo de Investimento seja dividido em classes de cotas<sup>52</sup>.

(b) *Considerações sobre a aprovação das demonstrações contábeis do Fundo de Investimento dividido em múltiplas classes (art. 67, § 1º)*

Sugerimos o aperfeiçoamento de redação do art. 67 da Minuta no sentido de que as demonstrações contábeis de cada classe de cotas, bem como a sua respectiva aprovação pelos investidores seja realizada de forma independente. A esse respeito, salvo melhor juízo dessa CVM, acreditamos que seria desnecessária a aprovação das demonstrações contábeis do Fundo de Investimento, que nada mais seria que um consolidado das demonstrações contábeis de cada classe de cotas, considerando que cada classe deverá possuir demonstrações contábeis próprias, as quais serão analisadas e aprovadas por seus respectivos cotistas.

A redação do art. 67, § 4º, da Minuta menciona a que aprovação das demonstrações contábeis de todas as classes “*implica a aprovação*” das demonstrações contábeis do Fundo de Investimento. Sugerimos que essa linguagem seja ajustada, conforme proposta abaixo, para aclarar que a aprovação das demonstrações contábeis de todas as classes “*dispensa a aprovação*” das demonstrações contábeis do Fundo de Investimento.

Art. 67. Anualmente, os cotistas devem deliberar sobre as demonstrações contábeis do fundo de investimento ou da classe de cotas, conforme o caso, fazendo-o no prazo previsto nas regras específicas de cada categoria de fundo de investimento.

[...]

§ 4º A aprovação das demonstrações contábeis de todas as classes de cotas ~~implica na aprovação das demonstrações contábeis do~~ pelas respectivas assembleias especiais de cotistas dispensa o fundo de ter de aprovar as suas demonstrações contábeis na assembleia geral de cotistas.

[...]

§ 6º Exceto pela hipótese descrita no § 2º, as demonstrações contábeis do fundo não precisam ser auditadas por auditor independente.

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

<sup>52</sup> Caso contrário, não se deveria admitir a dispensa da auditoria independente, pois não haveria uma consolidação de outras demonstrações contábeis já auditadas. Ou seja: não se pode admitir a dispensa nesse caso para não gerar arbitragem regulatória.

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 10.543/2020 – e este pela Portaria SEDGG 2.154/2021 – 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 sigilo<sup>53</sup>; e (ii) no registro de atos perante juntas comerciais<sup>54</sup>. A 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:

<sup>53</sup> Sendo, nesses casos, autorizado o uso das assinaturas eletrônicas simples e as avançadas, conforme definidas na Lei 14.063 e no Decreto 10.543/2020.

<sup>54</sup> Sendo, nesses casos, autorizado o uso das assinaturas eletrônicas avançadas, conforme definidas na Lei 14.063 e no Decreto 10.543/2020.

[...]

§ 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.

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

Adicionalmente, quando o relatório de auditoria contém 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 (i) frente ao problema do absentismo nas assembleias gerais dos Fundos de Investimento – especialmente em Fundos de Investimento que tenham suas cotas admitidas à negociação em mercados regulamentados e que sejam detidas de forma pulverizada, 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 absentismo 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 absentismo 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.

## 12.8. 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 absentismo 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.~~

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

#### **13.1. 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 de Investimento 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).

Recentes estruturas utilizadas por todas as categorias de Fundos de Investimento mostram um profundo desenvolvimento e sofisticação desses produtos, principalmente em razão do desenvolvimento e aplicação de novas tecnologias – são bons exemplos a contratação por administradores fiduciários de FIDC de (i) registradoras, (ii) custodiantes de direitos creditórios, (iii) agentes de guarda e (iv) liquidantes físicos ou eletrônicos e financeiros de direitos creditórios, conforme previstos no Anexo Normativo II, na redação da 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 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.

Nesse sentido, entendemos que lista de prestadores de serviços que podem ser contratados pelos prestadores de serviços essenciais a Fundos de Investimento – nesse caso, o administrador – não deve ser taxativa, mas exemplificativa. O mesmo comentário é feito no item 13.2.2 desta PARTE B em relação aos prestadores de serviço contratados pelo gestor.

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.

## 13.2. Gestão de recursos (art. 80, caput e §§ 1º e 5º)

### 13.2.1. Prestação de fiança, aval, aceite ou qualquer forma de coobrigação em nome do Fundo de Investimento (art. 80, caput, inciso I)

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 paralisa decisória diante do absenteísmo, 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 eventuais outorgas de garantias fidejussórias ou reais pelos respectivos Fundos de Investimento – eventuais restrições, aplicações ou limitações.

Por essas razões, sugerimos que (i) seja retirada: (a) da vedação contida no art. 87 da Resolução, conforme a redação da Minuta, e (b) da assembleia, quando for o caso, o poder de deliberar essa matéria e que (ii) seja expressamente incluída no rol de poderes do gestor elencado no art. 80 da Resolução essa matéria, de modo que possa ser deliberada pelo próprio gestor, consoante seu dever fiduciário para com os cotistas da classe que esteja prestando a garantia.

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;

[...]

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

### 13.2.2. Contratação de prestadores de serviço pelo gestor (art. 80, caput, inciso III)

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).

Recentes estruturas utilizadas por todas as categorias de Fundos de Investimento mostram um profundo desenvolvimento e sofisticação desses produtos, principalmente em razão do desenvolvimento e aplicação de novas tecnologias – são bons exemplos a contratação por gestores de FIDC de agentes de cobrança, conforme previstos no Anexo Normativo II, na redação da 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 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.

Nesse sentido, entendemos que lista de prestadores de serviços que podem ser contratados pelos prestadores de serviços essenciais a Fundos de Investimento – nesse caso, o gestor – não deve ser taxativa, mas exemplificativa. O mesmo comentário é feito no item 13.1 desta PARTE B em relação aos prestadores de serviço contratados pelo administrador.

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:

[...]

III – contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente autorizados, quando tal autorização for exigível pela regulamentação, os seguintes serviços, ~~com a exclusão de quaisquer outros não listados a seguir:~~

[...]

### 13.2.3. Responsabilidade solidária (art. 80, § 5º, inciso I)

A respeito da solidariedade, destacamos que o mercado brasileiro atualmente apresenta grande heterogenia 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 cogestor –, 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.



Nesses casos, em observância ao princípio da transparência, os documentos constitutivos dos Fundos de Investimento, 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~~

[...]

#### **14. 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, 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 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 mercado<sup>55</sup>.

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.

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.

[...]

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.

## **15. Consolidação da carteira de investimento (art. 85)**

Em relação ao art. 85, § 2º, da Minuta, sugerimos que seja dispensada a obrigação de consolidar as carteiras das classes de cotas investidas na carteira da classe de cotas investidora não apenas quando se tratar de FII ou ETF, mas sempre que as cotas investidas forem admitidas a negociação em mercado organizado de valores mobiliários. Nesse contexto, ressalte-se que se tem visto uma pluralidade cada vez maior nas espécies de emissores que atingem a bolsa de valores e, por essa razão, considerando a perenidade e estabilidade da regulamentação pretendida, sugerimos que o texto do inciso I seja expandido.

Além disso, sugerimos alguns pequenos ajustes de redação no art. 85 da Resolução para adequar a linguagem utilizada à nomenclatura utilizada ao longo da Minuta, especialmente no que se refere aos termos “fundo”, “classe” e “público em geral”.

Art. 85. As classes de cotas ~~não~~ destinadas ~~a investidores qualificados~~ **ao público em geral** que adquirirem cotas de outros fundos de investimento devem estabelecer em seu regulamento que as taxas cobradas pelos prestadores de serviços essenciais compreendem as taxas ~~dos fundos de investimento das classes de cotas~~ em que investirem.

[...]

<sup>55</sup> 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.

§ 2º As aplicações em classes de cotas nos seguintes de fundos de investimento de qualquer classe não devem ser consideradas para os efeitos do caput e do § 1º quando:

I – ~~fundos de índice e fundos de investimento imobiliário~~ cujas tais cotas sejam admitidas à negociação em mercados organizados; e ou

II – ~~fundos geridos~~ tiverem suas carteiras geridas por partes não relacionadas ao gestor do fundo investidor.

## 16. Normas de conduta (arts. 87, caput, incisos II e III, e 91)

### 16.1. 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<sup>56</sup>, a 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 vinculada 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 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 FIP e sua extensão a toda a indústria deverá maximizar os benefícios dessa faculdade para todos os Fundos de Investimento.

<sup>56</sup> Ver art. 43, inciso II, da Instrução CVM 578.

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 inadimplimentos 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 FIP<sup>57</sup>.

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 de Investimento – 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 inadimplimento de cotistas que deixem de integralizar as suas cotas subscritas; ou
- 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

<sup>57</sup> Conforme resposta da CVM ao item 3.12 do relatório de análise da Audiência Pública CVM/SDM 5/2015.

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.

## 16.2. Padrões de atuação (art. 91)

A pandemia de Covid-19 mostrou para todos que muitos dos procedimentos previstos nas regras em vigor podem vir a não ser praticáveis ou, se praticados, poderão vir a prejudicar os interesses dos cotistas em vez salvaguardá-los na hipótese de situações absolutamente excepcionais – tais como a pandemia em questão.

Citamos como exemplos: (i) a possibilidade de o gestor do FIDC renegociar termos de pagamento dos direitos creditórios em carteira sem necessidade de prévia tentativa de cobrança; (ii) o reconhecimento de provisões para devedores duvidosos em desacordo com a metodologia de cálculo prevista em regulamento; e (iii) o cálculo do valor da cota de Fundo de Investimento com base no fechamento, em vez da abertura, quando assim previsto no regulamento, no período em que a extrema volatilidade dos mercados torne operacionalmente impraticável o cálculo do valor da cota como previsto no regulamento.

Outro exemplo talvez até mais evidente é a permissão para que assembleias de titulares de valores mobiliários transcorressem virtualmente durante a pandemia – fato que, no caso de acionistas de companhias abertas, resultou na Instrução CVM 622.

Nesse sentido, destaque-se trecho do Ofício-circular CVM/SIN nº 6/2020, de 26 de março de 2020, em que se lê (sublinhado adicionado):

[...]por se tratarem de eventos que podem ir de encontro às determinações do Ministério da Saúde e as recomendações da Organização Mundial da Saúde em relação à aglomeração de pessoas, especialmente em ambientes fechados e de difícil controle de contaminação pelo vírus, a interpretação da área técnica é a de que, nas atuais circunstâncias, é justificável, à luz do interesse público, o cancelamento ou adiamento de assembleias gerais, convocadas ou não, em casos nos quais não seja possível a realização do conclave de forma remota, virtual ou por meio de consulta formal [...].

Cumpre notar que, diante da racionalidade limitada, o regulador e os agentes de mercado nunca poderão prever todas as situações possíveis e planos contingenciais ou medidas de alívio regulatório prospectivas para todos os cenários adversos possíveis e imagináveis. Tanto assim o é que é expressamente reconhecida pela jurisprudência da CVM a aplicação da regra da decisão negocial (*business judgement rule*) na análise de decisões negocial das companhias abertas, de forma que o mérito e o acerto da decisão empresarial fogem à competência do julgador ou do

regulador, desde que a decisão seja tomada de boa-fé e, no caso, no melhor interesse da companhia.

O Colegiado dessa CVM vem adotando o padrão de revisão (*standard of review*) desenvolvido a partir da jurisprudência norte-americana, cuja compatibilização com o ordenamento jurídico nacional e, em especial, com os deveres fiduciários previstos na Lei nº 6.404, já foi confirmado pela jurisprudência da CVM em diversas oportunidades<sup>58</sup> – ainda que a decisão negocial das companhias abertas não tenha sido benéfica em termos de retorno financeiro à companhia.

Corroboramos tal entendimento, na medida em que ele dá segurança jurídica às companhias para que adotem as estratégias — aqui, leia-se discricionariedade — que mais julgarem conveniente aos interesses sociais, sem que eventual erro decisório seja posteriormente interpretado como ato ilícito, digno, pois, de compensação financeira. Vejamos<sup>59</sup>:

Ao se aplicar a *business judgment rule*, restringe-se a esfera de atuação do julgador, a quem caberá analisar tão somente se o comportamento do administrador ao longo do processo decisório demonstra que ele atuou de maneira informada, refletida e desinteressada, **ainda que, posteriormente, considerando os resultados obtidos, venha a se verificar que a decisão tomada não foi a mais benéfica para a companhia**. Para evitar os efeitos prejudiciais da revisão judicial, o Poder Judiciário americano criou a chamada "regra da decisão negocial" (*business judgment rule*), segundo a qual, desde que alguns cuidados sejam observados, o Poder Judiciário não irá rever o mérito da decisão negocial em razão do dever de diligência. **A proteção especial garantida pela regra da decisão negocial também tem por intenção encorajar os administradores a servir à companhia, garantindo-lhes um tratamento justo, que limita a possibilidade de revisão judicial de decisões negociais privadas** (e que possa impor responsabilidade aos administradores), **uma vez que a possibilidade de revisão *ex post* pelo Poder Judiciário aumenta significativamente o risco a que o administrador fica exposto, podendo fazer com que ele deixe de tomar decisões mais arriscadas, inovadoras e criativas (que podem trazer muitos benefícios para a companhia)**, apenas para evitar o risco de revisão judicial posterior. Em razão da regra da decisão negocial, o Poder Judiciário americano preocupa-se apenas com o processo que levou à decisão e não com o seu mérito [sublinhados e negritos adicionados].

Guardadas as devidas proporções, acreditamos que o mesmo racional deveria ser expressamente permitido aos administradores e gestores na prestação dos seus serviços aos Fundos de Investimento, em especial considerando a necessidade de atuação ágil que tais prestadores de serviço essenciais precisarão adotar para mitigar, na medida do possível, maiores prejuízos aos Fundos de Investimento em situações de estresse excepcional.

---

<sup>58</sup> Destacamos, a título exemplificativo, os seguintes precedentes: (i) Processo Administrativo nº RJ-2014-11297, (ii) Processo Administrativo Sancionador nº RJ-2014-5099, e o (iii) Processo Administrativo Sancionador nº 18/08, todos dessa CVM.

<sup>59</sup> Trecho destacado do voto proferido no âmbito do Processo Administrativo Sancionador da CVM nº 2013/11703, julgado pelo Colegiado em 31 de julho de 2018.

Especificamente no universo dos Fundos de Investimento, o Colegiado da CVM já se manifestou acerca da aplicabilidade da regra da decisão negocial (*business judgement rule*) à conduta do gestor no âmbito do Processo Administrativo Sancionador nº 19957.000115/2019-41, no qual foi analisada a responsabilidade de um gestor pelo descumprimento dos limites estabelecidos no regulamento de um FIF “Multimercado”. Desse processo, destacamos os seguintes trechos (sublinhados adicionados):

A toda evidência, o fato de as cotas de fundo de investimento se desvalorizarem não indica por si só qualquer irregularidade ou mesmo falta de perícia do gestor, independentemente da magnitude da perda ou da velocidade em que essa se concretiza. Os investidores que aportam recursos em fundos de investimento de perfil mais arriscado o fazem na expectativa de que o gestor, com a sua perícia, irá adotar estratégias que maximizem o retorno, dado o nível de risco escolhido. Assim, desde que atue dentro dos parâmetros estabelecidos nas normas da CVM e no regulamento do fundo, o gestor não pode ser responsabilizado ainda que suas decisões de investimento venham ao final se mostrarem equivocadas.

[...]

Não há dúvidas, portanto, que a violação ao dever de lealdade somente pode ser caracterizada quando se demonstra a existência do elemento volitivo. Isso não significa, contudo, que o dolo somente pode ser demonstrado por prova direta – o elemento subjetivo, em muitos casos, é depreendido a partir de circunstâncias objetivas.

Logicamente, acreditamos que essa atuação deverá ser pautada pela transparência e consistência de informações, de forma documentada e fundamentada e sem prejuízo da responsabilidade dos prestadores de serviço (*accountability*) – tal como ocorre com a administração das companhias abertas – e não necessariamente com uma limitação regulatória.

Por essa razão, com o objetivo de preservar a essência sobre a forma, sugerimos que seja incutida na Norma Editada uma regra que ofereça parâmetros e diretrizes de atuação (*safe harbour*) nos quais os administradores e gestores de Fundos de Investimento possam se basear para tomar decisões que não estejam necessariamente previstas expressamente nos regulamentos dos Fundos administrados ou geridos, conforme o caso, no caso de vivenciarem situação extremamente excepcional de funcionamento dos mercados, quando o cumprimento do regulamento ou da regulamentação na literalidade não seja aconselhável por resultar em situação menos favorável aos cotistas ou ao interesse público, de modo que isso conflite diretamente com os deveres fiduciários que os administradores de carteiras têm para com os investidores de seus respectivos veículos de investimento.

Art. 91. Os prestadores de serviços essenciais, nas suas respectivas esferas de atuação, estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta:

[...]

§ 4º Em casos excepcionais, os prestadores de serviços essenciais, cada um em relação as suas respectivas atribuições e responsabilidades, nos termos da regulamentação aplicável, poderão, sem necessidade de autorização dos demais prestadores de serviço ou dos cotistas, e desde que de forma fundamentada e considerando o melhor interesse do fundo e dos cotistas, praticar atos que estejam em desacordo com previsões expressas do regulamento do fundo.

## **17. Destituição de prestador de serviço essencial (art. 93)**

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 Resolução.

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.



Ainda, dentre outras inovações, a Minuta reconhece o protagonismo da figura do gestor – elevado a “prestador de serviço essencial” –, a quem incumbe, entre outras funções: estruturar o Fundo de Investimento<sup>60</sup> e aprovar o regulamento do Fundo de Investimento no momento de sua constituição em conjunto com o administrador<sup>61</sup>. Esse reconhecimento por parte dessa CVM está alinhado à realidade da indústria nacional, na qual o gestor é, na maioria das vezes, a figura central do Fundo de Investimento, concebendo a estratégia econômico-financeira, a governança, as estruturas de reporte e comunicação com os investidores, entre outros, por vezes com o auxílio de assessores legais contratados para dar suporte à estruturação do produto de investimento – especialmente quando se tratar de produto inovador.

Nesse sentido, é muito comum que alguns produtos de investimento prevejam diferenças relacionadas à destituição com ou sem justa causa do gestor no regulamento, em especial no que se refere ao quórum para a deliberação em assembleia de cotistas e/ou na possibilidade de pagamento de uma multa de destituição em caso de destituição sem justa causa<sup>62</sup>. Essa cláusula se insere no contexto de uma proteção contra tomada hostil do Fundo de Investimento, à medida em que busca resguardar o trabalho do gestor empreendido no processo de concepção e estruturação do Fundo de Investimento, que ocorre anteriormente a seu registro perante a CVM.

Na regulamentação atualmente em vigor, a destituição do gestor é, em qualquer hipótese<sup>63</sup>, prerrogativa da assembleia de cotistas. Noutras jurisdições, por outro lado, é geralmente garantida liberdade para que os documentos organizacionais do veículo de investimento pactuem a forma pela qual o gestor poderá ser removido do Fundo de Investimento. Assim, algumas estruturas estrangeiras vedam a *no-fault removal*, i.e., a destituição sem justa causa.

Propomos que, exclusivamente nos Fundos de Investimento em que todas as classes sejam destinadas exclusivamente a investidores qualificados, o regulamento possa vedar a destituição do gestor sem justa causa, conforme hipóteses previstas no próprio regulamento.

Ao cingir a destituição do gestor à ocorrência de eventos de justa causa e impor um ônus econômico às destituições sem justa causa, evitam-se retiradas injustificadas e oportunistas, subtraindo do gestor o trabalho por ele empreendido – o que gera segurança jurídica para o

---

<sup>60</sup> Nos termos do art. 39, inciso I, do Anexo Normativo II.

<sup>61</sup> Nos termos do art. 6º, *caput*, da Resolução.

<sup>62</sup> São exemplos comuns de “justa causa”, pelo gestor: o descumprimento de obrigações previstas no regulamento ou na legislação aplicável que acarrete impacto material para os cotistas; descredenciamento pela CVM; dolo, má-fé ou fraude no desempenho de suas funções; prática de infrações administrativas; crimes; dissolução, liquidação ou declaração de falência ou deferimento ou homologação, conforme o caso, de plano de recuperação judicial ou extrajudicial.

<sup>63</sup> Salvo por FII.

desenvolvimento da atividade do gestor. Assim, em nossa opinião, quando os cotistas forem sofisticados, o regulamento poderia prever a mecânica ora aventada, sem prejuízo para a proteção dos investidores que – ressalte-se –, sempre que estiverem dissatisfeitos, poderão alienar suas cotas a terceiros. Dessa forma, prestigiar-se-ia ainda mais o novo papel do gestor no arcabouço regulatório do mercado de capitais brasileiro.

Art. 93. Nas hipóteses de renúncia ou descredenciamento, fica o administrador obrigado a convocar imediatamente assembleia geral de cotistas para eleger um substituto, a se realizar no prazo de até 15 (quinze) dias, sendo também facultado aos cotistas que detenham ao menos 5% (cinco por cento) das cotas emitidas, em qualquer caso, a convocação da assembleia geral.

§ 1º No caso de renúncia, o prestador de serviço essencial deve permanecer no exercício de suas funções até sua efetiva substituição, que deve ocorrer no prazo máximo de ~~30 (trinta)~~ 180 (cento e oitenta) dias, sob pena de liquidação do fundo pelo administrador.

[...]

§ 3º A destituição do gestor poderá ser condicionada à ocorrência de evento que configure justa causa para sua destituição, conforme definido no regulamento.

§ 4º O disposto no § 3º pode ser estendido ao cogestor da classe.

Caso essa CVM não concorde com a proposta aqui disposta, pedimos que considere adotá-la para quando todas as classes de cotas forem destinadas exclusivamente a investidores qualificados.

## 18. Classes restritas (arts. 96 e 97)

### 18.1. Adequação ao perfil de investimento (art. 96, caput)

Em nossa visão, a proposta de normativo trazida no *caput* do art. 96 da Minuta revoga de forma tácita, no que diz respeito ao investimento por Fundos de Investimento, conforme decidido pelo respectivo gestor, o inciso V do art. 9º-A da Instrução CVM 539.

Entendemos que isso causa mais confusão que esclarecimento, haja vista, por exemplo, as regras específicas para limites de alocação previstos na Minuta, especificamente no Anexo Normativo I e no Anexo Normativo II, que conflitariam diretamente com o previsto em tal dispositivo. Além disso, essa regra, se prevalecer, dificultará a análise das instituições intermediárias e de outras instituições que atuem na distribuição de produtos de investimento, adicionando complexidade adicional.

Por isso, sugerimos que ele não conste da Norma Editada.

Art. 96. ~~A classe de cotas destinada exclusivamente a investidores qualificados será considerada um investidor qualificado, assim como a classe destinada exclusivamente a investidores profissionais será~~

~~considerada um investidor profissional.~~ O anexo que rege o funcionamento da classe de cotas restrita deve ser explícito no que se refere à exclusiva participação de investidores qualificados ou profissionais, conforme o caso.

~~Parágrafo único.~~ O anexo que rege o funcionamento da classe de cotas restrita deve ser explícito no que se refere à exclusiva participação de investidores qualificados ou profissionais, conforme o caso.

## 18.2. Flexibilização de requisitos normativos para Fundos de Investimento que exigirem altos valores de aporte mínimo (art. 97)

Sugerimos incluir o § 3º no art. 97 da Resolução, para trazer para a Norma Editada o mesmo regramento hoje previsto no art. 152 da Instrução CVM 555, que entendemos razoável e justo para o mercado e que, portanto, recomendamos que conste na Norma Editada.

Art. 97. É permitida a permanência e a realização de novas aplicações em fundos e classes de cotas restritas a investidores qualificados ou profissionais, de cotistas que não se enquadrem nos requisitos previstos em regra específica, desde que tais cotistas tenham ingressado em concordância com os critérios de admissão anteriormente vigentes.

§ 1º Podem ser admitidos como cotistas de uma classe para investidores qualificados, *seja ela aberta ou fechada*, os ~~empregados~~ funcionários ou sócios das instituições administradoras ou gestoras ou sociedades a elas ligadas, desde que expressamente autorizados pelo diretor responsável da instituição perante a CVM.

[...]

§ 3º As classes de cotas de fundos de investimento exclusivos e aquelas que sejam destinadas exclusivamente a investidores qualificados que exijam a aplicação mínima por investidor de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) podem se utilizar de todas as dispensas aplicáveis às classes de cotas que sejam restritas a investidores profissionais.

## 19. **Fundos de Investimento exclusivos (art. 98, parágrafo único)**

A Minuta prevê que todos os Fundos de Investimento "exclusivos", assim caracterizados na forma do art. 98, *caput*, da Resolução<sup>64</sup>, 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"*.

<sup>64</sup> 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. [...]".

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.

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 ilícitos<sup>65</sup>. Porém, em qualquer caso, devemos (i) ter em mente que inexistem qualquer restrição legal ou regulatória à constituição, manutenção e operação de um Fundo de Investimento com único cotista ou cujos cotistas sejam todos vinculados por um mesmo interesse indissociável – pelo contrário: esses Fundos de Investimento estão expressamente previstos e cobertos pela regulação e pela autorregulamentação aplicável – e (ii) presumir a boa-fé e a licitude dos negócios jurídicos – caso contrário, estaríamos a negar não apenas um dos princípios da LLE, mas o 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 como veículos de gestão de patrimônio por famílias e *family offices*, mas também como veículo comumente utilizado por investidores institucionais para segregação da estratégia de investimentos em segmentos de atuação, ou mesmo para consolidação das aplicações, no Brasil<sup>66</sup> e no exterior<sup>67</sup>. Diversos investidores institucionais estrangeiros – incluindo fundações, fundos soberanos, *endowments*, organismos multilaterais e de fomento – já fazem uso de veículos de investimento exclusivos para consolidação dos seus investimentos no Brasil e diversos outros aguardam especificamente o marco regulatório que possibilitará a limitação da responsabilidade do cotista e, portanto, a equiparação dos Fundos de Investimento aos fundos e veículos internacionais – possibilitando o

---

<sup>65</sup> Nessas situações, o cotista detém ingerência efetiva sobre a operacionalização e gestão do Fundo de Investimento 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.

<sup>66</sup> Destacamos aqui o chamado “fundo de investimento especialmente constituído” previsto na regulamentação securitária, que, nos termos da Resolução CNSP 348, é: “o fundo de investimento especialmente constituído ou o fundo de investimento em [c]otas de fundos de investimento especialmente constituídos, cujos únicos [cotistas sejam, direta ou indiretamente, sociedades seguradoras e entidades abertas de previdência complementar ou, no caso de fundo com patrimônio segregado, segurados e participantes de planos VGBL – Vida Gerador de Benefício Livre ou PGBL – Plano Gerador de Benefício Livre” [sublinhado adicionado]. Nesse contexto, é comum que tais Fundos de Investimento, para serem “fundos de investimento especialmente constituídos”, recebam aportes de uma única entidade seguradora.

<sup>67</sup> Por exemplo, entidades fechadas de previdência complementar são, em diversos casos, cotistas exclusivos de estruturas de FIC-FIF ou FIF – especialmente aqueles da categoria “Multimercado” – que investem em ativos no exterior.

enquadramento dos Fundos de Investimento às suas políticas internas de investimento e de *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 cotista<sup>68</sup>.

A nosso ver, o eixo que deveria delimitar se um Fundo de Investimento exclusivo pode, ou não, se valer da limitação de responsabilidade para seu(s) cotista(s) deveria ser a manutenção da discricionariedade do gestor para a execução da política de investimentos, nos moldes estabelecidos no regulamento e não a dispersão da propriedade das 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 comitê de investimentos ou por meio de decisões da assembleia de cotistas), estaria quebrada a limitação da responsabilidade, haja vista a desvirtuação da estrutura típica de mercado de capitais que prevê segregação entre administração e propriedade<sup>69</sup>.

Ressaltamos que o conceito acima tem como referência 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

---

<sup>68</sup> Respectivamente, o agente o principal, na perspectiva do conflito de agência.

<sup>69</sup> 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 seria, nesse contexto, a ingerência nos poderes de gestão atribuídos ao gestor, nos termos da nova regulamentação.

ilimitada no contexto da *partnership*<sup>70</sup>. Nesse sentido, destacamos considerações sobre a estrutura societária aplicável de acordo com as leis de Delaware<sup>71</sup>:

*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. [...]*<sup>72</sup>

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 Civil<sup>73</sup>].”

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?

---

<sup>70</sup> Tratar-se, pois, de papéis análogos aos sócios comanditários e ao sócio comanditado, respectivamente, numa sociedade em comandita simples (ver nota de rodapé nº 73).

<sup>71</sup> DEL. CODE ANN. Tit 6. §17

<sup>72</sup> BRESLOW, Stephanie; PHYLLIS, Schwarts. **Private Equity Funds**: Formation and Operation. 2<sup>nd</sup> Ed. Nova Iorque (NY, EUA): Practising Law Institute, 2017. pp. 4-100.

<sup>73</sup> 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”.

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.~~ § 1º O regulamento não pode limitar a responsabilidade de cotista de fundo exclusivo que tenha ingerência nos atos de gestão da carteira incluindo por meio de decisões da assembleia de cotistas, comitê e/ou conselho formado exclusivamente pelo(s) cotista(s) exclusivo(s) e/ou em relação ao qual este(s) tenha poder de decisão.

§ 2º Caso o cotista de fundo exclusivo exerça ingerência sobre os atos de gestão da carteira, nos termos do § 1º, ficará automaticamente descaracterizada a limitação de sua responsabilidade com relação a tais atos.

## 20. Encargos (arts. 100 e 101)

### 20.1. Rol de encargos (art. 100, caput)

#### (a) *Considerações sobre o pagamento de rebate (art. 100, inciso XIII)*

Sem prejuízo do disposto no ~~subitem (c)~~ abaixo, sugerimos, adicionalmente, um ajuste no inciso XIII do art. 100, de modo a deixar expressa a possibilidade de que classes de cotas possam realizar pagamentos a Fundos de Investimento investidores na hipótese de acordos de remuneração, uma vez que esses Fundos de Investimento também podem fazer parte de estruturas de investimento com Classe Máster e Classe Feeder ou outros arranjos que prevejam a aplicação de recursos em classes de cotas específicas e que, nesse contexto, podem estar sujeitos a acordos de remuneração entre si.

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

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 de Investimento, independentemente do efetivo investimento.

#### (c) *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 CVM<sup>74</sup>. 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

<sup>74</sup> 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.



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 da Resolução seja flexível, cabendo aos prestadores de serviço essenciais e investidores negociar, no caso-a-caso, a lista de despesas e encargos que poderão ser suportados pela classe de cotas.

Em linha com nossos comentários relacionados à possibilidade de contratação e remuneração de outros prestadores de serviço além da lista taxativa atualmente prevista na Minuta<sup>75</sup>, acreditamos que o Brasil está apenas no início de um processo de revolução tecnológica que promoverá maior eficiência e segurança às empresas e aos 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 por uma classe de cotas ou por um Fundo 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.

---

<sup>75</sup> Conforme indicados nos itens 13.1 e 13.2.2 desta PARTE B.



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 anumerados 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.

## 20.2. Pagamento da Taxa de Fiscalização (sem correspondência na Minuta)

Com relação ao disposto no inciso I do art. 100 da Resolução, questionamos essa CVM se, no caso de Fundo de Investimento com diversas classes de cotas, será devida Taxa de Fiscalização única pelo Fundo de Investimento ou se cada classe de cotas deverá pagar Taxa de Fiscalização como se Fundo de Investimento distinto fosse.

Entendemos que a divisão de cada patrimônio do Fundo de Investimento em classes proposta por essa CVM para fins de regulamentação da segregação de patrimônio trazida pela LLE

considera que os regimes informacional e de fiscalização dessa CVM são atualmente baseados no patrimônio do Fundo de Investimento<sup>76</sup> e tem por objetivo a manutenção desses regimes.

Sem prejuízo, entendemos que, para que tal inovação possa ser devidamente utilizada pelo mercado e beneficiar os investidores, a criação de patrimônios segregados deverá, em última análise, diluir gastos – e não os replicar. Dessa forma, sugerimos que a Resolução seja expressa no sentido de que cada Fundo de Investimento com diversas classes de cotas pague apenas o montante equivalente a 1 (uma) Taxa de Fiscalização.

Caso a proposta acima não seja aceita, sugerimos que cada Fundo de Investimento com diversas classes de cotas pague o montante equivalente a 1 (uma) Taxa de Fiscalização, acrescido de determinado montante fixo por classe de cota adicional.

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:

[...]

§ 2º Dos fundos com mais de 1 (uma) classe de cotas será cobrada apenas 1 (uma) taxa de fiscalização do mercado de valores mobiliários, conforme prevista na Lei nº 7.940, de 1989.

## **21. Insolvência (arts. 105 e 106)**

### **21.1. 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 da Resolução devem, necessariamente, ser realizados pelo gestor, uma vez que os ativos que compõem a carteira da classe impactam diretamente o patrimônio líquido. A título de exemplificação, a elaboração de um plano de resolução que contenha uma análise das causas e circunstâncias que resultaram no

---

<sup>76</sup> Ver, como exemplo, a obrigação de envio de balancetes, informes trimestrais, Composição e Diversificação das Aplicações – CDA *etc.*

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 solvência da carteira a despeito do patrimônio líquido negativo (art. 105, caput)*

Gostaríamos de ressaltar que existem determinadas situações em que um Fundo de Investimento ou uma classe de cotas será solvente, a despeito de ter o patrimônio líquido negativo. A esse respeito, citamos texto de DANIEL WALTER MAEDA BERNARDO que comenta sobre a competência regulatória dessa CVM para disciplinar o § 1º do art. 1.368-E do Código Civil<sup>77</sup>:

Não há dúvida de que, além do que a legislação aplicável impõe no particular, há diversos benefícios na regulamentação do tema em comento pela CVM. A Autarquia pode legitimamente, por exemplo, nos limites do seu poder regulamentar a ser exercido no interesse da sociedade em geral e do conjunto de participantes do mercado de capitais interessados nos fundos de investimento, dispor sobre a situação que caracteriza que um fundo "não possui patrimônio suficiente para responder por suas dívidas"<sup>78</sup>.

Assim, citamos como exemplos de situações em que uma carteira pode estar com patrimônio líquido negativo sem estar com dificuldade de responder por suas dívidas<sup>79</sup>:

- (i) Consolidação de balanços de sociedades investidas. O Fundo de Investimento que consolide em suas demonstrações contábeis as demonstrações contábeis das sociedades que emitem os ativos investidos – notadamente os FIP –, o balanço patrimonial do Fundo de Investimento poderá apresentar patrimônio líquido negativo se houver uma sociedade com grande montante de perdas acumuladas, enquanto todas as outras sociedades da carteira estarão apresentando lucros. Nessa situação, naturalmente, o Fundo de Investimento não estará insolvente, uma vez que o patrimônio de cada uma dessas entidades investidas é limitado ao valor do capital social subscrito pelo Fundo de Investimento.

---

<sup>77</sup> Na íntegra: "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".

<sup>78</sup> BERNARDO, Daniel Walter Maeda; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos. Notas sobre os fundos de investimento à luz da Lei da Liberdade Econômica. p. 38. In: HANSZMANN, Felipe; HERMENETO, Lucas (org.) **Atualizações em direito societário e mercado de capitais: fundos de investimento**. Vol. V. Ed. especial. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2021. pp; 31-42.

<sup>79</sup> Não temos pretensão de sermos exaustivos com os exemplos apresentados.

- (ii) Chance de perda em litígios. As normas contábeis em vigor determinam que Fundos de Investimento devem constituir provisões para litígios em que estejam envolvidos que apresentem chance de perda possível ou provável. Porém, tais litígios podem se estender por anos sem que seja necessário realizar qualquer desembolso de caixa, uma vez que o pagamento de qualquer condenação pecuniária em sede judicial ou arbitral só é exigível a partir de decisão final contra a qual não caiba recurso com efeito suspensivo. Nesse contexto, um Fundo de Investimento pode estar solvente apesar de suas demonstrações contábeis apresentarem patrimônio líquido negativo.

Nos casos descritos acima e em outros casos em que os prestadores de serviços essenciais, no seu melhor juízo, tenham fundamentadas razões para entender que o Fundo de Investimento ou a classe de cotas, conforme o caso, não está insolvente apesar do patrimônio líquido negativo, sugerimos que estes estejam dispensados de elaborar o plano de resolução de patrimônio líquido negativo e a consequente necessidade de submissão da matéria à assembleia de cotistas, sem prejuízo da hipótese descrita no item 12.4 desta PARTE B.

Ressaltamos que, na hipótese levantada neste subitem (b), o administrador e o gestor devem manter registros aptos a comprovarem o racional que justifique a decisão, no escopo de seu dever fiduciário, de não elaborar o plano de ação de resolução de patrimônio negativo, indicando as razões pelas quais consideram que a classe de cotas ou o Fundo de Investimento, conforme o caso, deve ser considerado solvente em relação a suas obrigações.

- (c) *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 Norma Editada, em nossa visão, agirá como desincentivo à constituição de classes.

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 em 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 classes que estiverem saudáveis.

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 Civil<sup>80</sup>, 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 classes ou veículo de investimento 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 plenamente a tutela de interesse para a qual foi regida*”<sup>81</sup>. 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 intendência 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 cotas<sup>82</sup>.

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

<sup>80</sup> 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”.

<sup>81</sup> MAXIMILIANO, Carlos. **Hermenêutica e Aplicação do Direito**. 21ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018. p. 139.

<sup>82</sup> Imagina-se que a análise do Poder Judiciário será semelhante àquela feita nas recuperações judiciais e falências de incorporadoras, em que se reconhecem os patrimônios separadas das sociedades de propósito específico, mas, havendo abusos, estes são envolvidos no plano de recuperação ou na massa falida, conforme o caso.

[...]

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, ~~deve~~ **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.

[...]

§ 5º Os prestadores de serviços essenciais ficam desobrigados ao disposto neste artigo caso, apesar de o patrimônio líquido do fundo ou da classe de cotas, conforme o caso, estar negativo, houver razoáveis motivos para que o fundo ou a classe de cotas, conforme o caso, seja considerado solvente em relação a suas obrigações.

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

Acreditamos que a redação original da Resolução, conforme apresentada na Minuta, 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.

Além disso, ajustamos a redação na linha do nosso comentário no item 21.1 – em especial o subitem (c) – desta PARTE B.

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.**

## 21.3. Créditos privilegiados na insolvência (sem correspondência na Minuta)

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 de Investimento, 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 de Investimento está passando por um momento de estresse. 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 de Investimento. E, na maioria das vezes, o incentivo à que esses prestadores de serviço renunciem por falta de recebimento dos valores que lhe são devidos e, portanto, forca-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 Civil<sup>83</sup>.

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.

## 22. Liquidação (art. 111)

<sup>83</sup> Na íntegra: "Art. 965. Goza de privilégio geral, na ordem seguinte, sobre os bens do devedor: [...] VIII – os demais créditos de privilégio geral".

Dentre as previsões do art. 111 da Resolução, destacamos o inciso V do *caput*, que, em termos simples, neutraliza eventual desenquadramento de carteira, para fins regulatórios, no âmbito de liquidação de um Fundo de Investimento ou de uma classe de cotas.

Conforme já apontamos, entendemos a necessidade de harmonizar as previsões tributárias e as inovações regulatórias ora propostas. Nesse sentido, sugerimos que a legislação tributária, ou sua interpretação pela RFB, no que for cabível, passe a refletir as exceções do art. 111 da Resolução – sobretudo o inciso V do *caput* –, de modo que eventual desenquadramento da carteira no âmbito de liquidação não gere consequências tributárias, desde que o desenquadramento seja momentâneo e de modo aderente ao plano de liquidação.

De fato, é de se esperar que quando o Fundo de Investimento ou a classe de cotas entra em processo de liquidação, pode haver o descumprimento episódico das regras de composição de carteira, uma vez que o gestor deverá atuar de modo a monetizar os ativos integrantes da carteira para permitir a entrega dos recursos líquidos aos cotistas. Ausente regra específica, o descumprimento dessas regras decorrentes do processo de liquidação do Fundo pode acarretar aos cotistas a aplicação de tratamento tributário mais oneroso.

Nesse sentido, sugerimos que o tratamento tributário aplicável seja fixado com base na composição da carteira quando da deliberação da liquidação, e seja assim mantido durante o processo de liquidação, pendente o devido alinhamento com a regulamentação da RFB.

### **23. Prazo para adaptação (art. 122)**

Acreditamos que o prazo originalmente proposto de 60 (sessenta) dias para a entrada em vigor da Resolução 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, 180 (cento e oitenta) dias 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 Norma Editada 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 CVM.



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

\* \* \*

## **PARTE C**

### **COMENTÁRIOS AO ANEXO NORMATIVO I À RESOLUÇÃO**

Esta PARTE C foca especificamente nos impactos da Minuta para os FIF – nova nomenclatura dos Fundos de Investimento atualmente regulados pela Instrução CVM 555 –, quais sejam, os Fundos de Investimento das categorias renda fixa, ações, cambiais e multimercado. Assim como nas demais partes desta Manifestação, os pontos apresentados estão devidamente acompanhados de argumentos e fundamentações, bem como das respectivas sugestões de redação para o dispositivo em específico.

Os FIF representam hoje uma importante alternativa de investimento para a população brasileira. De acordo com dados da Anbima<sup>84</sup>, a indústria brasileira de Fundos de Investimento movimentava aproximadamente R\$ 6,1 trilhões do mercado, sendo que desse total, R\$ 5,3 trilhões está concentrada nos FIF (cerca de 86,89%), notadamente em FIF das categorias “Renda Fixa” e “Multimercado”.

Essa grande atratividade decorre principalmente do fato de que os FIF permitem o acesso, pelos mais variados tipos de investidores, a estratégias diversificadas de investimento disponíveis no mercado, incluindo variação de taxa de juros, oscilação do preço de ações, variação dos preços de moeda estrangeira, dentre outros. Diante desse volume expressivo, os FIF também são responsáveis por movimentar uma parcela relevante do mercado financeiro e de capitais, representando hoje uma importante fonte de captação de recursos para as companhias brasileiras, viabilizando a injeção de recursos, geração de empregos, renda e impostos.

Em razão disso, a modificação das regras aplicáveis aos FIF é necessária não apenas para acomodar as novas disposições da Resolução, mas também para contribuir para a evolução e fomento do mercado brasileiro – o que nos parece ser em grande parte as sugestões trazidas por essa CVM no âmbito da Minuta.

Dentre as principais modificações propostas por essa CVM no Anexo Normativo I, destaca-se a flexibilização para que os FIF destinados ao varejo possam investir até 100% (cem por cento) do seu patrimônio em ativos no exterior, acompanhando o mesmo racional da nova regra de BDR editada por essa CVM na Resolução CVM 3 que, dentre outras coisas, permitiu que investidores de varejo adquiram BDR Nível I, antes restritos apenas a investidores qualificados. A nosso ver,

---

<sup>84</sup> ANBIMA. Consolidado Histórico de Fundos de Investimento. Fevereiro/2021. [S./: Associação Brasileira dos Mercados Financeiro e de Capitais, 22 mar. 2021 17h30. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt-br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm>. Acesso em: 27 mar. 2021.

referida inovação em meio a um momento de pandemia e taxa de juros reduzida é extremamente importante para possibilitar a diversificação dos investimentos por parte dos gestores.

Conforme exaustivamente reiterado ao longo desta Manifestação, encorajados pela LLE, grande parte dos nossos comentários ao Anexo Normativo I se baseia num ambiente livre de pactuação entre as partes, sempre mantendo foco na transparência e na consistência de informações e proteções contratuais disponibilizados aos investidores, bem como no estímulo ao bom desenvolvimento da indústria de Fundos de Investimento e *asset management*, os quais apresentam benefícios tão evidentes à economia real, com injeção de recursos em companhias e empreendedores, acesso ao crédito, geração de empregos, renda e tributos.

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

\* \* \*

## **1. Definições (art. 2º)**

### **1.1. “Ativos financeiros” (art. 2º, inciso I, alínea “c”)**

#### **(a) *Considerações sobre o investimento em debêntures privadas (art. 2, inciso I, alínea “c”)***

Nos termos do Ofício-circular CVM/SIN 5/2014, é permitida a aplicação de recursos dos FIF em debêntures de emissão privada, isto é, que não tenham sido objeto de registro de oferta pública de distribuição nessa CVM, ao amparo do que dispõe o art. 2º, inciso V, alínea “c”, do Anexo Normativo I.

Nesse sentido, vale destacar que, assim como acontece com os demais ativos financeiros integrantes da carteira do FIF, o investimento em debêntures privadas deve observar os limites de concentração por emissor e por modalidade de ativos financeiro previstos na regra. Além disso, o gestor deverá possuir procedimentos de acesso às informações e documentos necessários para a precificação e avaliação das debêntures caso os emissores das debêntures não sejam companhias registradas junto a essa CVM.

Sendo assim, entendemos ser oportuna a inclusão dessa previsão no Anexo Normativo I para evitar eventual inconsistência entre normativos esparsos emitidos por essa CVM e a Norma Editada.

#### **(b) *Considerações sobre o investimento em ações de emissão de companhias de capital fechado (sem correspondência na Minuta)***

Em nossa visão, a vedação à aquisição de ações de emissão de companhias de capital fechado por vezes limita a capacidade do gestor de tomar proveito de oportunidades de investimento em

tais emissores, principalmente em estruturas de investimento em *private equity*, cujas empresas possuem alto potencial de geração de caixa e abertura de capital no horizonte.

Nesses casos, o gestor costuma ter acesso às informações da companhia, ainda que seja de capital fechado, podendo, inclusive, celebrar acordos para melhorar a transparência e o regime informacional entre o emissor e os fundos, na mesma linha do que já é feito hoje com as debêntures privadas mencionadas no subitem (a) acima.

Corroborando com isso o fato de que determinados FIF, atualmente regulados pela Instrução CVM 555, podem ter exposição indireta a ações de companhia de capital fechado, a depender do público-alvo de suas cotas.

Isso posto e em linha com a liberdade contratual apresentada pela LLE, sugerimos que os FIF possam adquirir ações de emissão de companhias fechadas, desde que até um determinado limite. Isso proporcionaria maior flexibilidade ao gestor e, ao mesmo tempo, limitaria a exposição do FIF a esse tipo de ativo, que muitas vezes não possui a mesma liquidez de uma ação de companhia aberta admitida a negociação no mercado de bolsa.

Na esteira dos princípios trazidos e encorajados pela LLE, sugerimos que os limites de investimento em ações de emissão de companhia de capital fechado sejam diferenciados de acordo com o público-alvo da classe de cotas do FIF, de modo que: (i) classes de cotas destinadas ao público em geral possam investir até 10% (dez por cento) do seu patrimônio, (ii) classes de cotas destinadas exclusivamente a investidores qualificados possam investir até 20% (vinte por cento) de seu patrimônio e (iii) classes de cotas destinadas exclusivamente a investidores profissionais possam investir até 50% (cinquenta por cento) de seu patrimônio nesses ativos.

Alternativamente, caso essa CVM não acate a sugestão indicada neste item (b) da PARTE C, sugerimos que a vedação para aquisição de ativos de emissão de companhias fechadas não seja aplicável a classes destinadas exclusivamente a investidores qualificados e profissionais.

**(c)** *Considerações sobre a inclusão de criptoativos no rol de ativos financeiros (sem correspondência na Minuta)*

De forma a acompanhar constante evolução do mercado de criptoativos<sup>85</sup> e o apetite dos investidores brasileiros por esse tipo de investimento<sup>86</sup>, sugerimos a inclusão desse ativo no rol

---

<sup>85</sup> Desde 2013, foram criados, no mundo, mais de 800 fundos de investimento em criptoativos (MITCHELL, Eddie. Best Performing Cryptocurrency Funds for 2021. **Bitcoin Market Journal**. 13 Dec. 2020. Disponível em: <https://www.bitcoinmarketjournal.com/cryptocurrency-funds/>. Acesso em: 13 abr. 2021).

<sup>86</sup> Já em 2018, o número de brasileiros investindo em criptomoedas superava o número de brasileiros investindo em ações de empresas listadas no segmento "BM&FBovespa" da B3 (NEVES, Luciana. Número de brasileiros que investem em criptomoedas chega a 1,4 milhão. **André Bona**. 13 mar. 2018 13h00. Disponível em:

de ativos financeiros permitidos para investimento pelos FIF, em linha com as manifestações recentes dessa CVM sobre o assunto.

Nos termos do Ofício-circular CVM/SIN 11/2018, os FIF estão autorizados a investir em criptoativos no exterior, entre outros ativos negociados em jurisdições estrangeiras, desde que admitidos e regulamentados em sua jurisdição de origem e que os administradores e gestores do fundo local observem as diligências necessárias para a aquisição desse tipo de ativo.

Não obstante, é de se esperar que a ascensão da indústria dos criptoativos se consolide cada vez mais ao Brasil, especialmente suas melhorias regulatórias – sendo esperado que esses ativos possam, no futuro próximo, ser negociados em plataformas de negociação brasileiras, desde que cumpridos os requisitos que venham a ser discutidos e determinados por essa CVM. Com isso em vista e considerando os entendimentos dessa CVM no sentido de admitir a possibilidade de que os FIF possam investir em criptoativos no exterior, não vemos razão para não admitir o investimento, também, em criptoativos nacionais – desde que cumpridos os requisitos que venham a ser discutidos e determinados por essa CVM.

Nessa esteira, entendemos ser oportuna a inclusão desse tipo de ativo, sejam eles emitidos e/ou negociados no Brasil ou no exterior, no rol dos ativos financeiros passíveis de aquisição pelos FIF, até mesmo para suprir o descasamento atualmente existente entre normativos esparsos emitidos por dessa CVM e a Instrução CVM 555.

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

I – ativos financeiros:

[...]

- c) ~~desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM,~~ ações de emissão de companhias de capital aberto ou fechado, debêntures, bônus de subscrição, cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, certificado de depósito de valores mobiliários – BDR, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, que não os referidos na alínea “d”;

[...]

- f) quaisquer títulos, contratos e modalidades operacionais de obrigação ou coobrigação de instituição financeira; ~~e~~
- g) **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

<https://andrebona.com.br/numero-de-brasileiros-que-investem-em-criptomoedas-chega-a-14-milhao/>. Acesso em: 13 abr. 2021).

créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais, desde que expressamente previstos no regulamento; e

h) criptoativos, negociados no Brasil ou no exterior, desde que o ambiente de negociação no qual tais ativos sejam negociados sejam regulamentados e/ou supervisionados por entidade reconhecida e/ou regulador próprio da jurisdição correspondente.

[...]

## 1.2. “Taxa máxima de distribuição” (art. 2º, inciso XIV)

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 a Fundos de Investimento, 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, incluindo FIF –, sugerimos alterar a locução “expresso em percentual anual do patrimônio do fundo”, para possibilitar que cada regulamento estabeleça como a taxa máxima de distribuição será calculada.

Considerando o disposto acima, sugerimos que a redação do art. 2º do Anexo Normativo I, na Norma Editada, vigore da seguinte forma, sem prejuízo de demais ajustes de conformidade que serão necessários ao longo do documento, principalmente para prever os limites de investimento do item (b) desta PARTE C.

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

[...]

XIV – taxa máxima de distribuição: taxa debitada da classe de cotas, representativa do montante total para remuneração dos distribuidores de cotas, calculada com base nos critérios estabelecidos no regulamento, ~~expresso em percentual anual do patrimônio líquido (base 252 dias);~~

## 2. **Regulamento (art. 18) e Limites por Modalidade de Ativo Financeiro (art. 45)**

### 2.1. Capital autorizado (previsto no Anexo Normativo II)

Conforme mencionado acima, o instituto do “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, já está sedimentado na indústria e deveria se aplicar a todas as espécies de Fundos de Investimento.

Em razão disso, sugerimos que os regulamentos dos FIF prevejam os termos e condições nos quais poderão ser emitidas novas cotas, conforme indicado no item 11.4 da PARTE B – em especial o subitem (a) – acima em relação a todos os Fundos de Investimento. Contudo, caso essa CVM não concorde com a nossa sugestão na Resolução, sugerimos que ao menos o art. 18 do Anexo Normativo I preveja, de forma expressa, que os regulamentos dos FIF poderão dispor sobre a existência ou não de capital autorizado.

## 2.2. Direito de preferência (sem correspondência na Minuta)

Sobre esse tema, em linha com o disposto acima, acreditamos que os regulamentos dos Fundos de Investimento deveriam poder prever a existência, ou não, de direito de preferência na subscrição de novas cotas a quem já for cotista, considerando, no caso concreto, as peculiaridades da estrutura, bem como os termos e condições que poderão ser aplicáveis a esse direito de preferência.

Nessa esteira, fizemos uma sugestão no item 11.4 da PARTE B – em especial o subitem (b) – para incluir na Resolução, na Norma Editada, uma previsão no sentido de que o regulamento possa estabelecer “*os termos e condições em que os atuais cotistas farão jus a direito de preferência*”. Contudo, caso esta CVM não concorde com a nossa sugestão, sugerimos que o Anexo Normativo I preveja que o regulamento do FIF possa prever livremente os direitos de preferência aplicáveis aos cotistas, em linha com os preceitos da LLE.

Conforme já argumentado acima, e considerando que o exercício do direito de preferência se dá no âmbito de novas emissões, as quais, por sua vez, visam a captar recursos para aplicação em ativos condizentes com a política de investimento do FIF, a necessidade de consulta aos cotistas com relação ao exercício de seu direito de preferência e o prazo para fazê-lo pode por vezes prejudicar a capacidade de o FIF tempestivamente captar os recursos necessários de modo a aproveitar as oportunidades de investimento e as janelas de mercado. Em razão disso, sugerimos que os prestadores de serviço essenciais disponham de liberdade contratual para negociar e estabelecer o direito de preferência nos regulamentos dos FIF, de acordo com as peculiaridades de cada estrutura.

Dessa forma, sugerimos as seguintes inclusões dentre os incisos do art. 18 do Anexo Normativo I:

Art. 18. Em acréscimo às matérias previstas no art. 44, § 1º, da Resolução, o regulamento do ~~fundo de investimento~~ FIF deve dispor sobre as seguintes matérias:

[...]

V – diferenciação entre as subclasses, se houver, nos termos do art. 7º deste Anexo I; e

VI – possibilidade ou não de emissão de novas cotas a critério do gestor, sem necessidade de aprovação em assembleia geral de cotistas;

VI – termos e condições em que os atuais cotistas farão jus a direito de preferência, se for o caso.

### 2.3. Investimento em cotas de FIP e demais limites por modalidade de ativo financeiro (art. 45)

Entendemos que os FIF e FIC-FIF também deveriam poder investir em cotas de FIP, nos mesmos moldes e limites de investimento das cotas de FII, FIDC e FIC-FIDC.

Nos termos do art. 45 do Anexo Normativo I, as classes de cotas de FIF destinadas ao público em geral podem investir até 20% (vinte por cento) do seu patrimônio em cotas de FII, FIDC e FIC-FIDC., podendo referido limite ser dobrado ou ilimitado, caso no caso de classes destinadas exclusivamente a investidores qualificados ou a profissionais, respectivamente.

Embora, na presente data, os FIP sejam restritos a investidores qualificados<sup>87</sup>, entendemos que tal argumento não justifica a limitação atualmente existente para que os FIF possam investir em cotas de FIP. Isso porque o atual art. 103, *caput*, incisos I, alíneas “g” e “h”, da Instrução CVM 555 possibilita aos FIF adquirirem cotas de FIDC e FIC-FIDC, que hoje também são restritos a investidores qualificados e o art. 103, *caput*, inciso II, alínea “b”, da Instrução CVM 555, que possibilita aos FIF adquirirem cotas de FIDC-NP, que hoje são restritas a investidores profissionais. Analogamente, o atual art. 119, § 6º, inciso I, da Instrução CVM 555 autoriza os FIC-FIF a investirem em cotas de FIDC e o art. 119, § 6º, inciso II, da Instrução CVM 555 autoriza os FIC-FIF a investirem em cotas de FIDC-NP. Por sua vez, os arts. 45, inciso I, alínea “d”, e 61, § 7º, inciso I, do Anexo Normativo I pretendem manter autorização para que, respectivamente, FIF e FIC-FIF invistam em cotas de colocação restrita a investidores qualificados e os arts. 45, inciso II, alínea “d”, e 61, § 7º, inciso II, do Anexo Normativo I pretendem manter autorização para que, respectivamente, FIF e FIC-FIF invistam em cotas de colocação restrita a investidores profissionais.

Soma-se a isso o fato de que existe uma forte tendência para flexibilização do público-alvo de produtos de investimento restritos<sup>88</sup> com o intuito principalmente de possibilitar que o investidor

<sup>87</sup> Nesse sentido, ver nosso comentário no item 5 da PARTE F, que sugere a possibilidade de colocação de cotas de FIP a investidores em geral.

<sup>88</sup> Nesse sentido, apontamos: (i) a Resolução CVM 3, que permitiu a colocação de BDR junto a investidores em geral; (ii) a própria Minuta, que, no seu Anexo Normativo II, propõe a colocação de cotas de FIDC a investidores em geral; e (iii) uma pesquisa realizada pela CVM em setembro de 2020 com o objetivo de verificar o conhecimento de pessoas físicas sobre alguns produtos de investimento então restritos a investidores qualificados – como CRI, CRA, cota de



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, como já vem sendo discutido, inclusive, no contexto das nossas considerações no item 5 da PARTE F.

Dessa forma, entendemos que os FIF deveriam poder investir em cotas de FIP, observados os limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro, a depender do público-alvo das cotas, conforme previstos no Anexo Normativo I, assim como acontece com o investimento em cotas de colocação restrita – notadamente, FIDC e FIC-FIDC. Para tanto, sugerimos a inclusão de uma alínea no inciso I do *caput* do art. 45 do Anexo Normativo I, estabelecendo expressamente, na Norma Editada, a possibilidade de investimento em cotas de FIP.

Adicionalmente, sugerimos que o inciso I do art. 45 seja alterado para excluir a menção aos CRI. O rol de ativos do referido inciso I é composto preponderantemente por cotas de fundos de investimento e, incidentalmente, pelos CRI. Em nossa visão, os CRI compõem uma classe de ativo diferente dos demais ativos listados no inciso I (i.e., cotas de Fundos de Investimento), especialmente quando objeto de oferta pública registrada na CVM, razão pela qual deveriam estar implicitamente abrangidos na hipótese prevista no inciso III, alínea (d), do mesmo art. 45 do Anexo Normativo I.

Aludido inciso III estabelece que não há limite de concentração para o investimento em “*vabres mobiliários diversos daqueles previstos no inciso I, desde que objeto de oferta pública registrada na CVM*”. Essa regra se justifica pelo fato de que ofertas públicas registradas na CVM já passaram pelo escrutínio do regulador e estarão disponíveis ao mercado em geral, incluindo investidores de varejo. Nesse sentido, da mesma forma em que os FIF não apresentam limite de concentração para investimento em ações de companhias abertas objeto de oferta pública registrada na CVM (as quais estariam disponíveis também para investidores de varejo), não vemos motivo para que haja limitação de concentração aos CRI que também sejam objeto de oferta pública registrada na CVM e também estariam disponíveis ao mercado de varejo.

Desse modo, sugerimos que o art. 45 do Anexo Normativo I, na Norma Editada, apresente a seguinte redação:

Art. 45. Cumulativamente aos limites de concentração por emissor, o fundo de investimento e suas classes de cotas, individualmente, devem observar os seguintes limites de concentração por modalidades de ativo financeiro, sem prejuízo das normas aplicáveis à sua categoria.

FIDC e cota de FIP – como parte de um estudo com intenção de avaliar os impactos regulatórios de possível flexibilização nos requisitos de acesso a tais produtos.

I – até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido para o conjunto dos seguintes ativos: [...] h) cotas de Fundos de Investimento em Participações – FIP; h) i) cotas de fundos de índice admitidos à negociação em mercado organizado; h) j) BDR – ETF; e h) <del>certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI;</del> e [...]
--

### 3. Desenquadramento passivo (arts. 47 e 48)

#### 3.1. Responsabilização dos prestadores de serviços (art. 47, caput e § 2º)

Em termos simples, o art. 47, § 2º, do Anexo Normativo I inova ao regradar cenários de desenquadramento da carteira quando causado por (i) fatos exógenos, alheios à vontade de qualquer dos prestadores de serviços e que impliquem alterações imprevisíveis e significativas no patrimônio líquido dos Fundos de Investimento ou nas condições gerais do mercado de capitais – desenquadramento passivo, e (ii) o processo de desinvestimento.

Nesse contexto, sugerimos que a legislação tributária seja alterada para acompanhar e refletir esta previsão regulatória, de modo que eventual desenquadramento passivo ou durante o processo de desinvestimento não implique alteração do tratamento tributário aplicável, em linha do quanto já exposto acima sobre o enquadramento de Fundos de Investimento em processo de liquidação<sup>89</sup>.

Ainda que não haja tal alinhamento, fato é que a legislação e regulamentação tributária, conforme atualmente previstas, não diferencia as razões que levaram ao descumprimento das regras de enquadramento, de modo que a parte final do dispositivo abaixo, cuja exclusão é ora sugerida, poderia acabar restringindo indevidamente o escopo da regra.

Isso porque, não raro, tais eventos de desenquadramento passivo ou decorrentes do processo de desinvestimento podem impactar o tratamento tributário dos cotistas, conforme previsões aplicáveis. Dito isso, de forma a evitar uma restrição injustificada das regras regulatórias em função de condicionantes fiscais (cuja regulamentação fica à cargo da RFB), sugere-se a supressão do texto abaixo destacado.

<sup>89</sup> Ver nosso comentário no [item 22 da PARTE B](#).

Art. 47. O administrador e o gestor não estão sujeitos às penalidades aplicáveis pelo descumprimento dos limites de concentração e diversificação de carteira, e concentração de risco, definidos no regulamento e na legislação vigente, quando o descumprimento for causado por desenquadramento passivo, decorrente de fatos exógenos e alheios à sua vontade, que causem alterações imprevisíveis e significativas no patrimônio líquido ou nas condições gerais do mercado de capitais, desde que tal desenquadramento não ultrapasse o prazo máximo de 15 (quinze) dias consecutivos ~~e não implique alteração do tratamento tributário conferido ao fundo, classe ou aos seus cotistas.~~

[...]

§ 2º Sem prejuízo das obrigações previstas no parágrafo anterior, o administrador e o gestor não estão sujeitos às penalidades aplicáveis pelo desenquadramento passivo dos limites de concentração por emissor no período de desinvestimento previsto no regulamento da classe fechada ou conforme deliberação da assembleia de cotistas.

### 3.2. Alçada decisória para resolução do desenquadramento (art. 48)

Reproduzindo com poucas alterações a previsão a respeito do desenquadramento passivo já constante na Instrução CVM 555, a redação do Anexo Normativo I propõe que, em caso de desenquadramento passivo que se estenda ao período permitido pela norma vigente, pode a SIN determinar ao administrador que este convoque assembleia de cotistas para deliberar sobre a incorporação ao patrimônio de outra classe de cotas ou sua liquidação. Embora a redação do art. 48 do Anexo Normativo I proposta na Minuta já seja meritória por restringir a possibilidade de deliberação, em sede de assembleia de cotistas, da transferência da administração ou gestão do FIF (constante no art. 106, *caput*, inciso I, da Instrução CVM 555), entendemos que ainda há espaço para melhorias.

Em linha com nosso entendimento manifestado em diversos trechos dessa Manifestação, propomos que a deliberação a ser tomada em caso de desenquadramento passivo da carteira do FIF seja uma prerrogativa que caiba exclusivamente ao gestor, independentemente de aprovação em assembleia de cotistas. Tendo em vista que o gestor é o prestador de serviços do fundo devidamente habilitado para as atividades de gestão de carteira, nos parece mais adequado que seja ele também a deliberar o melhor enfrentamento ao desenquadramento sofrido pelo FIF dentre as opções trazidas pela Minuta – seja pela liquidação da classe de cotas desenquadrada ou pela incorporação desta a outra.

Entendemos que nosso entendimento é corroborado pelo fato de que, em situações em que o desenquadramento da carteira é revertido antes do prazo estipulado na regra (art. 107 da Instrução CVM 555 e art. 49 do Anexo Normativo I), tal feito é alcançado por meio de atividades exclusivamente de gestão, quais sejam, o desinvestimento em ativos que excedam os limites de concentração e diversificação e carteira e alocação do patrimônio oriundo de tal desinvestimento em ativos que se encaixem nos limites aplicáveis.

Assim, sendo a reversão do desenquadramento realizada por meio de atividade inerente à gestão da carteira, parece-nos mais eficiente e benéfico ao FIF e a seus cotistas que a reversão do desenquadramento continue incumbida ao gestor, que é a figura capacitada (e remunerada) para tanto.

Destacamos, ainda, que nossa proposta diz respeito apenas ao sujeito responsável por decidir a melhor conduta em caso de desenquadramento passivo do FIF, não questionando a natureza das alternativas a serem tomadas – incorporação ao patrimônio de outra classe de cotas ou liquidação. A sugestão de exclusão do parágrafo único, portanto, é feita por uma questão de coerência normativa.

Nesse sentido, sugerimos a seguinte redação ao art. 48 do Anexo Normativo I:

Art. 48. Caso constate que o descumprimento dos limites de composição, diversificação de carteira e concentração de risco definidos nas diferentes categorias de fundos de investimento estendeu-se por período superior ao do prazo previsto no art. 49, a SIN pode determinar ao ~~administrador, sem prejuízo das penalidades cabíveis, a convocação de assembleia de cotistas~~ gestor que este decida ~~para decidir~~ sobre uma das seguintes alternativas:

- I- incorporação ao patrimônio de outra classe de cotas, ou
- II- liquidação.

~~Parágrafo único. Caso se trate de fundo de investimento com classe única de cotas, a assembleia geral pode decidir, ainda, sobre a alternativa de transferir a administração ou a gestão do fundo, ou ambas~~

#### **4. Desalinhamento entre normas tributárias e normas regulatórias referentes a FIF “Ações” (art. 57)**

Entendemos que há necessidade de harmonizar certas normas regulatórias e as previsões fiscais que tratam de FIF da categoria “Ações”.

Nesse sentido, veja-se que, diferentemente do que ocorre com outros tipos de Fundos de Investimento, no caso dos FIF “Ações” a Lei 9.532, no seu art. 28, § 8º, delegou à RFB a definição dos requisitos e condições para que os FIF “Ações” atendam aos limites de diversificação e composição de carteira para fins fiscais tributários.

Por essa razão, a RFB pode atuar com certa margem de discricionariedade na definição dos ativos que podem compor a carteira de um FIF da categoria “Ações”, prescindindo de lei em sentido formal que altere os limites e condições previstos em lei.

Numa primeira frente, destaque-se que, enquanto § 1º, inciso I, do art. 57 do Anexo Normativo I faz referência a “ações admitidas à negociação em mercado organizado”, ao passo que a

Lei 9.532, em seu art. 28, § 6º, trata de fundos que invistam em “ações negociadas no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade assemelhada”, redação atualmente reproduzida pelo art. 18, § 2º, da Instrução Normativa RFB 1.585.

Considerando que pode haver diferença relevante entre ações admitidas à negociação e ações efetivamente negociadas, sugere-se que haja um alinhamento entre as regras regulatórias e tributárias mediante atualização da regulamentação fiscal.

De outra parte, verifica-se que o art. 57, § 1º, inciso I, definiu os ativos financeiros que equivalem a “ações”, com destaque para as alíneas “i” (BDR – Ações) e “j” (BDR – ETF).

No escopo desta atribuição, a Instrução Normativa RFB 1.585, no seu art. 18, § 3º, inciso I, alínea “c”, equiparou os BDR às ações, sem especificar a sua espécie.

Neste sentido, embora nos pareça que a previsão abaixo está em linha com a atual previsão da Instrução Normativa RFB 1.585, consideramos que o ideal seria que a regulamentação da RFB passasse a prever expressamente as duas modalidades de BDR, mitigando, assim, quaisquer discussões nessa frente.

## **5. Limites de alavancagem e metodologia de cálculo a margem de garantia (arts. 65 a 68)**

Ao longo dos últimos anos, os participantes do mercado de Fundos de Investimento têm discutido bastante a viabilidade de se elaborar uma metodologia única de cálculo de alavancagem e exposição a risco. A nosso ver, em linha com as metodologias adotadas em outras jurisdições (conforme será demonstrado abaixo), os critérios para cálculo dos limites de alavancagem e margem de garantia podem variar bastante, de acordo com a política e a estratégia de investimento adotada por cada FIF, a exposição a risco ao qual o FIF está exposto, dentre outros.

Referido entendimento já foi abordado no relatório [Alavancagem em Fundos de Investimento](#), o qual foi elaborado por essa CVM em conjunto com a Assessoria de Análise e Pesquisa, em julho de 2016. À época, foi feito um paralelo com as práticas adotadas por outras jurisdições e agências governamentais, a exemplo da ESMA em relação aos UCITS, a qual estabeleceu que:

A ESMA esclarece que a escolha do método apropriado de cálculo, dentre determinadas possibilidades existentes, é de responsabilidade do gestor do UCITS. Especificamente, a orientação é que o gestor deve fazer uma avaliação do perfil de risco resultante de política de investimentos do UCITS e selecionar, com base nessa análise, uma metodologia apropriada a fim de calcular a exposição global<sup>90</sup>.

<sup>90</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Alavancagem em Fundos de Investimento. [S.l.]: Assessoria de Análise e Pesquisa da CVM, jul. 2016. p. 22. Disponível em:

Nessa esteira, entendemos que a sugestão estabelecida no Anexo Normativo I não consegue endereçar todas as peculiaridades da indústria, motivo pelo qual defendemos, com base nos princípios da liberdade contratual entre as partes, transparência das informações divulgadas aos cotistas e, principalmente, responsabilização dos gestores (*accountability*), que a nova regulamentação permita que os gestores possam definir a metodologia para cálculo do limite de alavancagem e margem que melhor atenda as peculiaridades de cada FIF.

Embora o método da margem exigida para fins de cálculo de exposição a risco de capital seja, até certa medida, representativa da exposição do FIF gerada por sua carteira de derivativos, este método é parcial e falha em capturar plenamente a real exposição do FIF. A título exemplificativo, a consideração da margem exigida, a qual é calculada pela entidade de mercado de balcão organizado na qual a operação é cursada, considera não a exposição efetiva incorrida pelo FIF, mas sim a exposição da própria entidade de mercado organizado, a qual figura em tais operações como contraparte central garantidora e, portanto, utiliza estas margens como garantia para a liquidação da operação<sup>91</sup>.

É de se notar também que o risco de capital baseado na margem exigida abrange, de igual modo, operações com perfis de risco e geração de exposição muito diferentes, tais como, por exemplo, operações com derivativos referenciados em taxas mais estáveis (como a taxa média dos depósitos interfinanceiros de um dia – “taxa DI”), taxas de câmbio ou futuros, que apresentam volatilidade muito maior. Em adição, tal método de cálculo falha em capturar a exposição gerada ao FIF em operações com derivativos que não exigem depósito de margem, como as opções, as quais, não obstante, têm a potencialidade de gerar uma grande exposição do patrimônio da classe, assim como acaba sendo muito sensível a operações *short* – para as quais, em contrapartida, é exigida uma grande margem.

Considerando a complexidade do tema e as diversas variáveis envolvidas no cálculo da exposição a risco de capital do FIF, entendemos que não há uma metodologia de cálculo que seja infalível e capaz de capturar todas as nuances. Tal proposição é, inclusive, corroborada pelo supramencionado relatório [Alavancagem em Fundos de Investimento](#), no qual consta que:

Em que pese a existência de variadas métricas, observa-se que não há consenso sobre a melhor forma de se medir alavancagem e/ou o risco associado. Algumas delas precisam ser analisadas em conjunto, pois possibilitam apenas uma visão parcial.

---

[http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao\\_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Paper\\_Alavancagem\\_FINAL270716.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acao_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Paper_Alavancagem_FINAL270716.pdf). Acesso em: 13 abr. 2021.

<sup>91</sup> Dessa forma, ao operar com diferentes contrapartes centralizadas, o FIF poderia estar exposto a um risco muito menor que aquele que seria considerado a título de cálculo da margem por cada contraparte centralizada, pois, como uma não tem visibilidade das operações cursadas na outra, cada contraparte centralizada poderia considerar a exposição do FIF ilimitada.

Outras, ao incorporarem fatores de risco a que a carteira total está exposta, vão além da mensuração do risco de alavancagem, isto é, elas incluem os efeitos dos instrumentos de alavancagem, bem como o de outros ativos<sup>92</sup>.

Tendo isso em vista, propomos uma maior flexibilização no cálculo da alavancagem dos FIF a ser realizada pelo gestor, de modo que este possa escolher a metodologia de cálculo mais adequada para o FIF que pretende se alavancar, entre:

- (i) *Value at Risk* (VaR), modelo estatístico por meio do qual a perda potencial é calculada levando-se em conta o montante da perda potencial, a probabilidade de sua ocorrência e o período relevante em que tal projeção se aplica;
- (ii) margem de garantia requerida, que é a atualmente contemplada na regulação e sobre a qual discorreremos brevemente acima; ou
- (iii) limite mínimo de caixa disponível, consistente numa reserva de caixa a ser alocada em títulos públicos de alta liquidez e/ou outros títulos de renda fixa de alta liquidez de modo que o FIF possa honrar seus compromissos assumidos em operações financeiras.

Salientamos que nossa proposta, além de permitir aos gestores que efetuem um cálculo mais preciso da real exposição patrimonial do FIF, permitindo-os se valerem de mais de uma metodologia de cálculo e, assim, aproveitarem as de cada uma, promoveria também um benefício sistêmico ao gerenciamento de risco. Isso porque a adoção homogênea de modelos de gerenciamento de risco e controle de risco de capital pode, em momentos de crise, desencadear respostas pró-cíclicas<sup>93-94</sup>, levando a uma contração de liquidez e um agravamento do cenário.

Neste sentido, propomos que os arts. 65, 66 e 68 do Anexo Normativo I passem a figurar com a redação abaixo. Em suma, substituímos o conceito de cobertura de margem por exposição a risco de capital, restringindo aquela a uma das metodologias por meio da qual esta pode ser calculada.

---

<sup>92</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Alavancagem em Fundos de Investimento. [S.l.]: Assessoria de Análise e Pesquisa da CVM, jul. 2016. p. 16. Disponível em: [http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/ acesso\\_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Paper\\_Alavancagem\\_FINAL270716.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/ acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Paper_Alavancagem_FINAL270716.pdf). Acesso em: 13 abr. 2021.

<sup>93</sup> COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Alavancagem em Fundos de Investimento. [S.l.]: Assessoria de Análise e Pesquisa da CVM, jul. 2016. p. 19. Disponível em: [http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/ acesso\\_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Paper\\_Alavancagem\\_FINAL270716.pdf](http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/ acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Paper_Alavancagem_FINAL270716.pdf). Acesso em: 13 abr. 2021.

<sup>94</sup> A este respeito, por exemplo, é de se notar o movimento de alguns grandes *prime brokers* no contexto da crise de 2008 que, duvidando da capacidade de solvência de seus clientes, acabaram subindo a margem de garantia exigida e assim contribuindo para o estresse gerado no mercado. Mais recentemente, essa discussão foi reacendida pela insolvência do *hedge fund* Archegos Capital (ver, por exemplo, notícia no Financial Times sobre o caso, disponível em: <https://www.ft.com/content/3b6e0dab-730d-4e0c-bab7-3be4f70e7a6f> – acesso em 10 abr. 2021.).

Ainda, considerando que, conforme visto acima, nem todas as operações que alavancam o patrimônio do FIF exigem depósito de garantia (*e.g.*, as opções), adicionamos o breve trecho ao final do *caput* do art. 65 do Anexo Normativo I, de modo a esclarecer que o FIF para investidores em geral pode aplicar em ativos que gerem exposição a risco de capital, mas que não exijam margem de garantia.

Ademais, diante da sugestão aqui descrita, entendemos que o § 2º do art. 41 do Anexo Normativo I deveria ser ajustado para refletir o disposto acima, de forma que os prestadores de serviços possam adotar a metodologia de cálculo que melhor atender as necessidades e características do FIF investidor.

Art. 41. A aplicação de recursos em fundos de investimento ou veículos de investimento no exterior deve observar, no mínimo, as seguintes condições:

[...]

§ 2º Nas hipóteses em que o gestor do fundo investidor não detenha, direta ou indiretamente, influência nas decisões de investimento dos fundos ou veículos de investimento no exterior, o cálculo da ~~exposição da carteira~~ ~~margem de garantia que trata o inciso III do § 1º pelo administrador~~ deve considerar a exposição máxima possível, de acordo com a metodologia de cálculo que melhor atender as necessidades e ~~as~~ características do fundo ~~investido~~ investidor.

[...]

Art. 65. Caso a classe de cotas seja destinada ao público em geral, sua exposição a risco de capital deve contar com cobertura ou margem de garantia em mercado organizado, ~~caso aplicável~~.

Parágrafo único. ~~As coberturas e margens~~ ~~exposição a risco de capital~~ referidas no *caput* podem ~~utilizar no~~ ~~consistir em no~~ máximo 10% (dez por cento) do patrimônio líquido da classe de cotas a que se referir a exposição, sem prejuízo de o regulamento estabelecer um limite inferior, nos termos do art. 19, inciso IV, deste Anexo I.

Art. 66. Classes de cotas exclusivamente destinadas a investidores qualificados podem ~~ter exposição a risco de capital de utilizar~~ no máximo 50% (cinquenta por cento) do patrimônio líquido ~~nas coberturas e margens decorrentes de exposição a risco de capital~~, sem prejuízo de o regulamento estabelecer um limite inferior, nos termos do art. 19, inciso IV, deste Anexo I.

[...]

Art. 68. Para os efeitos do cálculo da exposição a risco de capital ~~de classes exclusivamente destinadas a investidores qualificados devem ser calculadas as margens potenciais das aplicações que não contam com exigência de cobertura ou margem de garantia~~, o gestor deve se basear em pelo menos uma das seguintes metodologias:

- I- **value at risk** (VaR);
- II- margem requerida;
- III- limite mínimo de caixa disponível.



Parágrafo único. O cálculo ~~de margem potencial~~ da exposição a risco de capital deve se basear em modelo de cálculo de garantia ~~do administrador~~, consistente e passível de verificação, sendo certo que o gestor poderá, a seu exclusivo critério, utilizar quaisquer das metodologias elencadas nos incisos I, II e III do **caput**, em conjunto ou isoladamente. ~~e não pode ser compensado com as margens das operações que contem com cobertura ou margem de garantia.~~

## **6. Outorga de fiança, aval, aceite ou qualquer outra forma de coobrigação em nome do FIF ou FIC-FIF (art. 70, inciso V)**

Em linha com o disposto na LLE e no item 13.2.1 da PARTE B acima, a prestação de fiança, aval, aceite ou qualquer outra forma de coobrigação em nome do FIF é uma prerrogativa intrinsecamente relacionada à atividade de gestão da carteira e, nesse sentido, deveria ser competência do gestor, sem necessidade de consulta à assembleia de cotistas ou a qualquer comitê ou conselho, desde que expressamente previstas em regulamento as situações e condições gerais em que referidas operações possam ser realizadas.

Em nossa opinião, a manutenção dessa matéria como competência privativa da assembleia de cotistas é prejudicial ao bom funcionamento da indústria de FIF. Em primeiro lugar, existe o problema da paralisa 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 eventuais outorgas de garantias fidejussórias ou reais pelos respectivos FIF – eventuais restrições, aplicações ou limitações.

Por isso, sugerimos suprimir qualquer referência à necessidade de aprovação disso em assembleia, em linha com nosso comentário no item 13.2.1 da PARTE B.

Art. 70. No que se refere à classe de cotas destinada exclusivamente a investidores qualificados, o regulamento pode:

[...]

~~V 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.~~

Sem prejuízo do disposto acima, caso essa CVM não concorde com nossa proposta de inclusão deste item no art. 70 do Anexo Normativo I, sugerimos que a possibilidade de prestação de

coobrigação pelo gestor, em nome do FIF, 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 FIF a possibilidade de diminuição do quórum da assembleia de cotistas no caso de o FIF contar com dispersão relevante na propriedade das cotas.

## **7. Cobrança de taxa de performance por FI-Infra e FIC-FI-Infra (arts. 50, 74 e 75)**

Ressaltamos que, enquanto enquadrados na categoria “Renda Fixa”<sup>95</sup>, os FIF e FIC-FIF incentivados só estão autorizados a cobrar taxa de performance: (i) quando suas cotas forem restritas a investidores qualificados; (ii) quando (a) tiverem “longo prazo” em sua denominação e (b) atenderem às condições previstas na Instrução Normativa RFB 1.585 para serem tributados como um FIF cujo prazo médio de vencimento da carteira seja considerado de longo prazo; ou (iii) sejam da subcategoria “Dívida Externa”.

Conforme registrado no relatório de análise da Audiência Pública CVM/SDM 4/2018, a CVM concordou em aprofundar o debate sobre a cobrança de taxa de performance de investidores não qualificados que invistam nos FIF e FIC-FIF incentivados. Nesse contexto, propomos aproveitar a Audiência Pública CVM/SDM 8/2020 para tanto.

Entendemos que, diferentemente do contexto da Audiência Pública CVM/SDM 4/2018, a atual conjuntura legislativa, principalmente em virtude da LLE, proporciona uma maior liberdade contratual para que as partes estabeleçam livremente os termos que devem reger suas relações. Destaca-se, ainda, o desenvolvimento da indústria dos FI-Infra, o que trouxe também uma maior sofisticação na prestação dos serviços de gestão de tais fundos e a consequente demanda por alternativas de remuneração que promovam maior alinhamento do gestor.

Nesse sentido, a nossa sugestão é permitir que as classes incentivadas possam cobrar taxas de performance de investidores em geral, ainda que não consigam o tratamento tributário de um Fundo de longo prazo, devido ao prazo médio da carteira, desde que o projeto beneficiário dos recursos do FIF investidor tenha atingido o equilíbrio de suas receitas e passe a apresentar resultado operacional positivo (*financial completion*), conforme demonstrado pelas demonstrações contábeis anuais da sociedade de propósito específico que desenvolva o projeto prioritário de infraestrutura auditadas por auditor independente registrado junto à CVM.

Tal pleito ganha força levando-se em conta que, para efeitos fiscais, até que as normas da Receita Federal sejam atualizadas em conformidade com as inovações trazidas por esta Audiência Pública

---

<sup>95</sup> Aproveitamos para sugerir que as normas que dispõe sobre os FIF e FIC-FIF incentivados sejam deslocadas para a Subseção I da Seção VI do CAPÍTULO VIII do Anexo Normativo I, junto aos demais FIF “Renda Fixa”.

CVM/SDM 8/2020, a tributação incidirá sobre os fundos como um todo, e não especificamente para cada classe de cotas. Dessa forma, a restrição da cobrança de taxa de performance ao tratamento de longo prazo geraria o risco de, na eventualidade de uma classe de cotas de um FIF vir a ter seu tratamento tributário alterado, todas as demais que estejam no mesmo fundo serem prejudicadas, entre outros, pelo impedimento da cobrança de taxa de performance. Recorde-se, neste ponto, o quanto mencionado acima no sentido de que, ausente regra ou normativo tributário que autorize a conferência de tratamento diverso às diferentes classes de cotas de um mesmo Fundo de Investimento, o tratamento tributário dos cotistas será determinado considerando-se a carteira do Fundo de Investimento como um todo.

Do ponto de vista exclusivamente tributário, portanto, não haverá que se falar em “classes incentivadas” caso a carteira do FIF como um todo não cumpra os requisitos de composição de carteira da Lei 12.431, considerados, para esse fim, a totalidade dos ativos investidos. Isso porque, não havendo, até este momento, norma tributária que possibilite a atribuição de diferentes tratamentos aos cotistas conforme a característica e ativos de cada classe de patrimônio segregado, a existência de tais classes será indiferente para determinação do regime de tributação dos cotistas (que deverá considerar a carteira do FIF como um todo).

## CAPÍTULO VIII – CARTEIRA

[...]

### Seção VI – Categorização

#### Subseção I – ~~Fundos de~~ Renda Fixa

Art. 50. Os fundos categorizados como “Renda Fixa” somente podem ter classes de cotas que possuam como principal fator de risco de sua carteira a variação da taxa de juros, de índice de preços, ou ambos.

Parágrafo único. No fundo categorizado como “Renda Fixa” é vedada a cobrança de taxa de performance, salvo quando se tratar de:

I – classe de cotas exclusivamente destinada a investidores qualificados;

II – classe de cotas que dispuser, em regulamento, que tem o compromisso de obter o tratamento fiscal destinado a fundos de longo prazo previsto na regulamentação fiscal vigente; ~~ou~~

III – classe de cotas de investimento em renda fixa “Dívida Externa”; ~~ou~~

IV – classe de cotas de investimento em renda fixa [“Incentivada”]{ou}[“Infraestrutura” ou “PD&I”].

[...]

Art. [●]. ~~As classes de cotas que têm por objetivo o enquadramento no regime tributário estabelecido no art. 3º da Lei nº 12.431, de 2011, não pode conter, em sua denominação, termos incompatíveis com o seu objetivo, sua política de investimento, seu público-alvo ou o eventual tratamento tributário específico a que estejam sujeitos a classe ou seus cotistas, devendo constar a expressão~~

["Incentivada"]{ou}["Infraestrutura" ou "PD&I", conforme o caso], identificando, ainda, o direcionamento de parcela preponderante de seus recursos para segmento ou segmentos específicos, se houver.

§ 1º Os limites de concentração por emissor impostos por este Anexo I aplicam-se no caso dos demais ativos que integrem a carteira da classe de que trata o **caput**, sem prejuízo do disposto no **caput**.

§ 2º O regulamento e o material de divulgação do FIF de que trata o **caput** devem informar os benefícios tributários do FIF e dos cotistas, se for o caso, e as condições que devem ser observadas para a manutenção destes benefícios, e destacar os riscos inerentes à concentração e possível iliquidez dos ativos que integrem a carteira resultante de suas aplicações.

§ 3º O regulamento deve dispor que a aplicação de recursos de cada classe ["Incentivada"]{ou}["Infraestrutura" ou "PD&I", conforme o caso] nos ativos financeiros de que trata o art. 2º da Lei nº 12.431, de 2011, não pode ser inferior ao limite de enquadramento definido nos termos daquela Lei.

§ 4º Em adição ao disposto no art. 33 deste Anexo I, as classes de cotas de que trata o **caput**, quando destinadas ao público em geral, só poderão pagar taxa de performance após os projetos beneficiários dos recursos apresentarem receita operacional em demonstração financeira anual ou, quando houver, em demonstração financeira anual consolidada, elaboradas de acordo com as normas da CVM e auditadas por auditor independente registrado na CVM.

§ 5º A exposição máxima por emissor de valor mobiliário que atenda ao disposto no art. 2º da Lei nº 12.431, de 2011, constante da carteira de aplicações da classe de cotas de que trata o **caput** distribuída para investidores que não sejam considerados qualificados, nos termos da regulamentação específica, será de 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido.

§ 6º Para fins de aplicação da classe de que trata o **caput**, os Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI e as classes fechadas de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC devem ser de classe única ou de subclasse sênior.

§ 7º Para efeito do disposto no § 5º, aplicam-se ao emissor as disposições do art. 44, §§ 1º e 2º, deste Anexo I, sem prejuízo do disposto no § 9º deste art..

§ 8º Para efeito do disposto no § 5º, no caso de debêntures emitidas por sociedade de propósito específico – SPE, constituída sob a forma de sociedade por ações, o limite será computado considerando-se a SPE como emissor independente, desde que haja constituição de garantias relativas ao cumprimento das obrigações principais e acessórias e que elas não sejam concedidas por sociedades integrantes do seu grupo econômico, exceto no caso de garantias reais incidentes sobre as ações de emissão da SPE de propriedade de tais sociedades.

§ 9º Caso a política de investimento permita a aplicação em CRI, ou em cotas de classe fechada de FIDC, o gestor deve assegurar-se de que, na consolidação das aplicações, as obrigações previstas neste art. são atendidas.

§ 10 A consolidação das aplicações mencionada no § 5º deste art. fica dispensada no caso de FIDC administrado ou gerido por terceiros não ligados ao administrador ou gestor do fundo investidor.

§ 11 Somente as cotas de classes fechadas de que trata o **caput** que atendam ao disposto neste art. podem ser adquiridas em mercados organizados de valores mobiliários por investidores que não atendam aos requisitos da regulamentação específica para investidores qualificados.

§ 12 Cabe aos intermediários assegurar o cumprimento do § 11 relativamente aos seus clientes.

[...]

CAPÍTULO IX – CLASSES RESTRITAS ~~E FI INFRA~~

[...]

**Seção III — Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura**

~~Art. 74. Os FI Infra e os fundos de investimento em cotas de fundos de incentivados de investimento em infraestrutura — FIC FI Infra incluem-se entre os fundos definidos no art. 3º da Lei nº 12.431, de 2011, e têm por objetivo o enquadramento no regime tributário estabelecido naquela Lei.~~

~~§ 1º — Todas as classes dos FI Infra e FIC FI Infra devem ter por objetivo o enquadramento no regime tributário estabelecido na Lei nº 12.431, de 2011.~~

~~§ 2º — Os FI Infra e os FIC FI Infra são fundos da categoria “Renda Fixa” e podem ser constituídos sob a forma de condomínio fechado ou aberto.~~

~~§ 3º — A denominação do fundo e, se for o caso, de suas classes de cotas, não pode conter termos incompatíveis com o seu objetivo, sua política de investimento, seu público-alvo ou o eventual tratamento tributário específico a que estejam sujeitos o fundo ou seus cotistas, devendo constar a expressão “Fundo Incentivado de Investimento em Infraestrutura”, identificando, ainda, o direcionamento de parcela preponderante de seus recursos para segmento ou segmentos específicos, se houver.~~

~~§ 4º — O regulamento e o material de divulgação do FI Infra devem informar os benefícios tributários do fundo e dos cotistas, se for o caso, e as condições que devem ser observadas para a manutenção destes benefícios, e destacar os riscos inerentes à concentração e possível iliquidez dos ativos que integrem a carteira resultante de suas aplicações.~~

~~§ 5º — O regulamento do FI Infra deve dispor que a aplicação de seus recursos nos ativos financeiros de que trata o art. 2º da Lei nº 12.431, de 2011, não pode ser inferior ao limite de enquadramento definido nos termos daquela Lei, sendo que na hipótese de o fundo contar com classes de cotas, cada classe estará sujeita ao referido limite.~~

~~Art. 75. A exposição máxima por emissor de valor mobiliário que atenda ao disposto no art. 2º da Lei nº 12.431, de 2011, constante da carteira de aplicações de FI Infra distribuído para investidores que não sejam considerados qualificados, nos termos da regulamentação específica, será de 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido.~~

~~§ 1º — Os limites de concentração por emissor impostos por este Anexo I aplicam-se no caso dos demais ativos que integrem a carteira do FI Infra, sem prejuízo do disposto no art. 74 deste Anexo I.~~

~~§ 2º — Para fins de aplicação do FI Infra, os Certificados de Recebíveis Imobiliários — CRI e as classes fechadas de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios — FIDC devem ser de classe única ou de subclasse sênior.~~

~~§ 3º — Para efeito do disposto no caput, aplicam-se ao emissor as disposições do art. 44, §§ 1º e 2º, deste Anexo I, sem prejuízo do disposto no § 4º deste art.~~

~~§ 4º — Para efeito do disposto no caput, no caso de debêntures emitidas por sociedade de propósito específico — SPE, constituída sob a forma de sociedade por ações, o limite será computado considerando-se a SPE como emissor independente, desde que haja constituição de garantias relativas ao cumprimento das obrigações principais e acessórias e que elas não sejam concedidas por sociedades integrantes do seu grupo econômico, exceto no caso de garantias reais incidentes sobre as ações de emissão da SPE de propriedade de tais sociedades.~~

~~§ 5º — Caso a política de investimento permita a aplicação em CRI, ou em cotas de classe fechada de FIDC, o gestor deve assegurar-se de que, na consolidação das aplicações, as obrigações previstas neste art. são atendidas.~~

~~§ 6º — A consolidação das aplicações mencionada no § 5º deste art. fica dispensada no caso de FIDC administrado ou gerido por terceiros não ligados ao administrador ou gestor do fundo investidor.~~

~~§ 7º — Somente as cotas de classes fechadas de **FI-Infra** que atendam ao disposto neste art. podem ser adquiridas em mercados organizados de valores mobiliários por investidores que não atendam aos requisitos da regulamentação específica para investidores qualificados.~~

~~§ 8º — Cabe aos intermediários assegurar o cumprimento do § 7º relativamente aos seus clientes.~~

## 8. Considerações sobre a taxatividade do rol de encargos (art. 76)

Conforme mencionado no item 20.1 da PARTE B acima, é pleito de longa data da indústria a possibilidade de inclusão de determinadas despesas e encargos para diversas espécies e categorias de Fundos de Investimento que não encontram respaldo no rol taxativo atualmente existente nas normas dessa CVM<sup>96</sup>. 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 FIF. 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 FIF 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. 76 do Anexo Normativo I seja flexível, cabendo aos prestadores de serviços essenciais a sua definição no caso-a-caso.

Nesse sentido, sugerimos, em linha com os princípios da livre iniciativa e do livre exercício de atividade econômica que norteiam a LLE, que seja possibilitada a estipulação no regulamento de encargos não expressamente previstos na regulamentação aplicável. Nesse ponto, reforce-se as

<sup>96</sup> 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.

contrições de tempo, custo-benefício e limitação de conhecimento que limitam a capacidade do regulador de tomar decisões (racionalidade limitada)<sup>97</sup>.

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 FIF 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, cabendo a essa CVM o controle de tal adequação, à luz dos deveres fiduciários dos prestadores de serviço essencial para com os cotistas e o FIF e das necessidades da estratégia de investimento pretendida pelo FIF.

Desse modo, sendo as despesas eventualmente não estipuladas na regulamentação livremente acordadas entre os prestadores de serviços essenciais e os investidores qualificados, entendemos que restaria facilitada a adoção de novas estruturas, mecanismos e procedimentos por parte dos prestadores de serviço essenciais, sem que estes tenham de arcar com eventuais custos adicionais que tais estruturas possam gerar.

Evidentemente, a contrapartida a uma eventual majoração de gastos incorridos por esses investidores seria a maior eficiência no funcionamento do FIF e os ganhos em transparência da prestação de contas aos investidores (*accountability*), 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. 76. Em acréscimo aos encargos dispostos no art. 100 da Resolução, podem constituir encargos dos fundos de investimento categorizados na forma deste Anexo I as seguintes despesas, que podem ser deles debitadas diretamente:

I – taxa de performance;

II – taxa máxima de distribuição;

III – taxa de custódia; e

IV – montantes devidos a fundos investidores, na hipótese de acordo de remuneração com base na taxa de administração, taxa de gestão e taxa de performance.

§ 4º O regulamento poderá estabelecer outras matérias como encargos do fundo que não as enumeradas acima que sejam, no entender dos prestadores de serviço essenciais, próprios ao fundo e exigíveis para sua boa administração e funcionamento.

<sup>97</sup> JOLLS, Christine. Bounded Rationality, Behavioral Economics, and the Law. *In*: PARISI, Francesco (edit.) **The Oxford Handbook of Law and Economics**. Vol 1: Methodology and Concepts. Oxford (Inglaterra): Oxford University Press, Apr. 2017.

[...]

§ 5º 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 do 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.

§ 6º Para fins do disposto no §5º 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.

## **9. Consolidação de normas referentes aos FIF “Garantia de Locação Imobiliária” (sem correspondência na Minuta)**

Em atenção ao disposto no Decreto 10.139/2019, sugerimos que seja aproveitada a oportunidade de edição da Resolução para consolidar as regras adicionais aplicáveis a Fundos de Investimento<sup>98</sup>.

Entre tais regras, apontamos as regras editadas em relação aos FIF destinados à garantia de locação imobiliária e à cessão fiduciária, em garantia de locação imobiliária, de cotas de emissão de outros Fundos de Investimento, nos termos dos arts. 88 e 90 da Lei 11.196, para fins do disposto no inciso IV do *caput* do art. 37 e no inciso VIII do *caput* do art. 40 da Lei 8.245 – em especial a Instrução CVM 432. Sugerimos que essa regra seja consolidada por essa CVM no Anexo Normativo I à Resolução.

\* \* \*

<sup>98</sup> Ressalte-se que não temos pretensão de sermos exaustivos em relação às normas aqui apontadas.



## **PARTE D**

### **COMENTÁRIOS AO ANEXO NORMATIVO II À RESOLUÇÃO**

De acordo com o portal Dados Abertos dessa CVM, há mais de 2.500 FIDC em operação no Brasil, que somam mais de R\$ 180 bilhões em patrimônio – valor similar aos FII (R\$ 166 bilhões).

Esse grande volume e essa expressiva quantidade de FIDC têm como característica a pluralidade de segmentos de atuação, diversidade de políticas de investimento e multiplicidade de estruturas de governança. É inegável que a marca central dos FIDC é sua flexibilidade como veículo de investimento, servindo desde estruturas de securitização de créditos simples (nos mais diversos setores da economia) até investimentos altamente estruturados e sofisticados, incluindo, sem limitação, fluxos futuros de projetos, dívidas do tipo *debtor-in-possession* (DIP) no contexto de recuperações judiciais e extrajudiciais, precatórios de diversos entes federativos, dívidas de projetos de infraestrutura, dentre outros.

Tamanho diversidade se deve, dentre outros motivos, a flexibilidade trazida pela Instrução CVM 356 e pela Instrução CVM 444, tanto na definição da política de investimento desses FIDC, quanto na possibilidade atribuição de direitos políticos e econômicos às cotas das mais variadas.

Ainda, imprescindível se faz destacar que cada vez mais os FIDC vêm desempenhando papéis relevantes no desenvolvimento na economia nacional, suprindo parte da demanda por crédito de micro, pequenas, médias e até grandes empresas dos mais variados setores da economia. A securitização, tradicionalmente, é uma forma eficiente de capitalização ou financiamento de empresas, capaz de aumentar o acesso a crédito para quem não teriam acesso de outra forma<sup>99</sup>, 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 da Minuta. A proposta dessa CVM na Minuta – em especial no Anexo Normativo II – avança ainda mais nessa discussão e entendemos que a modernização da regulamentação aplicável aos FIDC será primordial para o desenvolvimento da indústria.

Dentre as inovações contempladas, merece destaque a possibilidade de colocação de cotas de FIDC junto ao público em geral. É natural que tais investidores demandem maior tutela pela regulamentação, motivo pelo qual a Minuta prevê uma série de restrições à colocação de cotas de FIDC junto a tais investidores. No entanto, entendemos que algumas das restrições propostas

---

<sup>99</sup> FABOZZI, Frank J.; KOTHARI, Vinod. Securitization: The Tool of Financial Transformation. **The Capco Institute journal of financial transformation**, Antuérpia (Bélgica), v. 20, pp. 30-45, 2007. p. 1.

limitam em demasia os produtos que podem ser ofertados para o público de varejo em, em contrapartida, representar uma garantia adicional de preservação de patrimônio do investidor, o que coloca em xeque a própria efetividade da permissão regulatória para distribuição de cotas a investidores não-qualificados.

Na nossa visão, seria importante flexibilizar alguns dos requisitos atualmente previstos na Minuta de forma a 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<sup>100</sup>, 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.

Conforme exaustivamente reiterado ao longo desta Manifestação, encorajados pela LLE, grande parte dos nossos comentários ao Anexo Normativo II se baseia num ambiente livre de pactuação entre as partes, sempre mantendo foco na transparência e na consistência de informações e proteções contratuais disponibilizados aos investidores, bem como no estímulo ao bom desenvolvimento da indústria de Fundos de Investimento e *asset management*, os quais apresentam benefícios tão evidentes à economia real, com injeção de recursos em companhias e empreendedores, acesso ao crédito, geração de empregos, renda e tributos

Sem prejuízo, é totalmente esperado e adequado, portanto, que tais limitações devem estar circunscritas aos FIDC destinados aos investidores em geral, prevalecendo as prerrogativas atualmente existentes aos FIDC destinados a investidores qualificados e profissionais, sempre em prol da liberdade contratual dos gestores e investidores desses FIDC.

Desse modo, nossos comentários ao longo desta PARTE D são baseados na premissa que os FIDC podem ser destinados a investidores de distintos níveis de sofisticação, e que FIDC com público restrito deveriam ter flexibilidades condizentes com esse perfil de investidores – por exemplo, prerrogativas já conferidas a outros Fundos de Investimento com restrições de público-alvo similares.

\* \* \*

---

<sup>100</sup> A esse respeito, ver nossos comentários na PARTE A – especialmente entre as páginas 15 e 16 – e no item 7 da PARTE B.

## 1. 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.

### 1.1. “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 diminuição<sup>101</sup>, 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, reforce-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 BCB<sup>102</sup> deveriam receber o mesmo tratamento das instituições financeiras por essa CVM, naquilo que for praticável, considerando seu escopo de atuação<sup>103</sup>.

---

<sup>101</sup> 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.

<sup>102</sup> 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.

<sup>103</sup> Ressalte-se que diversos outros comentários ao Anexo Normativo II terão esse racional por trás.

Por fim, sugeriremos no item 13.1 desta PARTE D em relação ao art. 47, mais flexibilidade no investimento em derivativos por gestores de FIDC, razão pela qual sugerimos que esse tema seja tratado na própria definição de “ativos financeiros”, para fins do Anexo Normativo I.

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;

[...]

## 1.2. “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 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;

[...]

### 1.3. “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;

[...]

### 1.4. “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.

Cumpra-se 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;

[...]

#### 1.5. “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 municipais<sup>104</sup>, ou seja, créditos detidos por pessoa jurídica de direito público (com consequente assunção da posição de credor, pelo fundo, dessa pessoa).

Decisões posteriores do colegiado da CVM enfrentaram discussões sobre o sentido da expressão contida nessa alínea<sup>105</sup>, 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<sup>106</sup>, 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 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<sup>107</sup>.

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

---

<sup>104</sup> Processo Administrativo RJ-2005-739.

<sup>105</sup> Processo Administrativo RJ-2008-9535 e Processo Administrativo RJ-2014-359.

<sup>106</sup> Ver nossos comentários no item 13.1 desta PARTE D.

<sup>107</sup> Ou, nos termos da nossa sugestão no item 13.3 desta PARTE D, o limite de alocação de cada classe em direitos creditórios não-padronizados estaria ligado ao perfil do investidor.

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<sup>108</sup>.

Ainda nesse tema, ressaltamos que as requisições de pequeno valor, em função de seu valor<sup>109</sup>, 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”<sup>110</sup>.

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 União, ~~dos~~ os Estados, ~~de~~ o Distrito Federal e/ou ~~dos~~ os Municípios, bem como suas autarquias e/ou 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;

<sup>108</sup> Observe-se que o art. 39 do Anexo Normativo II deverá ser atualizado para acomodar os comentários realizados neste item 1.5 da PARTE D no que se refere à desnecessidade de verificação de inexistência de impugnação pela Fazenda Pública.

<sup>109</sup> 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.

<sup>110</sup> Observe-se que o art. 39 do Anexo Normativo II deverá ser atualizado para acomodar os comentários realizados neste item 1.5 da PARTE D no que se refere às requisições de pequeno valor.



- d) resultem de procedimentos arbitrais, independentemente da sede da arbitragem, ressalvado o disposto no inciso II do § 1º;
- e) a constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco;
- f) o devedor ~~ou coobrigado~~ for sociedade empresária em recuperação judicial ou extrajudicial;
- g) sejam cedidos por sociedade empresária em recuperação judicial ou extrajudicial, ressalvado o disposto no inciso I do ~~parágrafo único~~ § 1º;
- h) sejam de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; ou
- 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.~~

#### 1.6. “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”.

O item 13.5.1 desta PARTE D descreve em maiores detalhes o racional para a permissão de investimento em direitos creditórios no exterior, padronizados ou não-padronizados.

#### 1.7. “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;

[...]

#### 1.8. “Lastro” (art. 2º, *caput*, inciso XX)

A Minuta conferiu ao gestor a atribuição da verificação do lastro dos direitos creditórios<sup>111</sup>, 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.

<sup>111</sup> Sem prejuízo, ver nossa proposta no item 9.2.2 desta PARTE D, no sentido de autorizar o gestor a delegar a verificação dos direitos creditórios ao custodiante ou à consultoria especializada.

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~~ **considerem** necessária para que ~~possam~~ **possam** o FIDC ~~possa~~ **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;

[...]

#### 1.9. “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 12.431<sup>112</sup>.

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 Colegiado<sup>113</sup> nos precedentes apontados pode ser utilizado para a

---

<sup>112</sup> 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.

<sup>113</sup> 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 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 [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).

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.

#### 1.10. “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;

[...]

## 2. FIDC “Socioambiental” (art. 4º)

Conforme disposto no item 3.3 da PARTE B deste documento, 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.~~

### **3. Divisão do patrimônio em subclasses de cotas (art. 10)**

#### **3.1. 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.

### 3.2. 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<sup>114</sup> e em propósito<sup>115</sup> 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.

§ 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.

## 4. Distribuição de cotas de FIDC (arts. 13 a 16)

### 4.1. Distribuição de cotas ao cedente (art. 13)

Entendemos que a vedação atualmente imposta pelo inciso III do art. 2º da Resolução CVM 2.907<sup>116</sup> apenas atinge instituições financeiras e sociedades de arrendamento mercantil. Tais

---

<sup>114</sup> Por exemplo, por deliberação em assembleia, por deliberação num conselho consultivo, a critério do gestor ou outra forma prevista no regulamento, em linha com nossos comentários nos itens 11.4 e 12.4 da PARTE B e nos itens 7 e 8.2 desta PARTE D.

<sup>115</sup> 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.

<sup>116</sup> 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

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.

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:

---

*sob controle comum, exceto quando se tratar de quotas cuja classe se subordine às demais para efeito de resgate [...]’.*

- (i) que aos cedentes de direitos creditórios também seja permitido subscrever cotas quando a classe não for dividida em subclasses<sup>117</sup>; ou
- (ii) que a restrição proposta na redação original do art. 13 seja limitada às classes de cotas destinadas ao público geral<sup>118</sup>, 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.

#### 4.2. 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-alvos 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, conforme nossa sugestão no item 3.1 desta PARTE D. Por essas razões, entendemos que o inciso I do art. 14 deveria se referir exclusivamente às cotas colocadas 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)*

---

<sup>117</sup> 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.

<sup>118</sup> 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.

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 consequente 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)*

Conforme indicado no item 11.3 da PARTE B, entendemos 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 qualificados<sup>119</sup>, 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" 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 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*"<sup>120</sup>.

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

<sup>119</sup> Conforme previsto atualmente no inciso I do art. 15 do Anexo Normativo II.

<sup>120</sup> Cite-se, por exemplo, o art. 18 do Anexo Normativo II.

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:

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;

## 5. 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, consolidamos essa sugestão nos nossos comentários no ~~item 13.3~~



desta PARTE D, referentes aos limites de concentração previstos no CAPÍTULO IX do Anexo Normativo II.

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.

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

### 6.1. 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 melhor 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 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 referido acima 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.

## 6.2. 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.

## 7. 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), conforme comentários descritos no item 11.4 da PARTE B e nos itens 2.1 e 2.2 da PARTE B, 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, em linha com os comentários descritos no subitem (b) do item 9.2.2 desta PARTE D.

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.~~

Caso essa CVM não concorde com nossos comentários ao subitem (a) do item 11.4 da PARTE B, 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.

## **8. Assembleia de cotistas (art. 33)**

### **8.1. 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.

## 8.2. 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 CVM<sup>121</sup>, sugerir que o Anexo Normativo II admita que gestores e investidores possam negociar e estabelecer via regulamento conselhos 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 LPAC<sup>122</sup>, 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 eles<sup>123</sup>.

---

<sup>121</sup> Referimo-nos ao Processo nº 19957.005558/2020-62.

<sup>122</sup> Conforme [diretrizes](#) da BVCA, e o guia de [Princípios](#) da ILPA.

<sup>123</sup> 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*" [sublinhado adicionado] (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Protecting Investors: A Half Century of Investment**

Assim, a instituição dos conselhos consultivos que aqui se propõe teria o condão de resolver a paralisia provocada pelo absentéismo dos cotistas, que é muito frequente em estruturas de investimento com grande dispersão na propriedade das cotas<sup>124</sup>.

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, pela mesma justificativa exposta no item 14 desta PARTE D, 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.

[...]

---

Company Regulation. Washington (D.C., EUA): Division of Investment Management of the US Securities and Exchange Commission, May 1992. p. 266).

<sup>124</sup> 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.

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

### 9.1. 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: “competem 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*”<sup>125</sup> – 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 vezes<sup>126</sup>. 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 vigor<sup>127</sup>.

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, 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.

---

<sup>125</sup> 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.

<sup>126</sup> 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

<sup>127</sup> 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.



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; e
- (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, já discutido no item 1.1.1 desta PARTE D.

Em nossa visão, o recente desenvolvimento do mercado de meios de pagamento no Brasil e a “*fintechização*” de diversas indústrias – tendência que parece estar se acelerando –, 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 confusão (*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<sup>128</sup> –, 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

<sup>128</sup> Conforme nossos comentários no subitem (b) do item 9.2.2 desta PARTE D.

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.

## 9.2. Gestão (arts. 38 e 39)

### 9.2.1. 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, conforme já dito no item 13.1 desta Parte B, 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.

[...]

### 9.2.2. Atribuições do gestor (art. 39, caput e §§ 2º e 5º)

#### (a) *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 356<sup>129</sup>, 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, 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.

---

<sup>129</sup> 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”.

(b) *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 FIDC<sup>130</sup>, 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 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 endereçar um comentário feito no item 14.5 desta PARTE B, isto é, a possibilidade de verificação do lastro dos direitos creditórios de forma posterior

---

<sup>130</sup> 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.



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 da 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.

### 9.2.3. Verificação da regularidade tributária do cedente (art. 39, §§ 8º e 9º)

Sugerimos a exclusão completa dos § 8º e 9º do art. 39 do Anexo Normativo II na Norma Editada.

Destacamos que, considerando o dever fiduciário e as novas atribuições do gestor de FIDC propostas pela Minuta – em especial a obrigação de verificação do lastro dos direitos creditórios cedidos –, o gestor deverá realizar as diligências que entender necessárias para verificar que o direito creditório cedido é existente e válido e cobrável e divulgar os potenciais investidores quaisquer riscos que possam resultar da estrutura do FIDC em questão, para que esses potenciais investidores tomem a decisão de investir – ou não – no referido FIDC.

Como o principal efeito da irregularidade do cedente perante a União seria a possibilidade de declaração judicial de ineficácia da cessão, entendemos que, à medida em que tal verificação seja material para a estratégia de investimento do FIDC, ela já será realizada pelo gestor e, conforme o caso, o risco dela advinda será divulgado aos investidores. Sem prejuízo, entendemos que essa avaliação deva ser feita por cada gestor, no momento da estruturação de cada FIDC e considerando as particularidades da sua estrutura e dos seus direitos creditórios, e não como regra imposta indistintamente.

Nesse contexto, não caberia a essa CVM determinar quais procedimentos exatamente o gestor deveria adotar, mas tão somente supervisionar e controlar sua seleção dos procedimentos adequados e sua adequada execução, em conformidade com as políticas internas, o regulamento do Fundo de Investimento gerido e a regulação em vigor, aplicando as sanções que forem cabíveis em caso de descumprimento. Muito menos cabe a essa CVM limitar os níveis de risco a que os investidores podem se expor, mas tão somente estabelecer normas que garantam que investidores mais conservadores ou menos sofisticados não tenham acesso a produtos de investimento incompatíveis com seu perfil.

Adicionalmente, ressaltamos que os FIDC seriam os únicos veículos de securitização que seriam obrigados a assumir custos de operação que envolvam a verificação de regularidade tributária do cedente de direitos creditórios, uma vez que o mesmo não se verifica em relação às securitizadoras de instrumentos de dívida, como CRI, CRA e outros papéis. Assim, a manutenção

dessa exigência na Norma Editada faria o FIDC um produto menos competitivo que tais estruturas alternativas de securitização e penalizaria os investidores de FIDC.

Cabe mencionar que o texto da Minuta não é claro em especificar a periodicidade dessas diligências, limitando-se a fazer referência à aquisição de direitos creditórios. Nesse sentido, não fica claro se referidas diligências deveriam ocorrer somente no momento da estruturação do FIDC ou se deveriam ser realizadas periodicamente. Caso devam ser periódicas e em FIDC com múltiplos cedentes, o ônus e o custo dessas diligências ficam ainda mais evidentes – sem necessariamente representar um acréscimo de segurança ao cotista.

Por fim, destacamos que a regra também não é clara ao endereçar situações em que, por qualquer motivo, não seja obtida certidão de regularidade fiscal, prova da inexistência de inscrição de débitos em Dívida Ativa da União ou comprovação da reserva de patrimônio suficiente para quitação integral dos tributos exigíveis. Nesses casos, ficaria o FIDC impedido de adquirir direitos creditórios originados ou cedidos pelo cedente? Preocupa-nos uma resposta afirmativa, já que poderia restringir estrutura de securitização que vem assegurando a sobrevivência de pequenos negócios no Brasil por meio da antecipação de recebíveis. Micro, pequenos e médios empresários frequentemente não estão regulares com a alta carga tributária praticada no Brasil, tam pouco têm como comprovar reserva de patrimônio suficiente para quitação integral de tributos exigíveis – e, por esses e outros motivos, não têm acesso regular ao crédito bancário<sup>131</sup>.

De fato, as exigências do § 8º do art. 39 do Anexo Normativo II, conforme proposto na Minuta, poderiam impor ao cessionário obrigações desproporcionais e/ou pouco razoáveis, como se segue:

- (i) Certidão de regularidade fiscal. A certidão de regularidade fiscal (que, diga-se, pode ser municipal, estadual ou federal, sendo que a previsão, neste aspecto, não especifica a esfera federativa) pode ser de difícil obtenção para certas entidades, sobretudo aquelas que atuam em negócios que envolvem o relacionamento com diversos entes federados (municípios e estados, sobretudo). É informação notória o fato de que o contencioso tributário no Brasil é um tema que envolve a grande maioria das entidades brasileiras<sup>132</sup>, sendo que não parece razoável impor ao FIDC, enquanto cessionário, o dever de exigir certidão de regularidade fiscal ao cedente como condição para realização da transação.

---

<sup>131</sup> Aliás, é justamente junto a tais entes privados de acesso ao crédito bancário que o FIDC mais tem condições de exercer seu papel de fomento de negócios e crescimento econômico.

<sup>132</sup> Conforme [estudo](#) preparado pelo Instituto de Ensino e Pesquisa – Insper relativo ao ano de 2019, o contencioso tributário no Brasil, somadas as esferas administrativa e judicial, alcança 75% (setenta e cinco por cento) do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro.

- (ii) Prova de inexistência de inscrição de débito em Dívida Ativa da União. Se a certidão de regularidade fiscal pode acabar restringindo ou dificultando certas transações, a inexistência de inscrição em Dívida Ativa da União consiste em requisito ainda mais exigente. Isso porque, pode haver débitos tributários que, embora inscritos em Dívida Ativa, estejam com a exigibilidade suspensa por quaisquer das hipóteses do art. 151 do Código Tributário Nacional. Isto é, se o juízo que conduz a cobrança dos débitos inscritos em Dívida Ativa reputou a garantia ou os fundamentos jurídicos apresentados para afastar a cobrança como suficientes para suspender a exigibilidade, não parece haver plausibilidade para a eficácia da cessão dos créditos estar condicionada à inexistência de inscrição de débito em Dívida Ativa. Ora, se o contencioso tributário pode tomar proporções relevantes a ponto de gerar dificuldade na obtenção de certidão de regularidade fiscal, de forma mais evidente a inexistência de inscrição de débito em Dívida Ativa pode ser um real impeditivo para a prática de transações com os FIDC.
- (iii) Comprovação de reserva de patrimônio suficiente para quitação integral dos tributos exigíveis. Sem prejuízo dos dois itens acima, a regra do § 8º prevê ainda que o FIDC, enquanto cessionário, deve verificar a existência de patrimônio suficiente para quitação dos débitos exigíveis. Neste ponto, pondera-se novamente as questões acima relativas ao vulto que temas de índole tributária podem assumir em certos contextos. Veja-se, nesse sentido, que a administração tributária possui mecanismo próprio para o devido acompanhamento patrimonial (conforme previsto nos arts. 64 e 64-A da Lei 9.532) e indisponibilidade de bens e direitos em certas hipóteses previstas legalmente, especialmente naquelas em que haja indício de que o patrimônio da pessoa física ou jurídica é insuficiente para a satisfação dos seus débitos.

Não parece, portanto, ser razoável que a verificação quanto à existência e suficiência de patrimônio para quitação dos débitos tributários do cedente deva ser atribuída ao gestor do FIDC.

Em virtude do exposto, entendemos que não deveria prevalecer na Norma Editada qualquer regra expressamente estabelecendo obrigação do gestor no sentido de verificar a regularidade dos cedentes.

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

[...]

~~§ 8º No âmbito das diligências relacionadas à aquisição de direitos creditórios, o gestor deve verificar a regularidade fiscal do cedente, o que pode ser efetuado por meio das medidas abaixo, sem prejuízo de quaisquer outras que se façam necessárias:~~

~~I obter do cedente a apresentação de certidão de regularidade fiscal;~~

~~II exigência de prova da inexistência de inscrição de débito em Dívida Ativa da União; e~~

~~III comprovação da reserva de patrimônio suficiente para quitação integral dos tributos exigíveis.~~

~~§ 9º O gestor, em função das diligências referidas no 8º, deve divulgar aos cotistas, quando da distribuição de cotas do fundo, a possibilidade de ineficácia da cessão de crédito em razão de demanda da Fazenda Nacional na cobrança de créditos fiscais cujo lançamento tenha se dado até o momento da cessão.~~

Subsidiariamente, caso essa CVM entenda que não deveria dispensar a verificação de regularidade tributária do cedente de direitos creditórios, a despeito dos nossos argumentos apresentados acima, sugerimos que a regra seja mais principiológica e menos descritiva em relação aos documentos que devem ser analisados. Nesse sentido, a preocupação do gestor deve ser em relação à possível ineficácia da cessão do direito creditório, do qual a regularidade tributária é um fator de atenção, mas não o fim em si da verificação.

Também entendemos que, da mesma forma que a Minuta reconhece que a verificação do lastro dos direitos creditórios cedidos ao FIDC de forma individualizada para todos os direitos creditórios que ingressarem na carteira pode, em razão de seu baixo valor e grande dispersão, inviabilizar a operação de securitização<sup>133</sup>, o Anexo Normativo II deveria reconhecer que a análise de regularidade tributária proposta na Minuta certamente inviabilizaria muitas operações.

Por essa razão, sugerimos que a verificação a ser realizadas deveria considerar hipóteses de ineficácia da cessão do direito creditório de forma geral – o que poderia, mas não necessariamente deverá, estar vinculada à análise de regularidade fiscal do cedente –, conforme apontado no parágrafo anterior, sendo essa obrigação restrita aos cedentes cujos direitos creditórios cedidos representem parcela superior a 20% (vinte por cento) da carteira de direitos creditórios da classe. Nesse sentido, sugerimos que a redação do dispositivo fique próxima à redação a seguir:

Art. 39. [...]

<sup>133</sup> Sendo que, nesse caso, o gestor estaria autorizado a adotar a verificação por amostragem e, no caso de classes destinadas exclusivamente a investidores profissionais, em casos muito severos de baixo valor dos créditos individuais e grande dispersão de devedores, dispensar inteiramente a verificação de lastro, dando plena ciência aos investidores desse fato nos materiais de divulgação e no regulamento do FIDC. Dessa forma, não se inviabiliza a estrutura e a estratégia com a carga regulatória aplicável, adequando-se o produto a investidores com sofisticação adequada, se for o caso.

[...]

§ 8º No âmbito das diligências relacionadas à aquisição de direitos creditórios, o gestor deve verificar a ~~regularidade fiscal do cedente, o que pode ser efetuado por meio das medidas abaixo, sem prejuízo de quaisquer outras que se façam necessárias~~ possibilidade de ineficácia da cessão de crédito em virtude de irregularidades fiscais para todos os cedentes que cedam direitos creditórios que representem mais de 20% (vinte por cento) do patrimônio da carteira de direitos creditórios da classe de cotas e assegurar que eventuais riscos oriundos dessa irregularidade sejam descritos no regulamento do FIDC.

~~I — obter do cedente a apresentação de certidão de regularidade fiscal;~~

~~II — exigência de prova da inexistência de inscrição de débito em Dívida Ativa da União; e~~

~~III — comprovação da reserva de patrimônio suficiente para quitação integral dos tributos exigíveis.~~

### 9.3. 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 precedentes<sup>134</sup>, a CVM editou, em 2017, a Deliberação 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 requisitos<sup>135</sup>.

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:

<sup>134</sup> 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.

<sup>135</sup> 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.

(a) *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 interesses<sup>136</sup>. 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 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 cotas<sup>137</sup>.

(b) *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.

(c) *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

---

<sup>136</sup> 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.

<sup>137</sup> 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.



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 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.

Caso essa CVM discorde de nossa sugestão no sentido de elidir a necessidade de aprovação em assembleia, sugerimos que a competência da assembleia de aprovar o disposto nesse § 1º do art. 43 do Anexo Normativo II seja transferida para o conselho consultivo detalhado no nosso comentário no item 8.2 desta PARTE D. Caso a CVM discorde também dessa solução, sugerimos que o quórum da referida assembleia seja reduzido a cotistas titulares da maioria das cotas emitidas da classe em questão<sup>138</sup>.

Frise-se que as propostas subsidiárias indicadas no parágrafo anterior se amparam no fato de o quórum de unanimidade ser excessivamente restritivo e difícil de ser atingido, podendo inviabilizar as operações da classe.

(d) *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 segurado, 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

---

<sup>138</sup> Nesse sentido, cumpre lembrar que o cotista que não esteja satisfeito com a decisão assemblear poderá sempre exercer seu direito de retirada por dissidência, nos termos do art. 34 do Anexo Normativo II.



salvaguardar a preocupação regulatória com a proteção dos cotistas, isto é, algum direito de regresso em favor do FIDC.

(e) *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 cotas<sup>139</sup>. 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.

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 ~~pode~~m 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;

<sup>139</sup> 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 as 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.

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<sup>7</sup> estabelecidos neste Anexo II<sup>7</sup> 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.

## 10. 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.

## 11. Padrões de atuação dos prestadores de serviço essenciais em casos extremamente excepcionais (sem correspondência na Minuta)

Conforme descrito no item 16.2 da PARTE B deste documento, as preocupações sobre a necessidade de previsão em norma de um *safe harbour* para pautar a atuação dos prestadores de serviço em casos de extrema excepcionalidade de funcionamento dos mercados são mais fortes no caso de FIDC, o que ficou muito evidenciado no ano de 2020 em virtude das diversas repercussões da Covid-19 no cumprimento dos contratos já firmados.

Nesse cenário, solicitamos que, caso a CVM não aceite nossa sugestão no item 16.2 da PARTE B, que, ao menos, cogite prever disposições análogas aplicáveis apenas a FIDC, fazendo-o por meio de inclusão após o art. 45 da Minuta.

## 12. Recebimento de garantias em nome de terceiros (art. 46)

Entendemos ser imprópria a vedação pretendida pelo Anexo Normativo II, que impede que 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 abrange todos os seus acessórios, salvo disposição em contrário<sup>140</sup>, no advento do inadimplemento do direito creditório e necessidade de execução da garantia, o credor 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 pela divulgação de informações (*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.

---

<sup>140</sup> Conforme dispõe o art. 287 do Código Civil: "*Salvo disposição em contrário, na cessão de um crédito abrangem-se todos os seus acessórios.*"

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.~~

### **13. Carteira (arts. 47 a 51)**

#### **13.1. Extinção do conceito de "FIC-FIDC" (art. 47, *caput* e § 3º)**

Assim como o regramento mais moderno aplicável aos FII e aos FIP<sup>141</sup> 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)<sup>142</sup> e 67% (sessenta e sete por cento)<sup>143</sup> 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.

<sup>141</sup> 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.

<sup>142</sup> Parcela máxima do patrimônio líquido que pode não ser alocada em direitos creditórios, por um FIDC, nos termos da Minuta.

<sup>143</sup> Parcela mínima do patrimônio líquido que precisa ser investida em cotas de FIDC, por um FIC-FIDC, nos termos da Minuta.

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”<sup>144</sup>. 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 (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.

[...]

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

[...]

Subsidiariamente, caso esta sugestão não seja aceita pela CVM e os FIC-FIDC sejam mantidos, solicitamos que a Norma Editada determine expressamente o prazo para enquadramento da carteira dos FIC-FIDC após o início de suas atividades. Nesse sentido, entendemos que deve ser aplicado o mesmo prazo de 180 (cento e oitenta) dias aplicável aos FIDC, previsto no art. 47 referido acima.

### 13.2. 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,

<sup>144</sup> 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.

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 D.

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 desenquadramento 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.

Caso a sugestão ora aventada não seja aceita por essa CVM, propomos, subsidiariamente, que as operações referidas acima possam ser cursadas por classe de FIDC destinada exclusivamente a investidores qualificados.

### 13.3. 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.

De forma consistente com a sugestão de adoção de analogia com a Instrução CVM 555 referida no subitem (e) do item 4.2 desta PARTE D, 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, conforme comentado no item 5 desta PARTE D.

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”<sup>145</sup>. 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

---

<sup>145</sup> Ver nossos comentários ao item 1.5 desta PARTE D.

outras partes do Anexo Normativo II<sup>146</sup> 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, em linha com nossa sugestão detalhada no item 13.4 desta PARTE D<sup>147</sup>.

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.**

§ 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
- ~~c)~~ 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**

<sup>146</sup> 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.

<sup>147</sup> Nossa proposta é que os FIDC que lancem classes de cotas especificamente destinadas a comprar direitos creditórios cedidos ou originados por sociedades de propósito específico constituídas sob a forma de sociedade por ações que desenvolvam projetos prioritários de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, nos termos do art. 2º da Lei 12.431, estariam facultados a utilizar o sufixo “Infraestrutura”. Caso tal sufixo seja utilizado, os limites de concentração por devedor podem ser elevados, sem limitação, desde que a classe seja restrita a investidores qualificados.



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 ~~do 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.~~

#### 13.4. Classes “Incentivadas” (i.e., investimento em infraestrutura ou PD&I) (sem correspondência na Minuta)

Segundo o [Global Infrastructure Outlook](#), até 2040, o Brasil terá um déficit de cerca de USD 1,2 trilhão na captação de investimentos para o desenvolvimento de projetos de infraestrutura<sup>148</sup>. Não obstante, 77% (setenta e sete por cento) de todo o investimento privado em infraestrutura global foi destinado a projetos localizados nos países mais desenvolvidos<sup>149</sup>. Assim, os mecanismos de incentivo à captação de investimentos privados para o desenvolvimento da infraestrutura no país são de extrema importância para seu desenvolvimento e melhora da qualidade de vida da população em geral.

Nesse contexto, inserem-se os direitos creditórios devidos por sociedades que empreendam projetos em infraestrutura considerados como de alta prioridade pelo governo federal, que, quando cedidos a FIDC, rendem a seus cotistas tratamento tributário favorecido, desde que determinadas condições estabelecidas na Lei 12.431 sejam cumpridas.

Nas palavras da própria CVM, a autarquia “*enxerga claro benefício no uso dos veículos coletivos de investimento para essa finalidade, uma vez que as pessoas físicas, especialmente no caso de investidores de varejo, poderão contar com gestão profissional para melhor avaliação dos riscos e retornos associados a esses ativos de longo prazo, além de uma maior diversificação de carteira, essencial para a diluição dos riscos do investimento*”<sup>150</sup>.

Nesse contexto, ressaltamos que a estruturação desses FIDC já é permitida pela Instrução CVM 356 e seguirá sendo permitida nos termos do Anexo Normativo II, que propõe permitir a investidores em geral a aquisição de tais produtos de investimento. Não obstante, acreditamos que haja oportunidade de aperfeiçoamento desses produtos de investimento, sobretudo, no que diz respeito:

- (i) ao prazo para enquadramento da carteira; e

---

<sup>148</sup> Isso coloca o Brasil com a terceira maior diferença negativa (*gap*) entre necessidade de investimentos projetada e investimentos projetados, atrás apenas dos Estados Unidos da América e da República Popular da China.

<sup>149</sup> Fonte: GLOBAL INFRASTRUCTURE HUB. **Infrastructure Monitor 2020**. Data-driven insights into selected G20 infrastructure priorities. [S.l.]: Banco Mundial. out. 2020. p. 5. Disponível em: [https://cdn.qihub.org/umbraco/media/3241/qih\\_monitorreport\\_final.pdf](https://cdn.qihub.org/umbraco/media/3241/qih_monitorreport_final.pdf). Acesso em: 10 mar. 2021.

<sup>150</sup> Conforme o item 1 do edital da Audiência Pública CVM/SDM 4/2018, que resultou na publicação da Instrução CVM 606.

- (ii) aos limites de concentração por devedor – incluindo a forma como sociedades com sócios em comum seriam consideradas como pertencentes a um mesmo grupo econômico, para fins de atendimento a esses limites.

Ressaltamos que os projetos em infraestrutura necessitam ser previamente aprovados pela pasta competente do Poder Executivo federal para que os FIDC que adquiram seus direitos creditórios façam jus a qualquer benefício tributário, nos termos da Lei 12.431, processo que pode ser extremamente demorado e envolver várias idas e vindas entre companhia e ministério. Em meio a isso, os estruturadores do FIDC que objetive adquirir os direitos creditórios desse projeto precisarão de autorização da CVM para distribuir publicamente suas cotas, o que também exige um procedimento de análise por essa CVM. Há, assim, uma preocupação com a harmonização desses dois prazos, nos processos de estruturação e captação de FIDC com essas características. Nesse contexto, acreditamos que permitir aos FIDC que expressamente tenham como objetivo investir nesses direitos creditórios toda a extensão do prazo legal permitido para o enquadramento de sua carteira poderia mitigar essa questão.

Dito isso, sugerimos que a classe de FIDC que se destine a ter o enquadramento tributário definido no art. 2º da Lei 12.431<sup>151</sup> possa utilizar o sufixo “Incentivado” (ou “Infraestrutura” ou “PD&I”, conforme o caso) para obter os seguintes benefícios<sup>152</sup>, considerando a máxima flexibilidade prevista na própria Lei 12.431: (i) prazo diferenciado para o enquadramento da carteira – de até dois anos, como permite a Lei 12.431 –; (ii) possibilidade de desconsideração do grupo econômico das sociedades de propósito específico devedores que sejam constituídas sob a forma de sociedade por ações, para fins de cômputo do limite de concentração por devedor; e (iii) possibilidade de elevação do limite de concentração por devedor para acima dos limites previstos no art. 48 do Anexo Normativo II. Dessa forma, entendemos que esses FIDC farão jus a determinadas condições mais favoráveis concedidas aos FIF e o FIC-FIF da categoria “Incentivado” – alcunhados na Instrução CVM 555 de “Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura – FI-Infra” e “Fundos de Investimento em Cotas de Fundos Incentivados de

---

<sup>151</sup> Na íntegra: “Art. 2º No caso de debêntures emitidas por sociedade de propósito específico, constituída sob a forma de sociedade por ações, dos certificados de recebíveis imobiliários e de cotas de emissão de fundo de investimento em direitos creditórios, constituídos sob a forma de condomínio fechado, relacionados à captação de recursos com vistas em implementar projetos de investimento na área de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo federal, os rendimentos auferidos por pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no País sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda, exclusivamente na fonte, às seguintes alíquotas: I – 0% (zero por cento), quando auferidos por pessoa física; e II – 15% (quinze por cento), quando auferidos por pessoa jurídica tributada com base no lucro real, presumido ou arbitrado, pessoa jurídica isenta ou optante pelo Regime Especial Unificado de Arrecadação de Tributos e Contribuições devidos pelas Microempresas e Empresas de Pequeno Porte (Simples Nacional). [...]”.

<sup>152</sup> Note-se que a inspiração para este art. proposto vem das discussões entre a CVM e o mercado que culminaram na edição da Instrução CVM 606.

Investimento em Infraestrutura – FIC-FI-Infra”<sup>153</sup>, o que gera consistência regulatória por parte dessa CVM.

Destacamos que sugerimos que sejam feitas referências à Lei 12.431 e aos demais dispositivos da legislação em vigor que sejam aplicáveis sempre que se tratar da conformidade com algum requisito estabelecido em tais normativos para que os cotistas do FIDC façam jus ao tratamento tributário diferenciado previsto em seu art. 2º. Não obstante, que fique claro: em qualquer caso, os cotistas só farão jus a qualquer tratamento tributário diferenciado se a classe “Incentivada” e o FIF como um todo cumprirem com todos os requisitos estabelecidos na Lei 12.431 e nos demais dispositivos legais aplicáveis<sup>154</sup>. O objetivo é que, caso a legislação venha a ser alterada, a regulamentação já estará, na medida do possível, mais compatível com as novas disposições e – frise-se – essa solução já foi adotada pela própria CVM ao regulamentar os “Fundos de Investimento Incentivados de Infraestrutura – FI-Infra” e os “Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento Incentivados de Infraestrutura – FIC-FI-Infra”<sup>155</sup>.

---

<sup>153</sup> Apesar de o mais comum tipo de ativo “incentivado” pela Lei 12.431, conforme regulamentada pelo Decreto 8.874/2016, serem os ativos relacionados a projetos prioritários em infraestrutura: a Lei 12.431 concede o mesmo “incentivo” a projetos de produção econômica intensiva em PD&I, na forma do Decreto 8.874/2016.

<sup>154</sup> Assim, entre outros: (i) a classe deverá ser fechada; (ii) as cotas da primeira emissão da classe deverão ser publicamente ofertadas, nos termos da regulação em vigor; (iii) ao menos 85% (oitenta e cinco por cento) do patrimônio líquido da classe deve ser representado por direitos creditórios cujos devedores operem projetos de infraestrutura ou projetos de pesquisa, desenvolvimento e inovação e a parcela restante do patrimônio líquido deverá ser composta por títulos públicos federais, operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais e/ou cotas de Fundos de Investimento que invistam em títulos públicos federais; (iv) o originador dos direitos creditórios descritos no inciso I não pode ser instituição financeira; (v) a classe deverá ter prazo de duração mínimo de 6 (seis) anos; (vi) o índice referencial da classe deverá ser taxa de juros pré-fixada vinculada a índice de preço ou à taxa referencial; (vii) nos 2 (dois) primeiros anos a partir da data de encerramento da oferta pública de distribuição de cotas constitutivas do patrimônio inicial da classe de cotas, só poderá ser paga amortização aos cotistas em relação ao que exceder o valor de principal das cotas; (viii) cedentes de direitos creditórios só serão admitidos como cotistas da classe destinada ao público em geral se suas cotas foram de subclasse subordinada; (ix) o intervalo de amortização parcial de cotas, inclusive as provenientes de rendimentos incorporados, caso existentes, deverá ser, no mínimo, 180 (cento e oitenta) dias; (x) todas as cotas da classe deverão estar admitidas à negociação em mercado organizado de valores mobiliários ou registradas em sistema de registro devidamente autorizado pelo BCB ou pela CVM, nas suas respectivas áreas de competência; (xi) além dos itens dispostos no art. 26 do Anexo Normativo II, o anexo ao regulamento de FIDC que disciplinar a classe da categoria “Infraestrutura” deverá conter (a) o objetivo do(s) projeto(s) beneficiado(s); (b) o prazo estimado para início e encerramento dos projetos ou, para aqueles em andamento, a descrição da fase em que se encontram e a estimativa do seu encerramento; (c) o volume estimado dos recursos financeiros necessários para a realização do projeto ou projetos não iniciados ou para a conclusão dos já iniciados; e (d) o percentual que se estima captar com a venda dos direitos creditórios, frente às necessidades de recursos financeiros dos projetos beneficiados; e (xii) cada instrumento particular por meio do qual o FIDC contratar cessões de direitos creditórios para a classe com sufixo “Infraestrutura” e, na forma regulamentada pela CVM, o prospecto de cada oferta pública de distribuição ou aquisição de cotas de tal classe, quando for o caso, deverão conter o disposto nas alíneas “a” a “d” do item (xi).

<sup>155</sup> Essa proposta está alinhada com a regulação adotada por essa CVM em relação aos FIF e FIC-FIF de que trata o art. 3º da Lei 12.431: conforme o item 2.1 do edital da Audiência Pública CVM/SDM nº 4/2018, de 27 de setembro de 2018, que resultou na publicação da Instrução CVM 606: “[...] a CVM optou por fazer referência ao limite percentual

Além disso, entendemos que, assim como a Instrução CVM 606 permitiu aos gestores de FIF e FIC-FIF da categoria "Renda Fixa" que visem à obtenção do tratamento tributário mais benéfico para os cotistas previsto na Lei 12.431, os gestores de FIDC que visem ao mesmo benefício também deveriam fazer jus ao prazo máximo permitido na legislação específica, desconsiderando a limitação de 180 (cento e oitenta) dias para o enquadramento da carteira previsto de forma genérica na Instrução CVM 356 e na Instrução CVM 555, conforme o caso.

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~~.

[...]

§ 5º As classes ["Incentivada"]**{ou}**["Infraestrutura" ou "PD&I"] terão o prazo disposto na legislação específica para atingir o limite percentual de enquadramento de suas aplicações nos direitos creditórios e ativos financeiros elencados no art. 1º, § 1º-A, inciso VIII, da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011.

[...]

Art. [•]. As classes de FIDC que tenham por objetivo o enquadramento no regime tributário estabelecido no art. 2º da Lei nº 12.431, de 2011, podem ter à sua denominação acrescido o sufixo ["Incentivada"]**{ou}**["Infraestrutura" ou "PD&I", conforme o caso].

§ 1º O regulamento e o material de divulgação da classe de que trata o **caput**, inclusive o prospecto, se houver, devem informar os benefícios tributários da classe e dos cotistas, se for o caso, as condições que devem ser observadas para a manutenção desses benefícios, e destacar os riscos inerentes à concentração dos ativos que integrem a carteira resultante de suas aplicações.

§ 2º Os limites de enquadramento da carteira da classe de que trata o **caput** deverão atender ao disposto no art. 2º da Lei nº 12.431, de 2011, e sua respectiva regulamentação.

§ 3º Para efeito do disposto no § 1º, I, "b", do art. 48, no caso de direitos creditórios de que trata o § 2º deste art., quando devedor por sociedade de propósito específico – SPE constituída sob a forma de sociedade por ações, o limite será computado considerando-se a SPE como emissor independente, desde que haja constituição de garantias relativas ao cumprimento das obrigações principais e acessórias e que elas não sejam concedidas por sociedades integrantes do seu grupo econômico, exceto no caso de garantias reais incidentes sobre as ações de emissão da SPE de propriedade de tais sociedades.

§ 4º As classes de FIDC de que trata o **caput** não podem investir em ativos financeiros no exterior ou em direitos creditórios no exterior.

### 13.5. 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

---

*exigido pela lei em relação à aplicação em ativos incentivados. Neste caso, na hipótese de futura alteração no limite legal que determina a concessão da isenção tributária, este estará automaticamente contemplado pela instrução".*

356<sup>156</sup>. 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 exterior<sup>157</sup>. 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.

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

---

<sup>156</sup> 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”.

<sup>157</sup> 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 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.



FIDC invistam no exterior<sup>158</sup>, bem como outros diversos pleitos e discussões mantidas com participantes para constituição de estruturas com crescente flexibilidade para investimento no exterior<sup>159</sup>. Nesse ponto, devemos ressaltar que, salvo no caso dos Fiagro, FII, FIP das categorias “Infraestrutura” ou “PD&I” e Funcine – que têm diplomas jurídicos com força e lei que os regulamentam<sup>160</sup> –, os Fundos de Investimento, em geral, podem investir no exterior. Essa restrição ao investimento no exterior, por ser de natureza infralegal, está em evidente descompasso 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.

---

<sup>158</sup> Cite-se o Processo nº RJ-2011-12448 e o Processo nº 19957.002752/2016-18.

<sup>159</sup> 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.

<sup>160</sup> 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.



### 13.5.1. 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 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"<sup>161</sup> 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.

### 13.5.2. 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

---

<sup>161</sup> As quais foram descritas nos comentários ao art. 2º nesta PARTE IV.

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".

### 13.6. 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-2013-5456<sup>162</sup>:

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 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

<sup>162</sup> Julgado pela CVM em 20 de outubro de 2015 e decidido em última instância por acórdão do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional de 24 de abril de 2018.

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*)<sup>163</sup>. Assim, na novação pode haver continuidade econômica, mas não continuidade jurídica<sup>164</sup>. JOSÉ SORIANO DE SOUZA NETO salienta que a simples modificação quantitativa da prestação não configura novação, por não extinguir a obrigação anterior<sup>165</sup>. Essa posição é suportada pela jurisprudência pátria<sup>166</sup>.

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.

#### **14. 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 relação às classes cujas cotas possam ser cobradas 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.

---

<sup>163</sup> 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.

<sup>164</sup> 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.

<sup>165</sup> 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.

<sup>166</sup> 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.

Caso essa CVM não concorde com qualquer das propostas apresentadas nos itens 14.1, 14.2, 14.3, 14.4, 14.5 ou 14.6 desta PARTE D, solicitamos que essas sejam consideradas em relação às classes restritas a investidores profissionais.

14.1. 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 CVM prever tal possibilidade na Minuta é um grande avanço regulatório e acreditamos que poderia contribuir muito para a indústria<sup>167</sup>.

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 conselho<sup>168</sup>, desde que expressamente previstas em regulamento as situações e condições gerais em que referidas operações possam ser realizadas. Conforme discutido no subitem (a) do item 16.1 da PARTE B, 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 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 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, em linha com nosso comentário no item 13.2.1 da PARTE B.

---

<sup>167</sup> Ressaltamos que a efetivação dessa previsão normativa dependerá de revogação da alínea "a" do inciso IX do § 2º da Resolução CMN 2.907. A esse respeito, ver nossos comentários no item 16.2 do desta PARTE D.

<sup>168</sup> Todavia, não sendo proibido que se estabeleça tal governança, quando for o caso.



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.~~

Sem prejuízo do disposto acima, 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.

#### 14.2. 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 CVM<sup>169</sup>.

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.

. 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

<sup>169</sup> Qual seja: a proteção ao investidor, conforme a exposição de motivos da Lei 6.385.

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;

#### 14.3. 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;

#### 14.4. 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, conforme nossa sugestão apresentada no tem. 13.1 desta PARTE D e referida diversas vezes ao longo desta Manifestação –, 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 mercado<sup>170</sup>.

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.

---

<sup>170</sup> 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.

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;

#### 14.5. 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

#### 14.6. 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<sup>171</sup>, 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

<sup>171</sup> Ver nosso comentário ao item 9.2.2. – subitem (b) – desta PARTE D.

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.

## **15. 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 exime 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.**

## 16. Regras de transição

### 16.1. 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.

### 16.2. 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.

## **17. Consolidação de outros normativos**

Em atenção ao disposto no Decreto 10.139/2019, sugerimos que seja aproveitada a oportunidade de edição da Norma Editada para consolidar regras adicionais aplicáveis a Fundos de Investimento, apontadas abaixo<sup>172</sup>.

### **17.1. 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.

### **17.2. 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”.

Nessa seara, sugerimos que a Instrução CVM 399 seja inclusa entre as normas revogadas com a entrada em vigor da Norma Editada.

\* \* \*

---

<sup>172</sup> Ressalte-se que não temos pretensão de sermos exaustivos com os itens apontados.

## **PARTE E**

### **PONDERAÇÕES E COMENTÁRIOS AO ANEXO NORMATIVO À RESOLUÇÃO QUE REGULARÁ OS FII**

Como antecipado no Edital, sabemos que a agenda regulatória dessa CVM inclui uma revisão posterior da Instrução CVM 472, a qual será incorporada à Norma Editada na forma de um Anexo Normativo para FII, conforme a proposta dessa CVM de estrutura regulatória para os Fundos de Investimento.

Ainda que haja discussões futuras e até mesmo a abertura de uma audiência pública específica para tratar sobre o Anexo Normativo para FII, formulamos algumas considerações breves sobre os impactos da Minuta para o segmento dos FII.

Apresentaremos nossos comentários de uma forma mais conceitual com objetivo de nortear a futura regulamentação da CVM. Isso porque, na nossa visão, o Edital acabou antecipando alguns dos maiores pontos de discussão atualmente na indústria dos FII, os quais foram endereçados desde já na Resolução, considerando nossos comentários na PARTE B desta Manifestação. Sem prejuízo, entendemos que há espaço para alguns aperfeiçoamentos adicionais, específicos da indústria imobiliária.

Em especial, ressaltamos 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.

#### **1. Dispensa do requisito de capital mínimo**

No caso dos FII que invistam a maior parte de sua carteira em imóveis ou em participações societária em empresas fechadas cujo objeto social seja a administração ou o desenvolvimento imobiliário e aloquem apenas uma parcela residual de seu patrimônio em ativos financeiros e recebíveis ligados ao setor imobiliário, a função do administrador fiduciário na controladoria de ativos e passivos é pouco intensiva em tecnologia da informação.

Por esse racional econômico, entendemos que a mesma justificativa para dispensar o requisito de manutenção de capital mínimo estabelecido no inciso III do art. 1º, § 2º, da Instrução CVM 558<sup>173</sup> poderia ser estendida aos administradores fiduciários que exerçam tal atividade

---

<sup>173</sup> Conforme exposta no item 3.1 do edital da Audiência Pública CVM/SDM nº 10/2014, publicado em 1º de dezembro de 2014.

exclusivamente no âmbito de FII cuja carteira preveja a alocação de ao menos 90% (noventa por cento) do patrimônio em imóveis, participações societárias ou cotas de outros FII.

Caso esta CVM não se sinta inteiramente confortável com a solução proposta no parágrafo anterior, propomos, subsidiariamente, que a dispensa seja estendida apenas aos FII quando todas as suas classes de cotas forem destinadas exclusivamente a investidores qualificados. Afinal, tais investidores têm, via de regra, sofisticação suficiente para realizar sua própria *due diligence* em relação à capacidade do prestador de serviço de realizar adequadamente sua atividade.

## **2. Distribuição de cotas**

A atual redação do art. 10 da Instrução CVM 472 impede que instituições que não sejam membras do sistema de distribuição de valores mobiliários atuem na distribuição de cotas de FII. Isso exclui os administradores de carteira que estejam autorizados a atuar na distribuição de cotas de fundos que administrem ou cujas carteiras girem, conforme o caso, da distribuição de cotas de FII.

Apesar de entender que a restrição partiu de vedação legal, imposta pelo art. 1º da Lei 8.668, sugerimos que tal restrição não seja transportada para o anexo normativo à Resolução que vier a regular os FII. Dessa forma, caso a Lei 8.668 venha a ser alterada no futuro de modo a permitir que outras entidades realizem a distribuição de cotas de FII, aquelas que estejam registradas junto à CVM poderão realizar tal atividade sem a necessidade de adaptação do regramento editado pela CVM.

## **3. Assembleia de cotistas**

### **3.1. Quórum**

De acordo com a Minuta, a assembleia de cotistas possuirá competência privativa para deliberar algumas matérias sensíveis à governança de Fundos de Investimento. De forma prudente, esse rol de matérias é bem limitado, relacionando-se apenas a situações críticas da vida da classe ou do Fundo de Investimento, como eventos organizativos do condomínio (fusão, incorporação, cisão *etc.*), pedido de declaração judicial de insolvência ou substituição dos prestadores de serviços essenciais.

A sistemática proposta na Resolução 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 deliberações<sup>174</sup>, inclusive para as matérias obrigatórias listadas no art. 64 da Resolução<sup>175</sup>.

Em linha com a LLE, a proposta dessa CVM para a governança assemblear se baseia no primado da liberdade contratual, podendo o regulamento estabelecer livremente as matérias. Essa sistemática da regulação está em linha com as melhores práticas internacionais, dando flexibilidade para que os prestadores de serviços 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*.

No entanto, 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 taxativo de matérias de competência privativa da assembleia de cotistas que podem contar com quórum qualificado – que inclui outras matérias não previstas no art. 64 da Resolução.

Atualmente, apenas as seguintes matérias estariam sujeitas ao quórum qualificado da Instrução CVM 472<sup>176</sup>:

- (i) alteração do regulamento;
- (ii) destituição ou substituição do administrador e escolha de seu substituto;
- (iii) fusão, incorporação, cisão e transformação do FII;
- (iv) dissolução e liquidação do FII, quando não prevista e disciplinada no regulamento;
- (v) apreciação do laudo de avaliação de bens e direitos utilizados na integralização de cotas;

---

<sup>174</sup> Nos termos do art. 71, § 3º, da Resolução, conforme a proposta da Minuta: “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”.

<sup>175</sup> Quais sejam: (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”.

<sup>176</sup> Nos termos do art. 18, combinado com o art. 20, parágrafo único, da Instrução CVM 472.

- (vi) aprovação dos atos que configurem potencial conflito de interesses nos termos dos arts. 31-A, § 2º, 34 e 35, *caput*, inciso IX, da Instrução CVM 472; e
- (vii) alteração da taxa de administração, nos termos do art. 36 da Instrução CVM 472.

Em nossa visão, essa vedação – que, diga-se, não decorre da Lei 8.668<sup>177</sup> – acaba travando o livre arbítrio de cláusulas contratuais entre investidores e gestores, o que representa flagrante atentado contra a liberdade de contratar e não se coaduna com o espírito da Lei 13.874, que exalta, em seu art. 2º, “a liberdade como uma garantia no exercício de atividades econômicas” e “a intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas”.

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 suficientemente flexível para acomodar os diversos arranjos envolvendo FII estruturados, em desconformidade aos objetivos da própria regulação de trazer segurança e transparência aos investidores. Nesse sentido, apontamos abaixo uma lista das situações que vem sendo vivenciadas pelos participantes desse segmento de mercado:

- (i) Paralisação por não atingimento de quórum. Em virtude do absentismo<sup>178</sup> cada vez mais presente na indústria de FII, os administradores e gestores têm encontrado dificuldades na aprovação de matérias sensíveis à vida dos FII, em especial a aprovação de transações envolvendo potencial conflito de interesses<sup>179</sup>;
- (ii) Limitação à estruturação de produtos complexos. Os investidores não conseguem estabelecer matérias sujeitas a quórum qualificado na assembleia de cotistas, mesmo quando há consenso entre investidores e gestores de recursos sobre quais matérias seriam submetidas a tal deliberação;

---

<sup>177</sup> A propósito, reforça-se que o art. 10, *caput*, inciso VII da Lei 8.668 na realidade prevê que “[c]ada [FII] será estruturado através de regulamento elaborado pela instituição administradora, contendo: [...] competência e quórum de deliberação da [assembleia de cotistas]”. Dessa forma, entendemos que não há óbice legal para reforma da regulamentação aplicável às deliberações da assembleia de cotistas de FII no que diz respeito à instituição de quóruns qualificados.

<sup>178</sup> Nesse ponto em particular, ressaltamos que a definição do quórum de 25% (vinte e cinco por cento) das cotas subscritas foi definido pela CVM com base em estudos de mercado quando das discussões da Audiência Pública CVM/SDM 7/2014 – conforme apresentado no item 3.2.3 do respectivo edital –, que resultou na edição da Instrução CVM 571. Entendemos que tal 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 de cotistas.

<sup>179</sup> Ou seja, o quórum de 25% (vinte e cinco por cento) das cotas subscritas tem se revelado excessivo para essas deliberações, considerando a grande dispersão da base de cotistas.

- (iii) Tomada hostil. 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 hostil<sup>180</sup>, 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 e, quando aplicável, cogestores e/ou consultores imobiliários – algo que seria capturado naturalmente caso os cotistas pudessem deliberar a destituição do gestor, 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, tornou-se desatualizada em relação ao contexto do mercado imobiliário.

O fenômeno da democratização dos investimentos para pessoas físicas, que causou grande expansão do mercado de FII no Brasil nos últimos anos, acarretou mudanças também na própria estrutura da indústria dos FII que não foram acompanhadas pela regulamentação específica.

Muito embora, conforme dito acima, as pessoas físicas tenham ganhado relevância na sua participação nos FII, o 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. 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 serviços, 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 possa remover um gestor de FII, 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 vêm 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

---

<sup>180</sup> Uma vez que o quórum padrão dos FII, previsto pelo art. 20 da Instrução CVM 472 para deliberação por assembleia de cotistas é de maioria simples dos cotistas presentes, qualquer cotista que detenha apenas 3% (três por cento) das cotas do FII poderia, utilizando-se da faculdade regulatória, convocar uma assembleia para destituir o gestor do FII e deliberar por maioria simples dos presentes a substituição do gestor por outro de sua preferência, beneficiando-se do absentismo. 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, em prejuízos aos cotistas.

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).

Assim, entendemos que aos FII deve ser concedido o mesmo tratamento previsto para a governança assemblear conforme previsto na Resolução, de forma que os FII gozem da mesma liberdade na definição da governança assemblear que é conferida pelo CAPÍTULO VII da Resolução, conforme nossa sugestão indicada no item 12 da PARTE B. Isto é, as matérias privativas dos cotistas de FII deveriam ser aquelas previstas no art. 64 da Resolução, podendo o regulamento estabelecer outras matérias, bem como fixar o quórum qualificado aplicável e quais matérias estariam sujeitas a esse quórum.

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 da Resolução;
- (ii) a possibilidade de criação de novas matérias sujeitas a deliberação na assembleia 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 de cotistas, conforme definido no regulamento.

### 3.2. Instituição de conselhos consultivos com competência delegada

Na nossa visão, o mercado dos FII já alcançou maturidade suficiente para permitir que se possa livremente estabelecer os termos e condições que regerão a vida do FII. Assim, 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 FII, para que gestores e investidores possam negociar e estabelecer via



regulamento conselhos consultivos com competência para aprovar matérias que seriam entendidas como privativas da assembleia de cotistas – de forma semelhante ao funcionamento de LPAC em fundos de investimento estrangeiros –, de maneira similar à nossa sugestão no item 8.2 da PARTE D. Tais órgãos poderiam, por delegação da assembleia geral e conforme descrito no regulamento, decidir certas matérias com maior agilidade e qualidade, visando a otimizar a tomada de decisões estratégicas e essenciais para o funcionamento do FII.

Em todo caso, a constituição destes órgãos seria facultativa, de modo que caberia ao administrador e ao gestor definir sua relevância e necessidade para o funcionamento da estrutura em torno do FII e de suas classes de cotas, e sua composição não envolveria partes relacionadas aos prestadores de serviços à classe de cotas. Sugerimos que estes comitês possam ser compostos por membros independentes, eleitos pela assembleia geral de cotistas, ou por cotistas do FII, seguindo os critérios e requisitos que viriam previstos no regulamento, como uma forma de preservar os interesses dos cotistas do 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.

Ressaltamos que uma evidente vantagem da adoção do conselho proposto é que qualquer matéria ou situação cuja complexidade demandaria o investimento de significativo 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 eles. Essa vantagem é, portanto, maior nas classes destinadas ao público em geral<sup>181</sup>.

---

<sup>181</sup> 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*” [sublinhado adicionado] (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Protecting Investors: A Half Century of Investment**



Ademais, pela mesma justificativa exposta no item 8.2 da PARTE D, 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.

#### **4. Atribuições dos prestadores de serviços essenciais**

Uma questão adicional sobre a governança dos FII que tem causado grandes dificuldades no dia a dia diz respeito ao atual tratamento conferido pela Instrução CVM 472 ao administrador, em detrimento do gestor.

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 FII.

A esse respeito, o item 4.1 do relatório de análise da Audiência Pública CVM/SDM 1/2008 indica que:

No edital, a CVM manifestou seu entendimento de que a Lei nº 8.668, de 1993, impede a segregação entre as atividades de administração e gestão dos ativos imobiliários do FII. Por essa razão, a Minuta, no art. 29, inciso IV, estabelece que apenas os valores mobiliários integrantes da carteira do fundo podem ser geridos por pessoa diferente do administrador, desde que autorizada pela CVM para o exercício da atividade de administração de carteira de valores mobiliários. [...]

A 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<sup>182</sup>. Nesse ponto, ressaltamos que a própria Lei 8.668 menciona apenas uma fração das várias atribuições, obrigações, vedações e

---

Company Regulation. Washington (D.C., EUA): Division of Investment Management of the US Securities and Exchange Commission, May 1992. p. 266).

<sup>182</sup> Adicionalmente, ressalte-se que a categorização dos administradores de carteiras de valores mobiliários entre administradores fiduciários e gestores de recursos só passou a existir na regulação brasileira com a edição da Instrução CVM 558, em 2015.

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 dessa CVM aplicável a Fundos de Investimento – não expressamente na Lei 8.668.

Desse 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 ou expresso, as atribuições e responsabilidades do gestor de um FII.

Apesar disso, 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.

Nossa visão é de que o quadro normativo aplicável a FII está em descompasso com a regulamentação atual aplicável aos administradores de carteira de valores mobiliários, bem como à regulamentação vindoura prevista na Minuta que prevê a equiparação em importância entre administrador fiduciário e gestor de recursos – considerados “prestadores de serviços essenciais”.

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 FII nos últimos 3 (três) anos, constata-se uma predominância no lançamento de FII 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 (*initial public offering*), 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, bem como continuarão a pairar as incertezas jurídicas sobre as reais atribuições dos gestores de FII e sobre o risco de tomada hostil. E mais: mantida a estrutura atual, há pouco incentivo para ser gestor de FII, bastando manter-se na figura de consultor imobiliário, prestador de serviço não regulado por essa 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 análogos.

Dessa forma, solicitamos a essa CVM que, no momento da elaboração do Anexo Normativo que vier a regular FII, seja respeitado o primado da segregação de funções dos prestadores de serviços essenciais como previsto na Resolução CVM 21 e reforçado pela Minuta, de modo que esses sejam equiparados em importância e que não haja hierarquia entre administrador e gestor. Em especial, ressaltamos os seguintes pontos:

- (i) garantia de 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 não apenas em relação aos valores mobiliários que a integrem, mas todos os ativos, incluindo os empreendimentos imobiliários<sup>183</sup>;
- (iii) esclarecimento de que, também no caso dos FII, não será constituída responsabilidade solidária entre os prestadores de serviços essenciais;
- (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 no contrato de prestação de serviços, tendo o gestor de recursos discricionariedade na seleção desses prestadores; e
- (v) prestação de fiança, aval, aceite ou outras formas de coobrigação em nome do FII<sup>184</sup>.

## **5. Alavancagem financeira**

---

<sup>183</sup> Nesse conceito, o gestor de FII poderia representar o FII na compra e venda de imóveis da mesma forma que o gestor de FIP pode representar o FIP na compra e venda de ações, títulos e valores mobiliários emitidos por companhias fechadas e quotas de sociedades limitadas.

<sup>184</sup> Nesse ponto, ver nosso comentário no item 6 desta PARTE E.

Outro ponto da Instrução CVM 472 que tem cada vez mais levantado questionamentos no mercado está relacionado 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 CRI, ou (ii) pagamento do custo de aquisição de determinado imóvel a prazo. Ambas as alternativas, ressaltamos, não constituem quaisquer modalidades de empréstimo e são permitidas pela regulamentação atual.

Entendemos que a restrição para contrair ou efetuar empréstimo tem limitado as alternativas que os FII teriam para o financiamento de suas operações, as quais poderiam trazer grandes benefícios ao FII 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 FII 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 do Edital ou de futura audiência pública sobre o Anexo Normativo de FII, se for o caso.

Reforçamos que outras jurisdições permitem que os fundos imobiliários contraiam empréstimos e, de uma forma geral, financiem suas operações ou aquisições de novos imóveis. Nesse ponto, destacamos os FIBRA mexicanos<sup>185</sup> e os REIT americanos.

---

<sup>185</sup> Para uma explicação geral sobre os FIBRA mexicanos e suas principais características, ver: (i) ASSOCIACIÓN MEXICANA DE FIBRA INMOBILIARIAS. **¿Qué son las FIBRAS?**. AmeFIBRA. [201-?]. Disponível em <https://amefibra.com/conoce-las-fibras/que-son-las-fibras/>. Acesso em: 10 abr. 2021; e (ii) FIBRASHOP. **What Is A**

Ainda, a título de exemplo, os REIT singapurianos tinham, até março de 2020, um limite de alavancagem<sup>186</sup> de 45% (quarenta e cinco por cento), recentemente aumentado para 50% (cinquenta por cento). Entre outros fatores, o regulador singapuriano considerou impactos da pandemia de Covid-19 no aumento do limite de alavancagem e, ainda, emendou a legislação<sup>187</sup> para considerar aumentos do limite de alavancagem por um REIT em razão de fatores econômicos fora de seu controle. Nos Estados Unidos, estudos<sup>188</sup> apontam que os REIT incorreram no menor índice médio histórico de alavancagem financeira ao final de fevereiro de 2020 – que, ainda assim, foi apurado em pouco menos de 32% (trinta e dois por cento).

Esses não são exemplos isolados. Robusto estudo comparativo realizado pela EPRA em 2020 demonstra que, em grande parte das jurisdições – das mais avançadas às emergentes –, é admitida a alavancagem. A título exemplificativo, alavancagem aos fundos imobiliários é permitida em África do Sul, Alemanha, Austrália, Bélgica, Bulgária, Canadá, China, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Índia, Indonésia, Irlanda, Japão, Luxemburgo e Reino Unido<sup>189</sup>. Parece-nos, em verdade, que o Brasil é a maior economia do planeta em que a alavancagem financeira de fundos imobiliários não é permitida.

Assim, sugerimos que seja revista a vedação à contratação de empréstimos pelos FII, ainda que seja estabelecido uma métrica para estabelecimento de limites. O estudo indicado no parágrafo anterior apresenta um rol extenso de alternativas regulatórias para o estabelecimento de parâmetros de alavancagem.

## 6. Prestação de fiança, aval, aceite ou qualquer outra forma de coobrigação

---

**FIBRA?** FIBRASHop. [201-?]. Disponível em: <https://www.fibrashop.mx/english/what-is-a-fibra.html>. Acesso em: 10 abr. 2021. O segundo texto contém um comparativo entre os FIBRA mexicanos e os REIT americanos.

<sup>186</sup> Razão entre dívida e patrimônio total do REIT.

<sup>187</sup> Mais informações relativas às alterações regulatórias em Singapura estão disponíveis no [informativo](#) que a própria autoridade regulatória divulgou ao mercado em maio de 2020.

<sup>188</sup> COHEN & STEERS. **U.S. REITs and COVID-19**: Property Fundamentals and REIT Balance Sheets Positioned Better than Credit and Equity Markets' Perception. Cahen & Steers, Inc. c2020. 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](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). Acesso em: 10 abr. 2021.

<sup>189</sup> Nesse sentido, ver: EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION. **EPRA Global REIT Survey 2020**. A comparison of the major REIT regimes around the world. European Public Real Estate Association, 2020. Disponível em: [https://prodapp.epra.com/media/EPRA\\_Global\\_REIT\\_Survey\\_2020\\_1597930925323.pdf](https://prodapp.epra.com/media/EPRA_Global_REIT_Survey_2020_1597930925323.pdf). Acesso em: 10 abr. 2021.

Por fim, também avaliamos 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 que se propõe no item no item 13.2.1 da PARTE B.

Não obstante, considerando que 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.

## **7. Distribuição de lucros com base no caixa – “regra dos 95%”**

Apesar das diversas tentativas dessa 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, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) dos lucros auferidos no período, 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 chamada “regra dos 95%”.

Entendemos o mérito da regra dos 95% ao dificultar a retenção de valores e o reinvestimento, pois a regra baseia-se no conceito de que o FII seja destinado à geração de fluxos de caixa periódicos e previsíveis (*yieldco*). 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, entendemos que ela precisa de revisões.

Nesse contexto, o Ofício-Circular CVM/SIN-SNC 1/14 e o Ofício-Circular CVM/SIN-SNC 1/15 trazem esclarecimentos ao mercado sobre aspectos contábeis e regulatórios do requisito da distribuição de lucros. Apesar de positiva a contribuição dessa CVM, desde então o mercado se deparou com outras dúvidas e dificuldades na operacionalização da distribuição de lucros que, entendemos, merecem nova consideração por essa CVM.

Em nossa visão, sem prejuízo da necessidade de distribuição periódica de rendimentos, aos FII deveria ser dispensado o mesmo tratamento contábil aplicável às demais espécies de Fundos de Investimento e às companhias em geral, com a aplicação do regime de competência para

apuração de lucros e elaboração das demonstrações contábeis de acordo com o IFRS, conforme tropicalização editada pelo CPC.

Se a proposta legislativa é, justamente, aproximar a indústria de FII aos padrões internacionais, entendemos que a incorporação dos conceitos acima é, sem sombra de dúvidas, a prática mais alinhada aos padrões internacionais. A padronização facilita não só a elaboração das demonstrações contábeis pelos administradores, mas também a auditoria pelos auditores independentes e a compreensão dos investidores – em especial os não-residentes –, agregando segurança jurídica ao mercado.

Ainda, caso a CVM não entenda pertinente a reformulação dos padrões contábeis aos FII, entendemos que deveriam ser esclarecidas algumas dúvidas comuns do mercado sobre os critérios atuais adotados. Caso a CVM entenda que esses esclarecimentos não possam ser tratados diretamente no Anexo Normativo para FII, sugerimos a edição de outros normativos para endereçar as dúvidas que o mercado possui sobre esse requisito.

Sem prejuízo de outras dúvidas ou sugestões apresentadas por outros participantes, segue abaixo uma lista dos principais pontos e questionamentos levantados pelos gestores especializados na indústria dos FII:

- (i) tratamento a ser dado na base de apuração dos lucros 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;
- (ii) tratamento a ser dado em casos de reformas necessárias ou úteis dos imóveis da carteira do FII;
- (iii) tratamento dado na apuração e distribuição dos lucros de base mensal, em antecipação à distribuição semestral; e
- (iv) avaliação da possibilidade de o gestor e/ou o administrador, conforme estrutura de governança de cada FII, ter(em) 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.

Além disso, sugerimos uma proposta de revisão legislativa da necessidade de distribuição de até 95% (noventa e cinco por cento) dos lucros apurados, considerando a pouca margem que os administradores e gestores têm para gestão de caixa da carteira. Outras jurisdições adotam um



valor menor – REIT americanos, por exemplo, fixam a base de distribuição em 90% (noventa por cento)<sup>190</sup>.

## 8. 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 deve correr por conta do administrador, conforme previsto em seu art. 47, *caput* e § 1º.

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 serviços ao FII.

A proposta prevista na Minuta caminha no mesmo sentido: de acordo com o art. 100 da Resolução, as despesas e encargos são aquelas listadas nos seus incisos, sendo que quaisquer despesas não previstas como encargos do Fundo de Investimento correm por conta do prestador de serviço essencial que a tiver contratado.

Entendemos o princípio protetivo que norteia essa 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 têm encontrado grandes dificuldades para debitar de FII despesas relacionadas aos imóveis e ativos imobiliários em carteira, considerando que a redação atual do art. 47 da Instrução CVM 472 é bem restritiva. Gestores e consultores ou operadores imobiliários, 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*", nos termos do inciso XIII do art. 47 da Instrução CVM 472, apesar de ser uma despesa obrigatória para o imóvel 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 ao FII, como, por exemplo, consultores especializados e assessores jurídicos que auxiliariam o FII em consultas relacionadas às operações imobiliárias do FII, especialmente em situações de estresse. Ressalte-se que a Instrução CVM

---

<sup>190</sup> 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, ver: GRI. REITs: como replicar o êxito mexicano em outros países? Tema será um dos focos do Latin America GRI, evento que reúne em março líderes do mercado imobiliário na região. **GRI Hub**. 25 fev. 2019. Disponível em: [https://www.griclub.org/news/real-estate/reits-how-to-replicate-the-mexican-success-in-other-countries-410?content\\_lang=pt-BR](https://www.griclub.org/news/real-estate/reits-how-to-replicate-the-mexican-success-in-other-countries-410?content_lang=pt-BR). Acesso em 9 abr. 2021.



472 não permite, sequer, a ratificação de uma despesa e encargo do FII no âmbito da assembleia de cotistas.

O resultado dessa inflexibilidade é a insegurança passada aos prestadores de serviços no desempenho de suas atividades, a incapacidade de contratação de serviços por vezes necessários ao funcionamento do FII, ou mesmo o aumento da taxa de administração para cobrir eventuais gastos futuros e não previstos – tudo, claro, em prejuízo aos investidores.

Assim, reiteramos aqui nosso comentário no item 20.1 da PARTE B – em especial, no subitem (c).

Sem prejuízo, pelos motivos elencados acima, caso essa CVM decida por não aceitar nossa sugestão, sugerimos, subsidiariamente, o estabelecimento de um rol mais amplo de encargos que podem ser suportados por FII, incluindo:

- (i) despesas extraordinárias apresentadas pelos prestadores de serviço essenciais;
- (ii) quaisquer despesas relacionadas aos imóveis alvos ou imóveis integrantes direta ou indiretamente ao patrimônio da classe de cotas, incluindo despesas de manutenção, conservação, reparo, estruturação, despesas condominiais ou associativas, entre outras;
- (iii) despesas incorridas pelos integrantes das equipes do administrador e/ou do gestor, conforme estrutura de governança de cada FII, encarregados da administração dos imóveis em carteira; e
- (iv) contratação de terceiros para prestar serviços legais, fiscais, contábeis e de consultoria especializada, dentro de limites estabelecidos pelo regulamento (conforme redação do inciso XII do *caput* do art. 45 da Instrução CVM 578).

Ainda, caso não aceitas as propostas acima, sugerimos que a flexibilização da regra nos moldes acima seja permitida às classes de cotas destinadas exclusivamente a investidores qualificados.

\* \* \*

## PARTE F

### PONDERAÇÕES E COMENTÁRIOS AO ANEXO NORMATIVO À RESOLUÇÃO QUE REGULARÁ OS 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 norma Editada na forma de um Anexo Normativo para FIP, conforme a proposta da CVM de estrutura regulatória para os Fundos de Investimento.

Assim, ainda que haja discussões futuras e até mesmo a abertura de uma audiência pública específica para tratar sobre o Anexo Normativo para FIP, 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<sup>191</sup>. Ressaltamos que é notável um claro aumento no investimento em participações privadas após a regulamentação dos FIP e a edição de leis que lhes concediam tributação mais favorável. Nesse contexto, entendemos que a Norma Editada, considerando nossas sugestões ora apontadas, poderá aumentar a capacidade do investimento via FIP de gerar empregos e novos produtos para a sociedade, resultando em maior renda para a população e em maior arrecadação, pela promoção do desenvolvimento.

Tais comentários e ponderações estão sendo apresentados com base em precedentes práticos da indústria, inclusive decisões recentes do Colegiado, bem como melhorias que entendemos que podem ser incorporadas à regulamentação dos FIP, considerando os conceitos da LLE nossa experiência no mercado local e internacional, considerando as demandas comuns dos diversos prestadores de serviços *vis-à-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 de Investimento e, por esse motivo, estamos fazendo comentários sobre os pontos que entendemos que podem ser objeto de melhorias ou esclarecimentos. Sem prejuízo, 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

---

<sup>191</sup> RIBEIRO, João Ricardo *et al.* O Ecossistema da Indústria de PE/VC no Brasil. *In*: FURTADO, Claudio V.; RAMALHO, Caio; LARA, Rodrigo (coord.). **A indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil: 2º Censo Brasileiro**. 1ª ed. rev. e ampl. Brasília (DF): Centro de Gestão e Estudos Estratégicos da Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial, mar. 2011. Trabalhos elaborados pelo GVcepe. Disponível em: [https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8419/Private\\_Equity\\_e\\_Venture\\_Censo.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8419/Private_Equity_e_Venture_Censo.pdf?sequence=1&isAllowed=y). Acesso em: 21 mar. 2021. pp. 88-89. ENEI, José Virgílio L. Capital de risco e *private equity* no Brasil: a nova lógica do investimento. *In*: ADAMEK, Marcelo V. von (coord.) **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 722. DUFLOTH, Rodrigo. **A proteção do investidor em fundos de investimento**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2017. p. 34.

diretrizes e orientações da Resolução (inclusive considerando os nossos comentários nesta PARTE F).

Pela natureza alternativa do ativo subjacente aos FIP, isto é, participações em sociedades limitadas e companhias fechadas com exercício de efetiva influência nas decisões gerenciais da sociedade investida, as cotas de FIP são restritas, em qualquer hipótese, a investidores qualificados. Dessa forma, a regulação deve partir do pressuposto de que tais veículos devem ser mais flexíveis, via de regra que os Fundos de Investimento cujas cotas possam ser colocadas junto a investidores menos sofisticados.

Nesse contexto, a liberdade contratual pregada na LLE deve atingir seu ápice na regulamentação dos FIP, uma vez que há menor necessidade de tutela estatal sobre o investimento em tais produtos. 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.

Finalmente, esclarecemos que nossos comentários elencados abaixo consideram apenas os FIP classificados nos termos da Instrução CVM 579 como "entidade de investimento".

Feita essa introdução, entendemos que os princípios de liberdade contratual deveriam ser absorvidos pelo futuro Anexo Normativo para FIP em relação aos temas a seguir expostos.

## **1. Assembleia de cotistas**

### **1.1. Matérias de competência privativa da assembleia de cotistas**

A CVM, ao disciplinar a governança dos Fundos de Investimento, comumente estabelece matérias mínimas que devem ser aprovadas em assembleia de cotistas. Em nossa visão, é muito importante que tais matérias sejam residuais – para todos os tipos de Fundos de Investimento, independentemente da sofisticação de seus investidores. Entendemos que o encaminhamento mandatório de tais matérias para a assembleia de cotistas não deve 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 quando da formação dos Fundos de Investimento (ou da classe de cotas, nos termos da Minuta).

O que queremos dizer é que atividades direta e objetivamente vinculadas ao mandato dos gestores – que, frise-se, são agentes com deveres fiduciários, obrigados a cuidar dos interesses de seus clientes acima de seus próprios, de acordo com os termos do mandato/regulamento/documentos de subscrição do respectivo Fundo de Investimento, e fiscalizados pelo cumprimento de tais deveres, nos termos da regulação editada por essa CVM – não deveriam ser, como regra geral imposta pela CVM, objeto de aprovação por parte de cotistas ou outros prestadores de serviços.

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 nos Fundos de Investimento; mas estamos pleiteando, sim, 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). Nesse contexto, entendemos que, observado o disposto na Resolução, 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.

Investidores não deveriam, por obrigação regulatória, participar de decisões diretamente relacionadas à gestão da carteira da classe de cotas em que investem, sob prejuízo de desvirtuar a própria moldura jurídica aplicável ao conceito de administração de recursos de terceiros<sup>192</sup>. Aliás, assim funciona boa parte das jurisdições estrangeiras: os investidores (*limited partners*) só conseguem manter seu *status* de investidor, com responsabilidade limitada, responsáveis apenas pelo seu capital subscrito e integralizado, quando não participam da gestão do veículo de investimento<sup>193-194</sup>.

Dito isso, não raras são as situações em que encontramos desconforto e resistência de investidores institucionais, organismos de fomento nacionais, estrangeiros ou supranacionais ao

---

<sup>192</sup> Sem prejuízo de tal ingerência nos atos de gestão ser expressamente negociada entre gestor e investidores.

<sup>193</sup> No máximo para investidores âncora ou relevantes um assento em LPAC 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.

<sup>194</sup> Nesse sentido, ver nosso comentário no [item 19 da Parte B](#).

se depararem com estruturas no Brasil, quando decisões dessa natureza fujam ao gestor e estejam submetidas, por determinação regulatória, à aprovação dos investidores. A lógica é simples – tais investidores diligenciam e selecionam o gestor e não confiam na experiência e discernimento de outros investidores.

Assim, sem prejuízo dos nossos comentários no item da PARTE B, considerando também os argumentos relacionados à liberdade contratual para envolvimento em decisões atinentes à gestão da carteira, e dos argumentos relacionados ao absentéismo nas assembleias de cotistas – especialmente quando há grande dispersão na propriedade das cotas<sup>195</sup> – como fatores importantes que impactam a capacidade dos gestores de executarem os seus mandatos, no melhor interesse dos cotistas, fazemos algumas sugestões abaixo que, em nosso entendimento, endereçam os principais temas atinentes ao contexto indicado neste item 1.1 da PARTE F.

#### 1.1.1. Prorrogação do prazo de duração

A Instrução CVM 578 estabelece a alteração do prazo de duração de FIP como matéria de competência privativa da assembleia de cotistas, conforme seu art. 24, inciso 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”, pois seu regulamento estabelece um prazo de duração inicial de 10 (dez) anos, mas confere ao gestor poderes discricionários para prorrogá-lo por até 2 (dois) períodos adicionais de 1 (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 FIP. Assim, sugerimos que, na Norma Editada, gestores e investidores tenham maior liberdade para negociar e estabelecer o prazo de duração de classe de cotas de FIP, bem como os termos e condições para eventuais prorrogações, desde que expressamente previstos nos respectivos regulamentos.

Tais decisões de prorrogar ou não os prazos de duração de classes de FIP deveriam competir inicialmente aos gestores, dentro dos parâmetros estabelecidos no regulamento do FIP, pois são

---

<sup>195</sup> O que é cada vez mais comum em relação a FIP, como se vê pelo número de ofertas públicas de cotas de FIP registradas junto a essa CVM nos últimos 3 (três) anos cujos prospectos indicam que haverá listagem do FIP e admissão à negociação de suas cotas na bolsa de valores.

os gestores – e não os investidores – que entendem quando será viável alcançar o melhor retorno possível para a carteira em operações de desinvestimento.

Essa prorrogação seria desejável, no melhor interesse do FIP, algumas vezes porque o ativo investido 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 num período de 1 (um) a 2 (dois) anos o gestor espera conseguir uma repactuação das condições de investimento e/ou endividamento da companhia investida 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 de cotistas, 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 têm interesses conflitantes com outros investidores e/ou com o próprio gestor. 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.

#### 1.1.2. Investimento em Fundos de Investimento administrados ou geridos pelo administrador ou pelo gestor

Atualmente, o art. 44, § 2º, inciso II, da Instrução CVM 578, permite que um FIP invista em Fundos de Investimento administrados pelo seu administrador ou gestor, desde que (i) isso esteja expresso no regulamento e (ii) o Fundo Feeder invista, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio num único Fundo Máster. Fora dessa hipótese, o art. 44 da Instrução CVM 578 exige aprovação prévia em assembleia de cotistas para qualquer operação em que o FIP invista em outros Fundos de Investimento administrados ou geridos pelo seu administrador ou gestor ou atue como sua contraparte.

Como evolução das estruturas de investimento de *private equity* e *venture capital*, temos observado situações em que o gestor se depara com ativos que serão investidos pelo Fundo Máster, mas que também poderiam compor a carteira do Fundo Feeder diretamente, em estruturas de coinvestimento. Ou seja, a depender do apetite dos cotistas do Fundo Feeder e do capital disponível para investimentos, é possível que o Fundo Feeder queira realizar também investimentos diretos nos ativos subjacentes, em coinvestimento com o Fundo Máster.

Essa estrutura permitiria que o Fundo Feeder (que tem capital disponível para alocar) aumente sua exposição ao ativo desejado, em adição ao investimento indireto já realizado por meio do Fundo Máster, evitando custos adicionais que seriam incorridos no investimento por meio do Fundo Máster. Porém, considerando a atual redação da Instrução CVM 578, no cenário descrito,

cada novo investimento pelo Fundo Feeder exigiria aprovação prévia em assembleia de cotistas, por se tratar de investimento em Fundo de Investimento gerido pelo mesmo gestor ou sua parte relacionada.

A mesma problemática ocorre ao nos depararmos com questões de investimento por FIP que empreguem estratégia de serem “fundos de fundos” (*funds-of-funds*): não raro, o gestor seleciona alguns Fundos Máster para investimento, mas está restrito à aprovação prévia em assembleia de cotistas para qualquer operação em que o FIP invista em outros Fundos de Investimento administrados pelo seu administrador ou atue como sua contraparte (por exemplo, em operações secundárias).

Sabemos que a indústria brasileira de *private equity* e *venture capital* tem se desenvolvido de forma exponencial nos últimos anos, contando com a entrada de novos prestadores de serviços – administradores, gestores, consultores e custodiantes – locais e internacionais; mas, infelizmente, ainda é restrita a oferta de prestadores de serviços de administração e custódia, especificamente. Ou seja: considerando o novo papel dos gestores como prestadores de serviço essencial ao FIP, as redistribuições de atribuições entre administradores e gestores e a restrita oferta de prestadores de serviços de administração e custódia no mercado brasileiro atual, entendemos que a necessidade de aprovação, pela assembleia de cotistas de investimentos em outros Fundo de Investimento nos casos ora descritos restringe a agilidade e a capacidade de gestão dos gestores desses FIP e representa importante limitador ao desenvolvimento dos fundos de fundos no Brasil.

Assim, sugerimos que a regulamentação seja alterada para permitir expressamente, desde que previsto no regulamento, dispensada a aprovação em assembleia de cotistas:

- (i) que uma Classe Feeder invista em: (a) cotas de uma ou mais Classe(s) Máster administrada(s) ou gerida(s) pelo mesmo administrador ou gestor ou (b) no mesmo ativo subjacente, em conjunto (coinvestimento) com uma Classe Máster, se assim determinado pelo seu gestor<sup>196</sup>; e
- (ii) que o investimento de um FIP em outro Fundo de Investimento administrado por seu administrador não seja considerada uma hipótese de conflito de interesses prevista no art. 44 da Instrução CVM 578, sendo, portanto, dispensado de aprovação pela assembleia geral de cotistas.

---

<sup>196</sup> Ou seja, nesses casos, os investimentos na Classe Máster do mesmo administrador ou gestor deveriam ser contados para fins de atendimento ao limite mínimo de 95% (noventa e cinco por cento) referido no art. 44, § 2º, inciso II, da Instrução CVM 578, e dispensados de aprovação pela assembleia geral.



### 1.1.3. Inclusão de encargos no regulamento

Atualmente, o art. 24, inciso 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 norma.

A prática da indústria de *private equity* e *venture capital* se mostra dinâmica, sendo que FIP atuantes em determinados setores apresentarão despesas específicas de acordo com a execução da política de investimento, incluindo a contratação de serviços e assessores especializados. Desse modo, não se mostra condizente com a prática – nem com os melhores interesses dos investidores – que o rol do art. 45 seja encarado como uma lista taxativa das despesas que poderiam ser incorridas pelo FIP e excepcionadas apenas com a aprovação da assembleia de cotistas. Novamente, frisamos que tais investidores não são os mais capacitados para entender se as despesas incorridas são relevantes ou não, mas sim os gestores – que foram selecionados justamente por sua capacidade técnica para implementar a estratégia de investimento definida no regulamento.

A falta de agilidade ou impossibilidade de contratação de determinados serviços e o pagamento de despesas e encargos não previstos no rol do art. 45 da Instrução CVM 578 pode gerar desincentivo a contratações que sejam essenciais ou benéficas aos interesses dos cotistas do FIP, já que podem gerar custos adicionais ao seu administrador ou gestor. Adicionalmente, no caso de o administrador ou o gestor assumir a despesa, isso poderia impactar indiretamente em cobrança de taxas de administração ou gestão mais elevadas, com perda de transparência para o mercado. Nesse sentido, novamente, entendemos que os prestadores de serviços essenciais e os investidores deveriam ter liberdade para pactuar os tipos de despesas e encargos que poderão ser arcados pelos FIP, nos respectivos regulamentos. Sempre, claro, com dever de transparência e responsabilização dos administradores e gestores.

Lembramos, inclusive, que o gestor não tem interesses conflitantes com os cotistas na determinação de quais despesas devem ser incorridas pelo FIP, porque suas taxas de performance somente são devidas, via de regra, depois que os investidores receberem seus investimentos originais acrescidos de um retorno mínimo pré-determinado (*hurdle*), conforme estabelecido no regulamento, já líquido de despesas. Não obstante, em cumprimento de seus deveres fiduciários, os prestadores de serviços essenciais diligenciarão para manter as despesas do FIP em patamares que sejam adequados, e que sejam realizadas para maximizar o retorno dos investidores e, conseqüentemente, o pagamento de taxas de performance. É assim que a indústria internacional opera.



Por conseguinte, reiteramos nossa sugestão no item 20.1 da PARTE B – em especial o subitem (c) – e solicitamos que não seja incluído no Anexo Normativo de FIP o racional presente no inciso XIII do art. 24 da Instrução CVM 578.

Caso essa CVM não concorde com tal sugestão, sugerimos que a Norma Editada autorize expressamente a inclusão de encargos no regulamento do FIP antes do início de seu funcionamento, sem necessidade de ratificação de tal inclusão pela assembleia de cotistas, desde que os investidores celebrem termo de adesão ao regulamento no momento de sua entrada no FIP.

## 1.2. Conselho consultivo com competência delegada

Em linha com precedente recente autorizado pelo Colegiado<sup>197</sup> 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 FIP, conselhos consultivos (independentes ou não) com competência para aprovar matérias que atualmente são entendidas como privativas da assembleia geral de cotistas e eventuais outras matérias, a critério das partes.

Acreditamos que a estrutura de implantação, funcionamento e governança do conselho 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 ou conselhos internos, cuja função primordial é de aconselhamento ao gestor em situações específicas, conforme atribuições que lhes sejam outorgadas pelos documentos organizacionais 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:

- (i) despesas extraordinárias ou acima de limites estabelecidos nos documentos organizacionais do fundo, conforme seja aplicável;
- (ii) transações envolvendo potencial conflito de interesses ou envolvendo partes relacionadas;
- (iii) encerramento antecipado do período de investimento (em situações específicas, quando ainda remanescerem recursos disponíveis para investimento);

---

<sup>197</sup> Processo nº 19957.005558/2020-62.

- (iv) substituição de membros da equipe-chave do gestor; e
- (v) 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 composto por membros independentes ou que tenha representante(s) 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 nos documentos organizacionais de cada fundo.

Em verdade, temos observado uma incidência cada vez maior de absenteísmo dos investidores nas assembleias de cotistas, tanto em FIP cujas cotas não sejam negociadas em mercado regulamentado quanto em FIP 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 estabeleça, de forma livre: (i) a existência de um conselho consultivo, a ser composto por membros indicados pelos cotistas e/ou membros independentes, com competência para deliberar matérias aplicáveis que seriam, originalmente, de competência privativa da assembleia 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 conselho consultivo todos os atos que, nos termos da regulamentação, não sejam autorizados ao gestor de forma discricionária.

Ressaltamos que as decisões do conselho 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 FIP, de suas responsabilidades fiduciárias perante a CVM, os cotistas ou terceiros, conforme disposto no regulamento e na regulamentação em vigor.

## **2. Admissão à negociação de cotas distribuídas por meio de Oferta Não Regulamentada**

O art. 22, § 1º, da Instrução CVM 578 representou um grande avanço para a indústria dos FIP, permitindo a colocação privada de cotas aos cotistas. No entanto, referido artigo trouxe uma

proibição em definitivo para que tais cotas sejam admitidas à negociação em mercados organizados, sem prever qualquer outra qualificação para essa proibição. Em razão dessa proibição, a indústria tem se deparado com dificuldades práticas para a realização de operações secundárias envolvendo cotas de FIP.

Por outro lado, notamos que as operações secundárias de cotas de FIP têm se tornado cada vez mais comuns, também entre investidores estrangeiros que realizam seus investimentos nos termos da Resolução CMN 4.373 e da Resolução CVM 13. Tais investidores, no entanto, encontram uma barreira para realizarem investimentos secundários em cotas de FIP ou mesmo alienarem investimentos realizados, tendo em vista que somente podem realizar a aquisição ou alienação de valores mobiliários por meio do mercado organizado e, em determinados casos, as cotas de FIP não são elegíveis para admissão à negociação em razão de terem sido, em parte, objeto de colocação privada nos termos do art. 22, § 1º, da Instrução CVM 578 – ainda que a emissão de referidas cotas tenha ocorrido meses, ou até mesmo anos, antes da pretendida operação secundária.

A fim de corrigir tal impossibilidade prática, sugerimos que as cotas de FIP objeto de colocação por meio de Oferta Não Regulamentada, nos termos da resolução que vier a ser editada em decorrência das discussões tidas com o mercado no âmbito da Audiência Pública CVM/SDM 2/2021, possam ser admitidas à negociação em mercados organizados, desde que observado um prazo mínimo após a sua emissão, em linha com o que é observado para valores mobiliários distribuídos por meio de Oferta 476.

### **3. Responsabilidade dos prestadores de serviços essenciais**

Acreditamos ser extremamente benéfica a disposição do art. 39, inciso XI, da Instrução CVM 578, a qual estabelece como obrigação do administrador a fiscalização dos serviços prestados por terceiros contratados pelo FIP, dentre os quais se inclui o gestor. A indústria opera bem sob esse modelo e, nesse 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 aproveitar a oportunidade da edição da Norma Editada para atribuir expressamente ao gestor do FIP a qualidade de prestador de serviço essencial e equipará-lo ao administrador, tal qual previsto na Minuta, 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 FIP, 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 desse pedido seria, portanto, preservar a flexibilidade já existente na Instrução CVM 578 e tornar objetivos os deveres impostos ao administrador fiduciário – sobretudo os limites de seu dever de fiscalização –, 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 capítulo específico da Norma Editada. Consequentemente, aspectos qualitativos e comerciais da atuação dos FIP, a exemplo dos termos e condições dos contratos de investimento e desinvestimento, deveriam ficar a cargo exclusivo do gestor.

#### **4. 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 fundo de investimento ou empresa que atue na indústria de *venture capital* ou *private equity*.

Lembramos que a indústria de participações privadas opera com ativos ilíquidos, representados por valores mobiliários e outros ativos emitidos por companhias fechadas e/ou quotas de sociedades limitadas, cuja precificação caracteriza dado sensível e diretamente ligado à atuação do gestor do FIP na administração da empresa investida – isto é, a capacidade de geração de valor do gestor para os investidores. 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, portanto, pode prejudicar os interesses dos cotistas. Essa situação é especialmente prejudicial a classes de cotas com um único ativo em carteira e a classes 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 FIP, por meio de relatórios produzidos pelo gestor aos cotistas, nos termos do regulamento. 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 deveriam ser protegidos por obrigação de confidencialidade, não podendo ser divulgados a terceiros, exceto se obtido consentimento prévio do gestor do FIP.

Caso essa CVM entenda necessário, acreditamos que o patrimônio líquido da classe de cotas e o valor justo dos ativos nele compreendidos 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 na página da CVM na rede mundial de computadores, seu valor justo e a mensuração do patrimônio líquido do FIP deveriam permanecer resguardados pela CVM de modo confidencial.

Subsidiariamente, caso essa 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 após o decurso do período de referência.

## **5. Colocação de cotas de FIP a investidores em geral**

Somente investidores qualificados podem investir nos FIP, conforme determinação do art. 4º da Instrução CVM 578.

Dito isso, 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 em outros itens desta Manifestação. Em paralelo a esse movimento, as operações de cotas de FIP da categoria “Infraestrutura” passaram a representar uma parcela importante das Ofertas 400 registradas por essa CVM, nos termos do art. 19 da Lei 6.385, bem como das movimentações realizadas em bolsa. Apesar de expressivo, esse volume poderia ser ainda maior, na medida em que as Ofertas 400 de cotas de FIP apresentaram quase em sua totalidade excesso de demanda. Além disso, chama atenção a participação relevante das pessoas físicas nessas Ofertas 400, o que demonstra claramente a alta demanda desse tipo de investidor pelo produto.

Porém, apesar do crescente apetite de investidores que sejam pessoas físicas em cotas de FIP, somado ao fato de que ofertas públicas destinadas ao público em geral estão sujeitas ao escrutínio de análise e registro dessa CVM, referidos investidores estão sujeitos à exigência de serem investidores qualificados – e muitos investidores com patrimônio menor esbarram nessa restrição.

Compreendemos o racional da regulamentação em vigor no sentido de que, quanto menor a sofisticação do investidor, maior a preocupação e o nível de escrutínio e tutela por essa CVM, principalmente com relação aos limites de investimento da carteira, às condições de integralização e resgate das cotas e à disponibilização de informações, dentre outros. Desse modo, é primordial que o investidor de varejo seja beneficiado por um conjunto de regras e proteções que acaba por mitigar sua exposição a determinados riscos, principalmente quando comparado a classes de cotas destinadas exclusivamente a investidores qualificados ou a investidores profissionais.

No entanto, observamos uma grande evolução do nível de sofisticação dos investidores de varejo nas operações realizadas recentemente na indústria de Fundos de Investimento e no mercado de

capitais em geral, exemplificado pelo número extremamente expressivo de investidores em FII, FIP – especialmente os da categoria “Infraestrutura” – e em ações de companhias abertas. Os investidores que são pessoas físicas estão cada vez tendo mais acesso a instrumentos extremamente sofisticados recentemente, a exemplo do investimento participativo (*crowdfunding*) – nos termos da Instrução CVM 588 –, dos BDR – nos termos da Resolução CVM 3 – e dos FIDC – nos termos da Norma Editada, casos seu Anexo Normativo II mantenha a previsão de colocação de cotas a investidores em geral, conforme proposto na Minuta). Portanto, não vemos motivo para privar tais investidores do acesso à indústria de *private equity* e *venture capital*<sup>198</sup>, 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 em geral. Entendemos que tais FIP deveriam estar sujeitos a determinados requisitos 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 dessa CVM, e passará a ocorrer com os FIDC, nos termos do Anexo Normativo II da Norma Editada, que prevê expressamente os casos em que tais poderão ter suas cotas distribuídas ao público em geral<sup>199</sup>. Como tais requisitos impostos aos FIP, que seriam aplicáveis apenas às classes de cotas que captem recursos com o público em geral, sugerimos:

- (i) obrigação de admissão à negociação das cotas em ambiente de mercado organizado;
- (ii) proibição de utilização de títulos e valores mobiliários na integralização de cotas;
- (iii) proibição de realização 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;
- (iv) proibição de existência de subclasses 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 da classe;

---

<sup>198</sup> Ressalte-se que esses investidores já têm acesso à aquisição de participação em sociedades empresárias que não sejam companhias abertas, tanto por meio do investimento via plataforma eletrônica de investimento participativo (*crowdfunding*) quanto por meio do investimento em FIF da categoria “Ações” com sufixo “Mercado de Acesso”.

<sup>199</sup> Caso mantida a proposta da Minuta.

- (v) proibição de existência de subclasses de cotas com distintos critérios quanto à fixação da taxa de administração e de performance, exceto por subclasses de cotas destinadas exclusivamente a prestadores de serviços ao FIP e suas partes relacionadas ou colaboradores de tais instituições, para fins de alinhamento de interesses entre estes e os cotistas (*skin in the game*);
- (vi) prazo limite para que o FIP realize a distribuição de recursos aos investidores ou o reinvestimento desses recursos após um desinvestimento em ativos-alvos, caso essa CVM aceite nossa sugestão indicada no item 10.1 desta PARTE F; e
- (vii) proibição de operações com derivativos para fins de alavancagem.

## **6. 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 atribuir exclusivamente ao gestor a responsabilidade sobre a determinação do valor justo dos investimentos do FIP, eximindo o administrador de tal responsabilidade. Assim, ficaria a critério do gestor elaborar diretamente o laudo de precificação dos ativos e 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. Isso, inclusive, tem o condão de reduzir custos operacionais aos cotistas, gerando valor para a carteira, considerando que os administradores fiduciários, na grande maioria das vezes, não têm capacidade operacional ou capacitação de pessoal suficiente para determinar o valor de mercado das investidas de um FIP.

## **7. Empréstimo de ações**

Considerando o momento econômico que estamos vivendo (juros em patamares mínimos históricos, títulos públicos e renda fixa insuficiente para investidores, diminuição da volatilidade, retomada pós pandemia, entre outros), o mercado de capitais está novamente aquecido, para



ofertas de valores mobiliários tanto iniciais quanto subsequentes. Como a grande maioria das ofertas públicas iniciais de ações conta com atividades de estabilização e, portanto, a possibilidade de emissão de lote suplementar, temos observado com frequência a situação na qual o FIP, como acionista da companhia que está abrindo seu capital, deve emprestar suas ações ao agente estabilizador no montante necessário para cobrir o lote suplementar<sup>200</sup>, já que tais ações são sobrealocadas pelos coordenadores da oferta aos investidores desde o momento da precificação das ações ofertadas (*pricing*). Assim, os recursos dessa venda extra de ações, as quais derivam do empréstimo pelo FIP, são utilizados para financiar eventual compra de ações pelo estabilizador pelo durante o qual tiverem sido contratadas as atividades de estabilização.

Como é do conhecimento dessa CVM, essas operações de empréstimo no curso das operações de estabilização das ações são típicas do mercado, sendo realizadas fora dos mercados organizados, de forma gratuita e sem qualquer caráter especulativo, apenas para fins de viabilizar tais atividades pelo agente estabilizador.

No entanto, a indústria de *private equity* e *venture capital* tem se deparado com a recusa por parte de alguns administradores fiduciários em realizar as operações de empréstimo de ações por FIP de forma privada (isto é, fora de mercado regulamentado), com base no argumento de que as operações de empréstimo de ações devem observar o disposto no art. 89, parágrafo único, da Instrução CVM 555 (isto é, devem ser cursadas exclusivamente por meio de serviço autorizado pelo BCB ou pela CVM). Na prática, esses empréstimos costumam ser realizados por meio do BTC.

A observância do comando acima se mostra desalinhada com a lógica dos FIP e apresenta desafios relevantes do ponto de vista prático – cursar a operação de empréstimo no ambiente da B3 pode, em alguns casos, acabar agregando risco de iliquidez ao FIP. Isso porque, nas operações via BTC, a B3 exige o bloqueio tanto das ações que foram emprestadas pelo controlador, quanto das ações que serão objeto de eventual lote suplementar. Ou seja, na prática, haveria o risco de o FIP permanecer, ao final da oferta, com um volume de ações correspondente ao lote suplementar<sup>201</sup>, à medida em que o lote suplementar não seja exercido. A situação se mostra ainda mais problemática nos casos em que o FIP é o único acionista da companhia e o gestor tem a intenção de realizar a saída total do FIP por meio da oferta pública de distribuição.

Diante disso, em nossa visão, um FIP poderia realizar a operação de empréstimo de ações de forma privada, fora do ambiente de bolsa – assim como a maior parte das compras e vendas de ativos que são realizadas por FIP, dado seu propósito de investimento tipicamente privado. Nesse

---

<sup>200</sup> Que, nos termos do art. 24 da Instrução CVM 400, poderá ser até 15% (quinze por cento) do montante total de valores mobiliários ofertados.

<sup>201</sup> Ou seja, até 30% (trinta por cento) do volume total da oferta.



sentido, sugerimos que a Norma Editada esclareça, expressamente, que os FIP podem realizar empréstimos de ações, inclusive de forma privada.

## **8. Operações de compra alavancada**

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, inciso II, alíneas “a” e “c”. Não obstante, a restrição geral a empréstimos prevista no art. 43, inciso 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 de operações de compra alavancada (*leveraged buyout*), isto é, operação em que o adquirente do controle de uma empresa financia parte da sua aquisição com empréstimos financeiros<sup>202</sup>. Referida prática funciona em benefício da classe de cotas investidora e de seus cotistas, visto que permite a geração de valor para os investidores 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 FIP. Adicionalmente, é possível aumentar o valor de um investimento por meio do financiamento com dívida ao reduzir o custo médio de capital<sup>203</sup>. Tornou-se comum também a utilização de *capital call facilities*, em que o capital comprometido dos investidores é utilizado como garantia da dívida a classe de cotas. Assim, em caso de inadimplemento do FIP em pagar o financiamento, o concedente do financiamento terá direito de efetuar a chamada de capital dos investidores da classe para que o FIP tenha recursos suficientes para arcar com a dívida, inclusive por meio da outorga de procurações ao financiador para que possa chamar a chamada de capital diretamente, conforme aplicável.

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:

---

<sup>202</sup> Ou por meio de emissão de títulos de dívida, mas estes não seriam aplicáveis a FIP

<sup>203</sup> Como o credor tem preferência no recebimento de ativos numa situação de insolvência, seu risco é inerentemente menor que o do proprietário (cotista) e, portanto, o retorno exigido para o projeto é menor. Com isso, o custo de oportunidade é menor.

- (i) a contratação de financiamentos pelo FIP, a critério do gestor e independentemente de aprovação em assembleia, no exercício usual da sua função de gestão e seleção de investimentos para a carteira do FIP, nos limites e condições estabelecidos no regulamento; e
- (ii) a utilização do capital comprometido do FIP, a critério do gestor e independentemente de aprovação em assembleia, como garantia do cumprimento de tais financiamentos, a exemplo das *capital call facilities* do exterior, incluindo a possibilidade de 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 pode 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 os FIP também poderão oferecer responsabilidade limitada a seus investidores, nos termos da Resolução. 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.

## **9. Participação do FIP 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<sup>204</sup>.

Entendemos que as duas hipóteses previstas atualmente na regulamentação foram importantes quando foram criadas, e, sem dúvida, uma evolução no nosso mercado. Porém, em nossa visão, elas não cobrem situações de suma importância na indústria de *private equity* e *venture capital*, descritas nos subitens abaixo.

---

<sup>204</sup> Na íntegra: "Parágrafo único. Fica dispensada a participação do fundo no processo decisório da sociedade investida quando: I – o investimento do fundo na sociedade for reduzido a menos da metade do percentual originalmente investido e passe a representar parcela inferior a 15% do capital social da investida; ou II – o valor contábil do investimento tenha sido reduzido a zero e haja deliberação dos cotistas reunidos em assembleia geral mediante aprovação da maioria das cotas subscritas presentes, caso o regulamento não estipule um quórum mais elevado".

(a) *Saída parcial por venda privada com manutenção, pelo FIP, de participação societária relevante, envolvendo renegociação da governança do investimento*

Sobre esse ponto, informamos que, muitas vezes, a saída do FIP de uma sociedade empresária 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 reorganização da governança da sociedade investida em decorrência da presença do novo sócio, nomeando membros na administração ou mantendo “*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*”, nos termos do *caput* do art. 6º da Instrução CVM 578.

A redução do investimento do FIP a (i) menos da metade do percentual originalmente investido e a (ii) menos de 15% (quinze por cento) do capital social da investida – sendo essa a métrica usada pela Instrução CVM 578 para aferir 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.

(b) *Saída parcial por distribuição secundária em oferta pública de valores mobiliários emitidos pela investida*

Sobre esse ponto, uma vez realizada a oferta pública inicial de ações da sociedade investida, mostra-se cada vez mais comum a situação em que o FIP, apesar de manter participação minoritária relevante na sociedade investida, não consegue manter ingerência constante em seu processo decisório e se torna desenquadrado. Isso é especialmente relevante para FIP de coinvestimento, nos casos em que o controle conjunto da investida antes da oferta pública era dividido entre FIP de gestores diferentes e que foram diluídos com a oferta, ou mesmo quando a companhia, ao ser listada, deixa de ter acordo de acionistas ou um controlador claro (*true corporation*).

Nessas hipóteses, não raras vezes o FIP continua a exercer influência significativa na companhia listada, mas a nova estrutura de capital e as 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*”, nos termos do *caput* do art. 6º da Instrução CVM 578. A manutenção do requisito a esses FIP 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 demasiadamente restritiva.

Mesmo após a oferta pública inicial no caso ora descrito, 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. Adicionalmente é muito comum uma saída parcial na oferta pública inicial de ações da companhia como forma de demonstrar ao mercado que o acionista vendedor acredita no projeto, reforçando as chances de sucesso da oferta. Ainda, soma-se a isso o fato de que os documentos da própria oferta usualmente estabelecem prazos mínimos de restrição à negociação das ações (*lock-up*) pelos acionistas vendedores – entre os quais o FIP –, fazendo com que o FIP permaneça como acionista da investida por determinado prazo, no mínimo.

Assim, acreditamos que seria benéfico ampliar o rol de exceções ao disposto no final do art. 5º da Instrução CVM 578, a fim de incluir outras situações usuais da indústria de *venture capital* e *private equity* em que o FIP poderia estar dispensado de cumprir a manutenção de efetiva influência nas decisões gerenciais da sociedade investida. Em especial, sugerimos a dispensa 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.

(c) *Estruturas de coinvestimento ou fundos de fundos*

Sobre esse ponto, em estruturas de coinvestimento, os FIP são chamados para participar de transações com outros FIP, às vezes de outros gestores, que comandaram e estruturaram o investimento, negociaram para si a governança na companhia investida e não permitem que coinvestidores – que muitas vezes adquirem participação inferior a 10% (dez por cento) do capital social –, 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. 6º 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 coinvestidor, e não pelo coinvestidor diretamente.

O mesmo racional já é empregado pelos gestores de fundos de fundos. Não serão eles que participarão ativamente da gestão das companhias integrantes das carteiras de Fundos de Investimento investidos, mas sim os gestores dos Fundos de Investimento investidos. Também não compete aos gestores de FIP com classe de cotas que atue como fundos de fundos a manutenção de qualquer ingerência na gestão dos Fundos de Investimento investidos.

Considerando os exemplos descritos acima e as particularidades específicas do mercado, acreditamos que seria benéfico ampliar o rol de exceções ao disposto no final do art. 5º da Instrução CVM 578, a fim de incluir outras situações usuais da indústria de *venture capital* e *private equity* em que o FIP poderia estar dispensado de cumprir a manutenção de efetiva influência nas decisões gerenciais da sociedade investida. Listamos abaixo nossas sugestões:

- (i) Classes de coinvestimento. Entendemos que deveria haver dispensa expressa do requisito de manutenção de efetiva influência para estratégias de coinvestimento, desde que os gestores de tais classes de cotas tenham acesso, por meio de acordos de coinvestimento, (a) à governança, (b) a certos ou todos os direitos econômicos e (c) a efetiva influência nas decisões gerenciais das investidas indiretamente, por meio de outro gestor, que deve ser capaz de cumprir, individualmente, com os requisitos de manutenção de efetiva influência estabelecidos na regulamentação, por conta e ordem dos coinvestidores.
- (ii) Classes Feeder. Solicitamos a inclusão de um esclarecimento no art. 6º para deixar expresso que, para a Classe Feeder, a participação 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.
- (iii) Classes como fundos de fundos. O mesmo princípio indica em (ii) acima vale para a classe que atuar como fundos de fundos de *private equity*. Aqui, também, o gestor da classe de cotas investidora não terá ingerência na sociedade empresária 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 FIP investido e ao acompanhamento da carteira de investimentos.

## 10. Carteira

### 10.1. Prazo para enquadramento da carteira de FIP

Os arts. 9º, § 3º, e 11, § 4º, inciso 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 a distribuição dos valores decorrentes de operações de desinvestimento do FIP.

A prática da indústria demonstra que os prazos de tais eventos variam muito entre os tipos de estratégia de investimento e os setores de atuação do FIP, pois as operações de investimento e desinvestimento são complexas e muitas vezes não obedecem a cronogramas predeterminados. Portanto, tais prazos deveriam ser mais flexíveis.

Por consequência do disposto no parágrafo anterior, entendemos que a Norma Editada, no Anexo Normativo que vier a reger os FIP, deveria conferir maior liberdade ao regulamento do FIP 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 na política de investimento da classe de cotas.

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 dessa CVM, 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 índice de referência (*benchmark*) definido<sup>205</sup>. Nos fundos típicos de *private equity* e *venture capital*, não há, portanto, incentivo para que o gestor demore para aplicar os recursos do FIP após a integralização de cotas ou para reinvestir ou distribuir valores decorrentes de operações de desinvestimento.

De forma subsidiária, caso essa CVM entenda que não possa atender ao pedido acima, solicitamos que considere, na Norma Editada, estabelecer um prazo único de até 180 (cento e oitenta) dias para enquadramento da carteira a cada integralização de capital ou a cada operação de desinvestimento – em linha semelhante ao que estabelece a legislação aplicável aos FIP das categorias “Infraestrutura” e “PD&I”.

## 10.2. Limites de concentração

Ao revisitar as disposições da Instrução CVM 578, notamos que não há limite de concentração dos investimentos de um FIP em outros FIP, incluindo no que diz respeito ao público-alvo do FIP investidor e do FIP investido. Por sua vez, a Minuta, na Resolução, não estabelece regra que possa ser aplicada aos FIP.

Dessa forma, sugerimos que, considerando as particularidades desse tipo de investimento, a Norma Editada estabeleça que:

---

<sup>205</sup> Normalmente, somente após superar tais índices é que o gestor fará jus à sua taxa de performance.

- (i) sem limite de concentração por emissor, as classes de cotas de FIP destinadas exclusivamente a investidores qualificados poderiam investir:
  - (a) ilimitadamente em classes de cotas de FIP destinadas exclusivamente a investidores qualificados; e
  - (b) até 40% (quarenta por cento) dos seus ativos em cotas de classe destinadas exclusivamente a investidores profissionais;
- (ii) as classes de cotas de FIP destinadas exclusivamente a investidores profissionais não teriam limites de alocação por emissor ou por modalidade de ativo a ser investido.

### 10.3. Categorias “Infraestrutura” e “PD&I”

#### 10.3.1. Prazo para enquadramento

O atual art. 17, § 3º, da Instrução CVM 578, prevê o prazo específico de 180 (cento e oitenta) dias para enquadramento da carteira dos FIP-IE e dos FIP-PD&I, em linha com o disposto no art. 1º, § 10, da Lei 11.478. Contudo, considerando o longo prazo requerido para estruturação de ofertas públicas de distribuição de cotas de FIP – em especial Ofertas 400 –, referido prazo muitas vezes se mostra como um grande desafio aos administradores e gestores. Isso porque, antes do investimento efetivo por qualquer cotista, tal processo envolve os passos de estruturação do FIP e da Oferta 400, prospecção de potenciais investimentos, realização dos procedimentos de diligência técnica, legal e econômico-financeira pelo gestor (*due diligence*), negociação dos termos comerciais do investimento e celebração dos contratos definitivos, sendo que, após a realização da Oferta 400 – que está sujeita a todos os riscos de insucesso –, deve ainda haver a integralização das cotas subscritas pelos cotistas, evento que também está sujeito a riscos. Somente então, após todos esses procedimentos, ocorre o efetivo desembolso dos recursos pelo FIP.

À luz do disposto no art. 1º, § 9º, da Lei 11.478, esse prazo se mostra especialmente importante para o enquadramento tributário dos FIP “Infraestrutura” e “PD&I”, pois, caso não consigam enquadrar a carteira dentro dos referidos 180 (cento e oitenta) dias, devem ser liquidados ou transformados noutra categoria de FIP, afetando todos os investidores que esperam ser elegíveis ao benefício fiscal aplicável a seu investimento<sup>206</sup>.

---

<sup>206</sup> Lembrando que, potencialmente, cada Oferta 400 de cotas desses FIP alcança milhares de investidores que, em sua grande maioria são pessoas físicas.



Dessa forma, ao menos para os FIP “Infraestrutura” e “PD&I” que realizem captação de recursos por meio de Ofertas 400, sugerimos que a regulamentação reconheça expressamente que:

- (i) a análise inicial da CVM dos documentos realizados no primeiro protocolo do pedido de registro da Oferta 400 seja feita com base em minutas, especialmente do regulamento do FIP, o qual ainda não terá iniciado seu funcionamento; e
- (ii) o pedido de registro do regulamento do FIP perante a CVM possa ser realizado no prazo de cumprimento de vícios sanáveis da Oferta 400, a fim de não prejudicar o enquadramento tributário dos fundos, sendo esta já uma prática comum do mercado.

Adicionalmente, considerando que o prazo de 180 (cento e oitenta) dias previsto no art. 17, § 3º, da Instrução CVM 578 caracteriza regra específica aplicável aos FIP das categorias “Infraestrutura” e “PD&I”, que deve se sobrepôr à regra geral aplicável às demais categorias de FIP, sugerimos que a regulamentação seja expressa no sentido de esclarecer que o prazo geral previsto no art. 9º, §§ 3º e 4º, da Instrução CVM 578, não será aplicável aos FIP das categorias “Infraestrutura” e “PD&I” que ainda se encontrem no período de 180 (cento e oitenta) dias referido na regra específica aplicável a eles.

### 10.3.2. Estrutura com Classe Feeder e Classe Máster

Tendo em vista que a captação de recursos para os FIP com classes das categorias “Infraestrutura” e/ou “PD&I” pode envolver, muitas vezes, a estruturação de Classes Feeder que investirão em um uma Classe Máster consolidadora das posições, sugerimos que a regulamentação reconheça expressamente que as classes de cotas das categorias “Infraestrutura” e/ou “PD&I” podem investir em cotas de outros FIP dessas mesmas categorias para fins de atendimento ao limite mínimo de 90% (noventa por cento) referido no *caput* do art. 11 da Instrução CVM 578, em linha com o disposto no art. 13 da mesma norma.

Além disso, entendemos que o art. 17, § 5º, da Instrução CVM 578 deve ser alterado para esclarecer que, para fins de atendimento ao disposto no art. 1º, § 6º, da Lei 11.478, uma Classe Máster de FIP que seja da categoria “Infraestrutura” ou da categoria “PD&I” tenha como seu único cotista uma ou mais Classe(s) Feeder da mesma categoria, desde que cada Classe Feeder e todas em conjunto cumpram com o requisito de pluralidade mínima de 5 (cinco) cotistas com nenhum deles tendo mais de 40% (quarenta por cento) das cotas de uma mesma classe ou fazendo jus a mais de 40% (quarenta por cento) dos proventos econômicos decorrentes do investimento e distribuídos aos cotistas, nos termos da Lei 11.478.

## **11. Prestação de fiança, aval, aceite ou qualquer outra forma de coobrigação**



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 a outorga de garantias deve ser aprovada pelos investidores em assembleia de cotistas, não sendo permitida a tomada de decisão exclusiva pelos gestores, sendo vedado prever tal governança no regulamento.

Novamente, entendemos que não vemos motivos para que a regulamentação dos FIP não possa se aproximar das práticas internacionais e permitir expressamente a outorga de garantias, pelo FIP, a critério do gestor, independentemente de aprovação em assembleia de cotistas 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. Sem prejuízo, é claro, de um FIP específico poder submeter a concessão de tais garantias à assembleia de cotistas, caso essa seja a governança desejada para o veículo – o que pleiteamos que tal necessidade de submissão à assembleia não seja exigência regulatória.

Na mesma lógica da alavancagem financeira 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 atende ao melhor interesse de seus negócios e de suas investidas é o gestor – não os investidores –, pois essa atividade é absolutamente vinculada aos atos de gestão.

Assim, reiteramos aqui nossos comentários ao item 13.2.1 da PARTE B.

Subsidiariamente, 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.

\* \* \*

## **PARTE G**

### **PONDERAÇÕES E COMENTÁRIOS AO ANEXO NORMATIVO À RESOLUÇÃO QUE REGULARÁ OS ETF**

Como já mencionado acima, a indústria de Fundos de Investimento tem demonstrado um crescimento histórico nos últimos anos. Em dezembro de 2020, esta indústria atingiu a marca de R\$ 6 trilhões em ativos sob gestão<sup>207</sup>, o que representou um crescimento de, aproximadamente, 10% (dez por cento)<sup>208</sup> com relação ao mesmo período de 2019.

Nessa mesma esteira, os ETF, vêm acompanhando esse crescimento da indústria. Nos últimos 15 (quinze) anos, o volume de ETF sob gestão quintuplicou, passando de menos de R\$ 7,5 bilhões em 2015 para, aproximadamente, R\$ 37 bilhões em 2020<sup>209</sup>. Atualmente, 34 (trinta e quatro) ETF estão registrados na CVM, os quais buscam refletir as variações e rentabilidade dos mais variados tipos de índice de renda variável ou de renda fixa, tanto local quanto estrangeiro<sup>210</sup>.

Considerando o desenvolvimento do mercado desde a edição da Instrução CVM 359, entendemos que a iniciativa dessa CVM sobre a modernização das regras relativas aos Fundos de Investimento também deve se estender à Instrução CVM 359. Especialmente considerando o baixo custo e nível de risco associado a esse tipo de Fundo de Investimento, o que o torna muito atrativo a todos os tipos de investidores – especialmente varejo – e funciona como produto de acesso para diversos iniciantes na indústria.

Nossas propostas à Instrução CVM 359 buscam, em essência, trazer maior clareza ao processo de constituição e registro dos ETF e, principalmente, ao tratamento das distribuições públicas das suas cotas. Nossas experiências recentes nos mostram que, apesar de essencialmente simples em seu funcionamento e perfil de risco (dada a gestão essencialmente passiva desses fundos), ainda

---

<sup>207</sup> ANBIMA. Consolidado Histórico de Fundos de Investimento. Fevereiro/2021. [S./]: Associação Brasileira dos Mercados Financeiro e de Capitais, 22 mar. 2021 17h30. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm). Acesso em: 27 mar. 2021.

<sup>208</sup> ANBIMA. Consolidado Histórico de Fundos de Investimento. Fevereiro/2021. [S./]: Associação Brasileira dos Mercados Financeiro e de Capitais, 22 mar. 2021 17h30. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm). Acesso em: 27 mar. 2021.

<sup>209</sup> ANBIMA. Consolidado Histórico de Fundos de Investimento. Fevereiro/2021. [S./]: Associação Brasileira dos Mercados Financeiro e de Capitais, 22 mar. 2021 17h30. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm). Acesso em: 27 mar. 2021.

<sup>210</sup> São 8 (oito) ETF de renda fixa e 26 (vinte e seis) de renda variável. Os ETF de renda fixa são referenciados a índices divulgados pela Anbima ou pela Standard & Poors. Entre os ETF de renda variável, há vários referenciados em índices de ações, como os índices da B3 – IBR-X; ICO2; SMLL; ISE; IDIV; IFNC; IGC; IMAT; e IFIX –, o S&P/B3 Brazil ESG, o S&P 500 e os índices do guarda-chuva Morgan Stanley Capital International – MSCI – cobrindo o mercado acionário chinês (MSCI China), o mercado acionário de 15 (quinze) países europeus (MSCI Europe) e o mercado acionário global (MSI ACWI) –; um índice atrelado ao valor do ouro; e dois índices atrelados a criptoativos – Hashdex e Bitcoin.

persistem muitas dúvidas em relação ao procedimento de colocação pública das cotas dos ETF – especialmente em razão da aparente contradição, para os menos familiarizados com o produto, entre o regime aberto com a admissão das cotas para negociação em bolsa.

Feitas essas considerações preliminares, destacamos abaixo nossas principais ponderações sobre como a regulamentação específica dos ETF deveria evoluir no âmbito da Norma Editada, sem prejuízo dos comentários já apresentados na PARTE B e de outros comentários que poderão ser apresentados se e quando eventual edital de audiência pública vier a ser disponibilizado por essa CVM para discutir o Anexo Normativo para ETF.

## **1. Registro do ETF e do índice de referência**

A Instrução CVM 359 prevê a necessidade de aprovação pela CVM tanto do funcionamento do ETF quanto da utilização do índice de referência ao qual a política de investimentos do ETF estará associada. São aprovações distintas, mas que, nos termos dos arts. 73 e 74 da Instrução CVM 359, ocorrem de maneira simultânea, após decorrido o prazo de 30 (trinta) dias contado da data do protocolo de entrada do pedido na CVM.

Diferentemente dos demais Fundos de Investimento, os ETF, observando o procedimento descrito no art. 73 da Instrução CVM 359, estão sujeitos a análise e registro prévio por parte dessa CVM. Entendemos que há, portanto, um descasamento entre o procedimento de registro dos ETF com as demais espécies de Fundos de Investimento, uma vez que a própria Instrução CVM 555 estabelece que a CVM concederá o registro de maneira automática, sem necessidade de ser observado um procedimento de análise sobre a estrutura dos Fundos de Investimento. Dessa forma, a fim de garantir a uniformidade de regras e procedimentos entre os fundos, entendemos que o Anexo Normativo que vier a regular os ETF na Norma Editada deveria, também, prever a possibilidade de concessão de seu registro de maneira automática.

Compreendemos que, diferentemente dos demais Fundos de Investimento, o ETF pode demandar prévia análise dessa CVM no que se refere ao seu índice de referência, uma vez que este índice deve, segundo a Instrução CVM 359, ser “reconhecido pela CVM”<sup>211</sup>. E

Dessa forma, propomos que os participantes de mercado passem a realizar um único pedido de aprovação perante a CVM previamente à constituição do ETF: o pedido de aprovação do índice de mercado. A necessidade de aprovação prévia do índice de referência pela CVM pode ser definida pela existência ou não do mesmo índice no mercado, ou seja, no caso de ETF que vise refletir as variações e rentabilidade de um índice de mercado já analisado e aprovado por esta

---

<sup>211</sup> Nos termos do art. 2º, § 1º, da Instrução CVM 359: “Art. 2º. [...] § 1º Para os efeitos desta Instrução, denomina-se índice de referência o índice de mercado específico reconhecido pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, ao qual a política de investimento do fundo esteja associada”.

CVM não seria necessária a realização de um novo pedido. Por outro lado, caso o ETF possua como política de investimento refletir um índice nunca analisado pela CVM, referido ETF somente poderá operar após a concessão do registro do índice por parte da CVM.

Entendemos que, caso as modificações indicadas acima sejam acatadas por essa CVM, o arcabouço regulatório que ampara esse mercado passará a se beneficiar de maior celeridade, em alinhamento com os demais produtos disponíveis na indústria dos Fundos de Investimento.

## **2. Distribuição de cotas**

Apesar de o art. 28 da Instrução CVM 359 estabelecer que a oferta pública secundária de cotas dos ETF deve ser previamente autorizada pela CVM, a regra é silente quanto ao procedimento de distribuição a ser adotado na emissão primária de cotas dos ETF – o que gera muitas dúvidas, essencialmente em razão do regime aberto adotado por esses fundos (e da aparente contradição, aos menos familiarizados com esse produto, dessa característica com a admissão das cotas para negociação em bolsa).

Dessa forma, sugerimos que a Norma Editada, no Anexo Normativo relativo aos ETF, mantenha o racional indicado no art. 21 da Resolução indicado na Minuta, isto é, que a distribuição primária das cotas de emissão do ETF não precise ser registrada na CVM – assim como toda e qualquer distribuição de cotas de fundos abertos, que independem de registro perante essa CVM. Sugerimos também que a Norma Editada, no Anexo Normativo relativo aos ETF esclareça os procedimentos que deverão ser observados pelos prestadores de serviços dos ETF na distribuição primária das cotas de ETF.

Entendemos que a Norma Editada deverá, também, dispor sobre o rito e os procedimentos da oferta pública de cotas do ETF realizada nos termos da Instrução CVM 359, até mesmo para diferenciá-los daqueles de uma oferta registrada. Em nossa experiência, ofertas públicas conduzidas nos termos da Instrução CVM 359 se equiparam às distribuições públicas de cotas de Fundos de Investimento abertos (ou classes abertas, na nomenclatura da Minuta) realizadas nos termos do art. 18 da Instrução CVM 555 – e repetida no *caput* do art. 21 da Resolução –, ou seja (i) independem de prévio registro na CVM e (ii) devem ser realizadas por instituições habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição. Sobre o segundo quesito, sugerimos que, em linha com o disposto no § 3º do art. 20 da Resolução, o administrador e o gestor também estejam, na Norma Editada, autorizados a atuar na distribuição de cotas de ETF a seus clientes, observado o nosso comentário no item 9.4.1 da PARTE B.

Por fim, entendemos importante diferenciar o que deve ou não ser caracterizada como uma oferta secundária para fins da regra de ETF que, a nosso ver, também não deveria pressupor prévia análise e autorização da CVM para ocorrer.

Ainda, em linha com nossa consideração realizada no ~~item 4.1.3 desta PARTE G~~, entendemos que o Anexo Normativo da Norma Editada destinado a reger os ETF deve ser elaborado pensando em delimitar os deveres e responsabilidades dos prestadores de serviços responsáveis pela distribuição das cotas dos ETF das atribuições desempenhadas pelos agentes autorizados.

### **3. Divulgação de informações pela página do ETF na Internet**

A divulgação de informações relativas ao ETF ao mercado e aos cotistas ocorre por meio da disponibilização em página do próprio ETF na rede mundial de computadores, a qual deve conter, no mínimo, as informações e os documentos listados no art. 39 da Instrução CVM 359.

Entendemos que, seguindo o princípio da liberdade contratual contido na LLE e já repetidamente abordada no escopo desta Manifestação, caberia ao gestor do ETF, em sua melhor avaliação e atuando no exercício de seu dever de diligência, a definição das informações e documentos relevantes para os cotistas e para o mercado em geral, sem prejuízo de os próprios cotistas solicitarem as informações adicionais que entenderem relevantes.

Em adição ao exposto acima, sabe-se que o ETF possui particularidades estruturais e materiais que pressupõem que determinadas informações – tais como seu alto potencial de pulverização e a aderência do desempenho das cotas ao índice de referência – sejam relevantes para os cotistas e devam, portanto, ser disponibilizadas no portal do ETF. No entanto, em nossa visão, o rol de informações e documentos de divulgação obrigatória no portal do ETF deve ser revisitado e enxugado, para que passe a refletir somente as informações que, no melhor julgamento do administrador ou do gestor, sejam importantes para os cotistas e/ou para o mercado em geral, visando a uma melhor adequação ao arcabouço regulatório atual e permitindo que o gestor e o administrador, conforme o caso, estabeleçam a relevância de informações e documentos adicionais.

A título exemplificativo, contratos de prestação de serviços celebrados com terceiros (tais como agentes autorizados e distribuidores) não são tipicamente divulgados na íntegra aos cotistas de um ETF ou ao mercado em geral, mesmo em outras espécies de Fundos de Investimento que tenham suas cotas admitidas a negociação em mercados organizados e tenham sua propriedade altamente pulverizada, mas são de divulgação obrigatória pelo inciso VI do art. 39 da Instrução CVM 359. Nossa visão é de que esses instrumentos podem conter disposições comerciais entre as partes envolvidas que não afetam os cotistas e que as partes não desejam divulgar amplamente ao mercado por serem julgadas informações estratégicas.

Neste sentido, visando a acomodar a maior autonomia do administrador e do gestor inaugurada pela LLE, sugerimos que o rol de informações e documentos de divulgação obrigatória seja revisitado para que se restrinja a informações de interesse dos cotistas e/ou do mercado. Ressaltamos que, caso deseje obter acesso a determinados documentos e/ou informações além

daquelas disponibilizadas, essa CVM poderá exercer sua prerrogativa de solicitar tais documentos e informações diretamente aos entes por ela regulados, sem necessidade de ampla divulgação ao mercado de seus termos.

#### **4. Prestadores de serviços**

##### **4.1. Responsabilidade dos prestadores de serviços**

###### **4.1.1. Solidariedade**

A respeito da solidariedade na responsabilidade dos prestadores de serviço, destacamos que o mercado brasileiro atualmente apresenta grande heterogenia em relação aos prestadores de serviços 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 é o caso dos prestadores de serviços que podem ser contratados pelos prestadores de serviços essenciais de um ETF –, a responsabilidade solidária não deveria ser uma exigência, afinal cada entidade seria, em qualquer hipótese, imputável nos termos da supervisão dessa CVM.

Entre tais disposições, é necessário que o novo marco regulatório sobre ETF reflita as disposições trazidas pela LLE sobre o regime de responsabilidade entre os prestadores de serviços. Entendemos que, no espírito da Minuta e da LLE, e dado que a regulamentação anterior previa a responsabilização dos prestadores de serviços em regime de solidariedade, sugerimos, além da previsão de que o regulamento dos ETF poderá dispor sobre a limitação de responsabilidade, esclarecimento no sentido de que a limitação da responsabilidade entre prestadores de serviços seria a regra geral aplicável.

Em nossa visão, a responsabilização limitada aos respectivos prestadores de serviço em relação aos atos que praticam poderá ensejar mais segurança por parte dos participantes regulados da indústria ao torná-los os responsáveis primários por seus atos. Portanto, sugerimos que a nova regra estabeleça, de forma expressa, a limitação de responsabilidade como a geral aplicável, prevendo que, no silêncio do regulamento, presumir-se-á a limitação da responsabilidade entre os prestadores de serviço.

Nesses casos, é importante destacar que, em observância ao princípio da transparência, os documentos constitutivos dos ETF, bem como os contratos entre referidas entidades deverão prever claramente o regime de responsabilidade (solidária ou não) aplicável a cada caso.

#### 4.1.2. Responsabilidade pelo descasamento entre o ETF e o índice de referência

Os incisos I, II e III, do *caput* do art. 35 da Instrução CVM 359 estabelecem a responsabilidade do administrador do ETF de convocar assembleia de cotistas em caso da verificação, por este, de erro de aderência e diferença de rentabilidade acumulada entre o ETF e o índice de referência. Dessa forma, a regra acaba por atribuir ao administrador do ETF, a responsabilidade por monitorar e diligenciar os ativos que compõem a carteira para verificar eventual descasamento entre a valorização dos ativos que a compõem e a rentabilidade do índice de referência.

Porém, considerando o protagonismo conferido ao gestor – elevado a “prestador de serviço essencial” – entendemos que deve caber ao gestor de recursos, quando na formação da cesta, realizar os procedimentos compatíveis com as melhores práticas do mercado para assegurar que as estratégias a serem adotadas estejam de acordo com o objetivo, a política de investimento e os níveis de risco da carteira do ETF e, conseqüentemente, monitorar e diligenciar eventual descasamento com o índice de referência.

Dessa forma, entendemos que, na atual redação da Instrução CVM 359, há uma contraposição entre os deveres do gestor e os deveres do administrador de um ETF na medida em que a regra vigente atribui um dever ao administrador que, em nosso entendimento, é inerente a atividade de gestão da carteira. Assim, sugerimos que a regra aplicável aos ETF estabeleça a possibilidade de que, nos termos do regulamento do ETF, caiba ao gestor realizar a verificação sobre eventual descasamento da rentabilidade do índice com a valorização dos ativos que compõem a carteira.

Ainda nessa esteira, em linha com nosso entendimento manifestado no item 16.2 da PARTE B desta Manifestação, propomos que em caso de erro de aderência entre o índice e a performance da carteira, o gestor possa tomar as providências necessárias, independentemente de aprovação em assembleia geral de cotistas. Considerando que é este o prestador de serviços do ETF devidamente habilitado para as atividades de gestão de carteira, parece-nos mais adequado que seja ele também a deliberar o melhor enfrentamento ao descasamento sofrido pelo ETF.

#### 4.1.3. Responsabilidade do agente autorizado

Nos termos do art. 5º da Instrução CVM 359, os ETF devem necessariamente ser constituídos sob a forma de condomínio aberto, o que enseja aos seus cotistas a possibilidade de realizarem o resgate das cotas de sua titularidade a qualquer momento durante o prazo de duração do ETF. Ainda, os investidores podem, a qualquer momento, realizar ordens de investimento para adquirir cotas do ETF, devendo o administrador realizar novas emissões a fim de suprir a demanda dos investidores.

A intermediação entre o administrador do ETF com os investidores e cotistas se dá por meio de agentes autorizados – instituições devidamente habilitadas e integrantes do sistema de



distribuição de valores mobiliários, contratadas pelo ETF para realizar a operacionalização das ordens de integralização e resgate das cotas. O agente autorizado é, portanto, o prestador de serviços do fundo responsável pela operacionalização das ordens de investimento e de resgate das cotas do ETF, que pode ocorrer em nome do próprio agente autorizado ou por conta e ordem do cliente.

Entendemos que, apesar de o agente autorizado ser um dos principais prestadores de serviços do ETF, a Instrução CVM 359 não dispõe de maneira clara sobre a sua atuação e suas responsabilidades, o que acaba por gerar insegurança jurídica entre os participantes do mercado e os investidores do ETF sobre a atuação desse prestador de serviços. Dessa forma, sugerimos que a Norma Editada, no Anexo Normativo relativa aos ETF, estabeleça o escopo de atuação dos agentes autorizados, prevendo claramente seus deveres e responsabilidades perante o ETF, o administrador, o gestor, as entidades atuantes na distribuição e os cotistas.

Ainda, é necessário que tal regra traga eventuais disposições que devem ser observadas pelo agente autorizado quando da sua interação com investidores, para além das disposições já trazidas pela Instrução CVM 505, que estabelece as normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários. A título exemplificativo, a Norma Editada deve deixar clara a diferenciação de atribuições e responsabilidades existentes entre o papel desempenhado pelo agente autorizado e pelos distribuidores de cotas do ETF.

#### 4.2. Contratação de formador de mercado

Sugerimos que o racional contido no parágrafo único do art. 25 da Instrução CVM 359 seja atualizado na Norma Editada, a fim de prever, de forma expressa, a possibilidade de entidades do mesmo grupo econômico do gestor atuarem como formador de mercado para as cotas do ETF, conforme entendimento da SIN e da SMI, de abril de 2017, em resposta à consulta formulada pela B3 em setembro de 2016.

Por meio de resposta à consulta da B3, a SIN e SMI formalizaram seu entendimento atual de que as partes relacionadas ao gestor do ETF poderão atuar como formadores de mercado, de maneira que a vedação estabelecida pelo parágrafo único do art. 25 da Instrução CVM 359 não seria extensiva às controladas, coligadas e sociedades sob controle comum ao gestor do ETF, visto que a gestão do ETF é passiva.

Soma-se a isso o fato de que já existem mecanismos suficientes estabelecidos pelos normativos da CVM que mitigariam os riscos de conflito de interesses entre esses prestadores de serviços,



no caso dos ETF. O art. 24 da Instrução CVM 558 determina<sup>212</sup> a obrigatoriedade da segregação da atividade de gestão de ETF das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica, entre elas a atividade de distribuição de valores mobiliários, e a Instrução CVM 384 estabelece que o formador de mercado não pode ter acesso a informações relevantes não divulgadas ao mercado, o que ensejaria eventual responsabilização ao formador de mercado que descumprisse tal disposição em caso de acesso a informações privilegiadas detidas por entidade de seu grupo econômico.

Ainda, entendemos que o risco de conflito de interesses em ter um formador de mercado do mesmo grupo econômico que o gestor no âmbito de um ETF diverge em muito daquele percebido na atuação de um formador de mercado do mesmo grupo econômico, por exemplo, de uma companhia aberta, que entendemos ser a principal preocupação que a Instrução CVM 384 buscou endereçar. Isso porque, enquanto uma parte relacionada à companhia emissora pode obter informações relevantes previamente à sua divulgação ao mercado (como, por exemplo, alterações na administração), um ETF busca somente replicar o desempenho de um determinado índice de referência, dificultando, portanto, que qualquer informação privilegiada relativa às companhias emissoras ou mesmo à própria atuação do gestor do ETF possa impactar de qualquer forma a aquisição ou alienação de valores mobiliários pelo ETF. Por estas razões, sugerimos que, no momento da edição do Anexo Normativo que tratará dos ETF, seja expressamente prevista a possibilidade de que partes relacionadas ao gestor atuem como formador de mercado das cotas do ETF.

## **5. Encargos**

É pleito de longa data da indústria dos Fundos de Investimento a possibilidade de inclusão de determinadas despesas e encargos para o Fundo de Investimento que não encontrem respaldo expresso no rol taxativo atualmente existente nas normas da CVM<sup>213</sup>. 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 ETF. 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 ETF poderiam vir a demandar no curso de sua

---

<sup>212</sup> Racional que será integralmente mantido pelo art. 27 da Resolução CVM 21.

<sup>213</sup> No caso dos ETF, o rol de encargos do Fundo está previsto no art. 61 da Instrução CVM 359, sendo que o art. 63 da mesma instrução estabelece que quaisquer despesas não incluídas no rol de encargos correrão por conta do administrador.

operação. Por essa razão, tendo em vista o intuito de perenidade e estabilidade da regra, sugerimos que o rol de encargos do ETF estabelecido no Anexo Normativo que venha a regulamentar estes fundos seja flexível e que o mesmo Anexo Normativo estabeleça, de forma expressa, que caberá aos prestadores de serviço essenciais e investidores negociar e definir, no caso-a-caso, a lista de despesas e encargos que poderão ser suportados pelo respectivo ETF.

Em linha com nossos comentários realizados neste documento, 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, incluindo os ETF. Nesse sentido, restrições ao pagamento ou reembolso de despesas e encargos pelos ETF 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 ETF 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 ETF 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 ETF e das necessidades da estratégia de investimento pretendida pelo ETF.

Evidentemente, a contrapartida a uma eventual majoração de gastos incorridos por esses investidores seria a maior eficiência no funcionamento do ETF e da estrutura na qual se insere e os ganhos em transparência da prestação de contas aos investidores (*accountability*), 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.

\* \* \*

## **PARTE H**

### **QUESTÕES TRIBUTÁRIAS**

Conforme apontamos ao longo dos nossos comentários, e exemplificamos no transcorrer desta Manifestação, a regulamentação dos Fundos de Investimento nem sempre está alinhada com as regras tributárias, e vice-versa.

Como consequência natural, temas que poderiam contar com a facilidade de compartilhar de uma mesma base legal e conceitual se tornam extremamente complexos, exigindo a interpretação sistemática de uma série de normas de natureza regulatória e tributária – que não necessariamente são compatíveis –, gerando, nos melhores cenários, inconsistências que acabam por limitar o alcance almejado por essa CVM ao flexibilizar determinadas regras e, em cenários piores, insegurança jurídica quanto ao regime tributário aplicável aos cotistas.

Dessa forma, aproveitamos esta oportunidade para apresentar breves sugestões para a harmonização entre a regulamentação dos Fundos de Investimento e o tratamento tributário dispensado a eles e a seus cotistas, conforme já delineado anteriormente.

De forma mais ampla, deve-se destacar que talvez a maior inovação trazida pela LLE possa ter a sua eficácia comprometida justamente pela ausência de regras tributárias que reconheçam a possibilidade e expressamente regulem o regime tributário aplicável aos cotistas de um Fundo de Investimento que possua diferentes classes de cotas com patrimônio segregado.

De fato, sabe-se que não é competência dessa CVM executar os processos e iniciativas que poderiam eliminar tais inconsistências, mas a compreensão quanto à sua existência e a possível extensão das questões e discussões que poderiam surgir de tal desalinhamento é relevante para que essa CVM possa ser um agente participante das mudanças que se mostram pertinentes junto à RFB (e, mais importante, necessárias para permitir a eficácia de inovações no campo regulatório).

Neste sentido, além da questão relativa à possibilidade de criação de diferentes classes de cotas de um mesmo Fundo de Investimento, outras das inovações que se referem a exceções de regras de enquadramento de carteira e/ou alteração do seu prazo médio vinculados que mereceriam ser endereçadas também pela RFB naquilo que for compatível com sua competência regulamentar.

Em especial, mencionamos:

- (i) a integralização de cotas a prazo (art. 30 da Resolução);

- (ii) a dispensa da observância dos requisitos de enquadramento na fase de liquidação do fundo (art. 111 da Resolução<sup>214</sup>);
- (iii) casos de desenquadramento passivo e aqueles ocorridos no período de desinvestimento (art. 47 do Anexo Normativo I); e
- (iv) desalinhamento entre normas tributárias e normas regulatórias referentes a FIF "Ações"<sup>215</sup> (art. 57 do Anexo Normativo I).

Com base na nossa experiência enquanto assessores jurídicos em matérias conexas à regulamentação e tributação de Fundos de Investimento, entendemos que as previsões acima que excetua o descumprimento de requisitos de enquadramento de carteira são razoáveis, e deveriam ser replicadas na legislação tributária, atualizando-se esta última para conferir-lhe consistência com a regulamentação proposta e, como visto, conferindo maior segurança jurídica à indústria.

É de se notar, por oportuno, que os comentários aqui feitos que possuem qualquer elemento ou natureza de índole tributária que possa estar vinculada às alterações previstas por essa CVM, não se pretendem exaustivos ou sequer opinativos. Em verdade, tais comentários têm por objetivo apenas promover a discussão (tão necessária) com a RFB e o legislador no processo de atualização da regulamentação e legislação vigentes.

\* \* \*

---

<sup>214</sup> Ver nosso comentário no [item 22 da PARTE B](#).

<sup>215</sup> Ver nosso comentário no [item 4 da PARTE C](#).

**APÊNDICE**  
**DEFINIÇÕES**

Para fins do disposto na presente manifestação, as expressões iniciadas em letra maiúscula terão os significados a elas atribuídos na tabela abaixo.

Ainda, (i) os termos “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 ou regulamentares serão interpretadas como referências a tais disposições alteradas, consolidadas ou reformuladas.

<b>ABVCap</b>	Significa a Associação Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i> .
<b>ADCT</b>	Significa o Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, de 5 de outubro de 1988, conforme emendado.
<b>Anbima</b>	Significa a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.
<b>Anexo Normativo</b>	Significa qualquer dos anexos normativos que vier a ser anexado à Resolução contida na Norma Editada.
<b>Anexo Normativo I</b>	Significa o Anexo Normativo I à Resolução.
<b>Anexo Normativo II</b>	Significa o Anexo Normativo II à Resolução.
<b>Audiência Pública CVM/SDM 14/2011</b>	Significa a décima quarta audiência pública do ano de 2011, publicada pela SDM em 22 de novembro de 2011, que trazia minuta de instrução sobre a administração de carteiras de valores mobiliários
<b>Audiência Pública CVM/SDM 7/2014</b>	Significa a sétima audiência pública do ano de 2014, publicada pela SDM em 4 de agosto de 2014, que propunha alterações em dispositivos da Instrução CVM 400 e da Instrução CVM 472 no que diz respeito à divulgação de informações e à governança de FII.

**Audiência Pública  
CVM/SDM 5/2015**

Significa a 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.

**Audiência Pública  
CVM/SDM 4/2018**

Significa a quarta audiência pública do ano de 2018, publicada pela SDM em 27 de setembro de 2018, que trazia minuta de instrução que se propunha a alterar a Instrução CVM 555 para inclusão de dispositivos relativos aos fundos de investimentos previstos no art. 3º da Lei 12.431.

**Audiência Pública  
CVM/SDM 8/2020**

Significa a audiência pública que se ora comenta.

**Audiência Pública  
CVM/SDM 9/2020**

Significa a nona audiência pública do ano de 2020, publicada pela SDM em 7 de dezembro de 2020, que se propunha a alterar a Instrução CVM 480 com objetivo de reduzir o custo de observância e de aprimorar o regime informacional dos emissores de valores mobiliários com a inclusão de informações que reflitam aspectos sociais, ambientais e de governança corporativa.

**Audiência Pública  
CVM/SDM 2/2021**

Significa a 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.

**B3**

Significa a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, inscrita no CNPJ sob o nº 09.346.601/0001-25.

**BCB**

Significa o Banco Central do Brasil.

**BDR**

Significa um certificado emitidos no Brasil de depósitos de valores mobiliários emitidos no exterior.

**Brasil**

Significa a República Federativa do Brasil.

**BTC**

Significa o Banco de Títulos da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia, operacionalizado pela B3.

**BVCA**

Significa a *British Private Equity & Venture Capital Association*.

- Carta-circular BCB 3.967** Significa a Carta-circular nº 3.967, do BCB, de 2 de agosto de 2019, atualizada conforme alteração posterior, que estabelece procedimentos para remessa de informações sobre cotistas de fundos de investimento, de que trata a Circular BCB 3.945.
- Circular BCB 3.924** Significa a nº 3.924, do BCB, de 19 de dezembro de 2018, atualizada conforme alteração posterior, que estabelece condições e procedimentos para a realização, por instituições financeiras, de operações de crédito vinculadas a recebíveis de arranjo de pagamento.
- Circular BCB 3.945** Significa a Circular nº 3.945, do BCB, de 12 de junho de 2019, atualizada conforme alteração posterior, que dispõe sobre a remessa e informações sobre cotistas de fundos de investimento.
- Circular BCB 4.016** Significa a Circular nº 4.016, do BCB, de 4 de maio de 2020, que dispõe sobre a atividade de escrituração de duplicata escritural, sobre o sistema eletrônico de escrituração gerido por entidade autorizada a exercer essa atividade e sobre o registro ou o depósito centralizado e a negociação desses títulos de crédito.
- Classe Feeder ou Fundo Feeder** Significa (i) nos termos da regulamentação em vigor, um Fundo de Investimento cuja política de investimento preveja expressamente o investimento noutro Fundo de Investimento; ou (ii) nos termos da regulamentação proposta pela Minuta, um Fundo de Investimento ou uma classe de cotas de Fundo de Investimento, conforme o caso, cuja política de investimento preveja expressamente o investimento numa classe de cotas de outro Fundo de Investimento.
- Classe Máster ou Fundo Máster** Significa (i) nos termos da regulamentação em vigor, um Fundo de Investimento que esteja previsto expressamente na política de investimento doutro Fundo de Investimento como alvo de investimento deste; ou (ii) nos termos da regulamentação proposta pela Minuta, um Fundo de Investimento ou uma classe de cotas de Fundo de Investimento, conforme o caso, que esteja previsto expressamente na política de investimento numa classe de cotas de outro Fundo de Investimento como alvo de investimento desta.

<b>CMN</b>	Significa o Conselho Monetário Nacional.
<b>CNPJ</b>	Significa o Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica mantido pela RFB.
<b>CNSP</b>	Significa o Conselho Nacional de Seguros Privados.
<b>Código Civil</b>	Significa o Código Civil instituído pela Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, atualizada conforme alterações posteriores.
<b>Código de Defesa do Consumidor</b>	Significa a Lei nº 8.078, de 11 de setembro de 1990, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre a proteção do consumidor e dá outras providências.
<b>Código de Trânsito Brasileiro</b>	Significa o Código de Trânsito Brasileiro instituído pela Lei nº 9.503, de 23 de setembro de 1997, atualizada conforme alterações posteriores.
<b>Código de Processo Civil</b>	Significa o Código de Processo Civil instituído pela Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015, atualizada conforme alterações posteriores.
<b>Código Tributário Nacional</b>	Significa a Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, aos Estados e aos Municípios.
<b>Colegiado</b>	Significa a instância colegiada da CVM composto pelo seu Presidente e pelos quatro Diretores, com competências determinadas pelo regimento interno.
<b>Constituição Federal</b>	Significa a Constituição Federal da República Federativa do Brasil, promulgada em 5 de outubro de 1988, conforme emendada.
<b>CPC</b>	Significa o Comitê de Pronunciamentos Contábeis do Conselho Federal de Contabilidade.
<b>CPF</b>	Significa o Cadastro de Pessoas Físicas mantido pela RFB.
<b>CRA</b>	Significa um certificado de recebíveis do agronegócio.



<b>CRI</b>	Significa um certificado de recebíveis imobiliários.
<b>CVM</b>	Significa a Comissão de Valores Mobiliários.
<b>Decreto 6.304/2007</b>	Significa o Decreto nº 6.304, de 12 de dezembro de 2007, que regulamenta a Lei 8.685.
<b>Decreto 8.874/2016</b>	Significa o Decreto nº 8.874, de 11 de outubro de 2016, atualizado conforme alterações posteriores, que regulamenta as condições para aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em PD&I, para efeito do disposto no art. 2º da Lei 12.431.
<b>Decreto 10.139/2019</b>	Significa o Decreto nº 10.139, de 28 de novembro de 2019, que dispõe sobre a revisão e a consolidação dos atos normativos inferiores a decreto.
<b>Decreto 10.543/2020</b>	Significa o Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020, que dispõe sobre o uso de assinaturas eletrônicas na administração pública federal e regulamenta o art. 5º da Lei 14.063 quanto ao nível mínimo exigido para a assinatura eletrônica em interações com entes públicos.
<b>Deliberação CVM 538</b>	Significa a Deliberação nº 538, da CVM, de 5 de março de 2008, que dispunha sobre os processos administrativos sancionadores.
<b>Deliberação CVM 763</b>	Significa a Deliberação nº 763, da CVM, de 22 de dezembro de 2016, que aprova o Pronunciamento CPC 48.
<b>Edital</b>	Significa o edital da Audiência Pública CVM/SDM 8/2020, publicado em 1º de dezembro de 2020 e republicado em 3 de dezembro de 2020.
<b>EPRA</b>	Significa a <i>European Public Real Estate Association</i> .
<b>ESG</b>	Significa governança ambiental, social e corporativa ( <i>environmental, social and corporate governance</i> ).
<b>ESMA</b>	Significa a Autoridade Europeia de Mercados de Valores Mobiliários.

<b>ETF</b>	Significa um fundo de investimento em índice de mercado que tenha suas cotas admitidas à negociação em mercado de bolsa ou balcão organizado – comumente conhecido como “ <i>exchange-traded fund</i> (ETF)”.
<b>Fundo Feeder ou Classe Feeder</b>	Significa (i) <u>nos termos da regulamentação em vigor</u> , um Fundo de Investimento cuja política de investimento preveja expressamente o investimento noutro Fundo de Investimento; ou (ii) <u>nos termos da regulamentação proposta pela Minuta</u> , um Fundo de Investimento ou uma classe de cotas de Fundo de Investimento, conforme o caso, cuja política de investimento preveja expressamente o investimento numa classe de cotas de outro Fundo de Investimento.
<b>Fundo Máster ou Classe Máster</b>	Significa (i) <u>nos termos da regulamentação em vigor</u> , um Fundo de Investimento que esteja previsto expressamente na política de investimento doutro Fundo de Investimento como alvo de investimento deste; ou (ii) <u>nos termos da regulamentação proposta pela Minuta</u> , um Fundo de Investimento ou uma classe de cotas de Fundo de Investimento, conforme o caso, que esteja previsto expressamente na política de investimento dum classe de cotas de outro Fundo de Investimento como alvo de investimento desta.
<b>Fiagro</b>	Significa um fundo de investimento nas cadeias produtivas agroindustriais.
<b>FIBRA</b>	Significa um <i>fideicomiso de infraestrutura y bienes raíces</i> .
<b>FIC-FIDC</b>	Significa um fundo de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios.
<b>FIC-FIF</b>	Significa um fundo de investimento em cotas de fundos de investimento financeiro.
<b>FIDC</b>	Significa um fundo de investimento em direitos creditórios.
<b>FIDC-NP</b>	Significa um fundo de investimento em direitos creditórios não-padronizados.

<b>FIDC-PIPS</b>	Significa um fundo de investimento em direitos creditórios no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social, instituído pela Lei 10.735.
<b>FIF</b>	Significa um fundo de investimento financeiro.
<b>FII</b>	Significa um fundo de investimento imobiliário.
<b>FIP</b>	Significa um fundo de investimento em participações.
<b>Fundo de Investimento</b>	Significam qualquer fundo de investimento constituído no Brasil.
<b>ICP-Brasil</b>	Significa a Infraestrutura de Chaves Públicas Brasileira instituída pela Medida Provisória 2.200-2/2001.
<b>IFRS</b>	Significa o padrão internacional para divulgação de informações financeiras ( <i>international financial reporting standards</i> ) elaborado pelo International Accounting Standards Board – IASB.
<b>ILPA</b>	Significa a International Limited Partners Association.
<b>Instrução CVM 356</b>	Significa a Instrução nº 356, da CVM, de 17 de dezembro de 2001, atualizada conforme alterações posteriores, que regulamenta a constituição e o funcionamento de FIDC e de FIC-FIDC.
<b>Instrução CVM 358</b>	Significa a Instrução nº 358, da CVM, de 3 de janeiro de 2002, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta e estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.
<b>Instrução CVM 359</b>	Significa a Instrução nº 359, da CVM, de 22 de janeiro de 2002, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento dos ETF, com

cotas negociáveis em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

**Instrução CVM 361**

Significa a Instrução nº 361, da CVM, de 5 de março de 2002, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das OPA de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários.

**Instrução CVM 384**

Significa a Instrução nº 384, da CVM, de 17 de março de 2003, que dispõe, entre outros, sobre a atividade de formador de mercado para valores mobiliários em mercados organizados.

**Instrução CVM 399**

Significa a Instrução nº 399, da CVM, de 21 de novembro de 2003, atualizada conforme alterações posteriores, que regulamenta a constituição e o funcionamento dos FIDC-PIPS, nos termos da Lei 10.735.

**Instrução CVM 400**

Significa a Instrução nº 400, da CVM, de 29 de dezembro de 2003, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário.

**Instrução CVM 432**

Significa a Instrução nº 432, da CVM, de 1º de junho de 2006, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento dos FIF destinados à garantia de locação imobiliária e a cessão fiduciária, em garantia de locação imobiliária, de cotas de emissão de outros FIF.

**Instrução CVM 444**

Significa a Instrução nº 444, da CVM, de 8 de dezembro de 2006, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre o funcionamento de FIDC-NP.

**Instrução CVM 461**

Significa a Instrução nº 461, da CVM, de 23 de outubro de 2007, atualizada conforme alterações posteriores, que disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre

a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado.

**Instrução CVM 472**

Significa a Instrução nº 472, da CVM, de 31 de outubro de 2008, atualizada conforme alterações posteriores, que, entre outros, dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos FII.

**Instrução CVM 476**

Significa a Instrução nº 476, da CVM, de 16 de janeiro de 2009, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados.

**Instrução CVM 480**

Significa a Instrução nº 480, da CVM, de 7 de dezembro de 2009, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.

**Instrução CVM 481**

Significa a Instrução nº 481, da CVM, de 17 de dezembro de 2009, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre informações e pedidos públicos de procuração para exercício do direito de voto em assembleias de acionistas.

**Instrução CVM 489**

Significa a Instrução nº 489, da CVM, de 14 de janeiro de 2011, que dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos FIC-FIDC, FIDC, FIDC-NP e FIDC-PIPS.

**Instrução CVM 504**

Significa a Instrução nº 504, da CVM, de 21 de setembro de 2011, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre o envio de informações de fundos de investimento que especifica ao SCR do BCB.

**Instrução CVM 505**

Significa a Instrução nº 505, da CVM, de 27 de setembro de 2011, atualizada conforme alterações posteriores, que estabelece normas e procedimentos a serem observados nas

operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários.

**Instrução CVM 516** Significa a Instrução nº 516, da CVM, de 29 de dezembro de 2011, que dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos FII.

**Instrução CVM 531** Significa a Instrução nº 531, da CVM, de 6 de fevereiro de 2013, que altera dispositivos da Instrução CVM 356 e da Instrução CVM 400.

**Instrução CVM 539** Significa a Instrução nº 539, da CVM, de 13 de novembro de 2013, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente.

**Instrução CVM 555** Significa a Instrução nº 555, da CVM, de 17 de dezembro de 2014, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

**Instrução CVM 558** Significa a Instrução nº 558, da CVM, de 26 de março de 2015, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre a administração de carteiras de valores mobiliários.

**Instrução CVM 571** Significa a Instrução nº 571, da CVM, de 25 de novembro de 2015, que altera dispositivos da Instrução CVM 400 e da Instrução CVM 472.

**Instrução CVM 578** Significa a Instrução nº 578, da CVM, de 30 de agosto de 2016, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos FIP.

**Instrução CVM 579** Significa a Instrução nº 579, da CVM, de 30 de agosto de 2016, que dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos FIP.

**Instrução CVM 588** Significa a Instrução nº 588, da CVM, de 31 de julho de 2017, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de valores mobiliários de emissão de sociedades empresárias de pequeno porte realizada com

dispensa de registro por meio de plataforma eletrônica de investimento participativo, entre outras disposições.

**Instrução CVM 606**

Significa a Instrução nº 606, da CVM, de 25 de novembro de 2019, que altera a Instrução CVM 555.

**Instrução CVM 615**

Significa a Instrução nº 615, da CVM, de 2 de outubro de 2019, que altera e revoga dispositivos de instruções da CVM.

**Instrução CVM 617**

Significa a Instrução nº 617, da CVM, de 5 de dezembro de 2019, que dispõe sobre a prevenção à lavagem de dinheiro e o combate ao financiamento ao terrorismo no âmbito do mercado de valores mobiliários, devendo ser lida em conjunto com a nota explicativa divulgada pela CVM na mesma data.

**Instrução CVM 622**

Significa a Instrução nº 622, da CVM, de 17 de abril de 2020, que altera, acrescenta e revoga dispositivos da Instrução CVM 481.

**Instrução Normativa  
RFB 1.585**

Significa a Instrução Normativa nº 1.585, da RFB, de 31 de agosto de 2015, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre o imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos e ganhos líquidos auferidos nos mercados financeiro e de capitais.

**LGPD**

Significa a Lei nº 13.709, de 14 de agosto de 2018 (Lei Geral de Proteção de Dados), atualizada conforme alterações posteriores.

**Lei 4.595**

Significa a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, cria o CMN e dá outras providências.

**Lei 5.474**

Significa a Lei nº 5.474, de 18 de julho de 1968, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre as duplicatas e dá outras providências.

**Lei 6.385**

Significa a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a CVM.

- Lei 6.404** Significa a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre as sociedades por ações.
- Lei 7.940** Significa a Lei nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989, atualizada conforme alterações posteriores, que institui a Taxa de Fiscalização dos mercados de títulos e valores mobiliários, e dá outras providências.
- Lei 8.245** Significa a Lei nº 8.245, de 18 de outubro de 1991, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre as locações dos imóveis urbanos e os procedimentos a elas pertinentes.
- Lei 8.668** Significa a Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos FII e dos Fiagro e dá outras providências.
- Lei 8.685** Significa a Lei nº 8.685, de 20 de julho de 1993, atualizada conforme alterações posteriores, que cria mecanismos de fomento à atividade audiovisual
- Lei 9.532** Significa a Lei nº 9.532, de 10 de dezembro de 1997, atualizada conforme alterações posteriores, que altera a legislação tributária e dá outras providências.
- Lei 10.735** Significa a Lei nº 10.735, de 11 de setembro de 2003, atualizada conforme alterações posteriores, que, entre outros, autoriza o Poder Executivo a instituir o Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social – PIPS e dá outras providências.
- Lei 11.033** Significa a Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004, atualizada conforme alterações posteriores, que altera a tributação dos mercados financeiro e de capitais.
- Lei 11.196** Significa a Lei nº 1.196, de 21 de novembro de 2005, que, entre outros, altera a Lei 8.245.
- Lei 11.312** Significa a Lei nº 11.312, de 27 de junho de 2006, que reduz a zero a alíquota da Contribuição Provisória sobre Movimentação



ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira nas situações em que especifica e dá outras providências.

**Lei 11.478**

Significa a Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007, atualizada conforme alterações posteriores, que institui o FIP da categoria "Infraestrutura" e o FIP da categoria "PD&I" e dá outras providências.

**Lei 12.431**

Significa a Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica, entre outros.

**Lei 12.810**

Significa a Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre o parcelamento de débitos com a Fazenda Nacional relativos às contribuições previdenciárias de responsabilidade dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios e altera diversos dispositivos.

**Lei 12.865**

Significa a Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre os arranjos de pagamento e as instituições de pagamento integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro, entre outros.

**Lei 13.202**

Significa a Lei nº 13.202, de 8 de dezembro de 2015, que, entre outros, autoriza o Poder Executivo federal a atualizar monetariamente o valor das taxas que indica e dá outras providências.

**Lei 13.506**

Significa a Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, que dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do BCB e da CVM e dá outras providências.

**Lei 13.810**

Significa a Lei nº 13.810, de 8 de março de 2019, que dispõe sobre o cumprimento de sanções impostas por resoluções do Conselho de Segurança das Nações Unidas, incluída a indisponibilidade de ativos de pessoas naturais e jurídicas e de entidades, e a designação nacional de pessoas investigadas ou acusadas de terrorismo, de seu financiamento ou de atos a ele

correlacionados; e revoga a Lei nº 13.170, de 16 de outubro de 2015.

**Lei 14.063**

Significa a Lei nº 14.063, de 23 de setembro de 2020, que dispõe, entre outros, sobre o uso de assinaturas eletrônicas em interações com entes públicos, em atos de pessoas jurídicas e em questões de saúde e sobre as licenças de programas de computador desenvolvidos por entes públicos.

**Lei de Sigilo Bancário**

Significa a Lei complementar nº 105, de 4 de maio de 2000, atualizada conforme alterações posteriores, que estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências.

**LINDB**

Significa o Decreto-lei nº 4.657, de 4 de setembro de 1942 (Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro), atualizado conforme alterações posteriores.

**LLE**

Significa a Declaração dos Direitos de Liberdade Econômica instituída pela Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019.

**LPAC**

Significa um *limited partners advisory committee* de fundo de investimento.

**Manifestação**

Significa a manifestação contida nesta carta, incluindo todas as suas oito partes e o APÊNDICE.

**Medida Provisória  
2.200-2/2001**

Significa a Medida provisória nº 2.200-2, de 24 de agosto de 2001, atualizada conforme alterações posteriores, que institui a ICP-Brasil e dá outras providências.

**Medida Provisória  
2.228-1/2001**

Significa a Medida provisória nº 2.228-1, de 6 de setembro de 2001, atualizada conforme alterações posteriores, que estabelece princípios gerais da Política Nacional do Cinema, autoriza a criação de Funcines e, entre outros, dá outras providências.

**Minuta**

Significa a minuta de resolução anexa ao Edital, que contempla a Resolução, o Anexo Normativo I e o Anexo Normativo II.

**Norma Editada**

Significa a resolução que vier a ser editada pela CVM e publicada no Diário Oficial da União, com fins a 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.

<b>OCDE</b>	Significa a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico.
<b>Oferta 400</b>	Significa uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários conduzida segundo os procedimentos previstos na Instrução CVM 400.
<b>Oferta 476</b>	Significa uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários conduzida segundo os procedimentos previstos na Instrução CVM 476.
<b>Oferta Não Regulamentada</b>	Significa uma oferta de valores mobiliários que não seja esteja sujeita à regulamentação da CVM, ficando isenta de registro.
<b>Ofício-circular CVM/SIN 5/2014</b>	Significa o Ofício-circular nº 5/2014, da SIN, de 21 de novembro de 2014, que contém sobre procedimentos relativos ao funcionamento de fundos de investimento, registro de investidor não-residente e às atividades de administração de carteiras, consultoria e análise de valores mobiliários.
<b>Ofício-circular CVM/SIN 11/2018</b>	Significa o Ofício-circular nº 11/2018, da SIN, de 19 de setembro de 2018, que dispõe sobre o investimento indireto em criptoativos pelos Fundos de Investimento.
<b>Ofício-circular CVM/SIN 6/2020</b>	Significa o Ofício-circular nº 6/2020, da SIN, de 26 de março de 2020, que interpreta dispositivos regulamentares aplicáveis aos Fundos de Investimento.
<b>Ofício-circular CVM/SIN-SNC 1/14</b>	Significa o Ofício-circular nº 1/2014, conjuntamente da SIN e da SNC, de 2 de maio de 2014, que traz sobre a distribuição de resultados de FII.
<b>Ofício-circular CVM/SIN-SNC 1/15</b>	Significa o Ofício-circular nº 6/2020, da SIN, de 18 de março de 2015, que torna pública a decisão do Colegiado de 17 de março de 2015 sobre a distribuição de resultados de FII.

<b>Ofício-circular CVM/SRE 1/2021</b>	Significa o Ofício Circular nº 1/2021, da SRE, de 1º de março de 2021, que traz orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelos emissores/ofertantes e intermediários em ofertas públicas de valores mobiliários.
<b>Ofício-circular BM&amp;FBovespa 50/2016</b>	Significa o Ofício-circular nº 050-2016-DP, de 31 de maio de 2016, que regulamenta os procedimentos aplicáveis às OPA voluntárias de cotas de emissão de FII a serem realizadas em leilão no segmento de negociação “BM&FBovespa”, administrado e operado pela B3.
<b>OPA</b>	Significa uma oferta pública de aquisição de valores mobiliários.
<b>PD&amp;I</b>	Significa a produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação.
<b>Portaria SEDGG 2.154/2021</b>	Significa a Portaria nº 2.154, da SEDGG, de 23 de fevereiro de 2021, que regulamenta o Decreto 10.543/2020.
<b>Pronunciamento CPC 48</b>	Significa o Pronunciamento técnico nº 48, do CPC, aprovado em 4 de novembro de 2016 e divulgado em 22 de dezembro de 2016, que trata de instrumentos financeiros.
<b>REIT</b>	Significa um <i>real estate investment trust</i> .
<b>Resolução</b>	Significa a estrutura principal (parte geral) da Minuta ou da Norma Editada, conforme o caso, que deverá ser aplicável a todos os Fundos de Investimento.
<b>Resolução BCB 38</b>	Significa a Resolução nº 38, do BCB, de 11 de novembro de 2020, que consolida a remessa de informações ao BCB sobre cotistas de Fundos de Investimento.
<b>Resolução CMN 2.690</b>	Significa a Resolução nº 2.690, do CMN, de 28 de janeiro de 2000, atualizada conforme alterações posteriores, que altera e consolida as normas que disciplinam a constituição, a organização e o funcionamento das bolsas de valores.
<b>Resolução CMN 2.907</b>	Significa a Resolução nº 2.907, do CMN, de 29 de novembro de 2001, atualizada conforme alterações posteriores, que autoriza a constituição e o funcionamento de FIDC e FIC-FIDC.

- Resolução CMN 4.707** Significa a Resolução nº 4.707, do CMN, de 19 de dezembro de 2018, atualizada conforme alteração posterior, que estabelece condições e procedimentos para a realização, por instituições financeiras, de operações de crédito vinculadas a recebíveis de arranjo de pagamento.
- Resolução CMN 4.373** Significa a Resolução nº 4.373, do CMN, de 24 de setembro de 2014, atualizada conforme alterações posteriores, que dispõe sobre aplicações de investidor não-residente no Brasil nos mercados financeiro e de capitais.
- Resolução CMN 4.707** Significa a Resolução nº 4.707, do CMN, de 19 de dezembro de 2018, atualizada conforme alteração posterior, que estabelece condições e procedimentos para a realização, por instituições financeiras, de operações de crédito vinculadas a recebíveis de arranjo de pagamento.
- Resolução CMN 4.734** Significa a Resolução nº 4.734, do CMN, de 27 de junho de 2019, atualizada conforme alterações posteriores, que estabelece condições e procedimentos para a realização de operações de desconto de recebíveis de arranjo de pagamento integrante do Sistema de Pagamentos Brasileiro baseado em conta pós-paga e de depósito à vista e de operações de crédito garantida por esses recebíveis, por parte das instituições financeiras, entre outros.
- Resolução CMN 4.815** Significa a Resolução nº 4.815, do CMN, de 4 de maio de 2020, que dispõe sobre condições e procedimentos para a realização de operações de desconto de recebíveis mercantis e de operações de crédito garantidas por esses recebíveis pelas instituições financeiras.
- Resolução CNSP 348** Significa a Resolução nº 348, do CNSP, de 25 de setembro de 2017, que altera e consolida as regras de funcionamento e os critérios para operação de cobertura por sobrevivência oferecida em plano de seguro de pessoas e dá outras providências.
- Resolução CVM 3** Significa a Resolução nº 3, da CVM, de 11 de agosto de 2020, que altera e acrescenta dispositivos à Instrução CVM nº 332, de 4 de abril de 2000, à Instrução CVM 359, à Instrução nº 471, de

8 de agosto de 2008, à Instrução CVM 476, à Instrução CVM 480 e à Instrução CVM 555.

**Resolução CVM 13**

Significa a Resolução nº 13, da CVM, de 18 de novembro de 2020, que dispõe sobre o registro, as operações e a divulgação de informações de investidor não-residente no Brasil.

**Resolução CVM 23**

Significa a Resolução nº 23, da CVM, de 25 de fevereiro de 2021, que dispõe sobre o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários e define os deveres e as responsabilidades dos administradores das entidades auditadas no relacionamento com os auditores das entidades auditadas no relacionamento com os auditores independentes.

**Resolução CVM 21**

Significa a Resolução nº 21, da CVM, de 25 de fevereiro de 2021, que dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários e revoga dispositivos da CVM.

**RFB**

Significa a Secretaria Especial da Receita Federal do Brasil do Ministério de Estado da Economia.

**SCR**

Significa o Sistema de Informações de Créditos do BCB.

**SDM**

Significa a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da CVM.

**SEC**

Significa a Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos (*United States Securities and Exchange Commission*).

**SEDGG**

Significa a Secretaria Especial de Desburocratização, Gestão e Governo Digital do Ministério de Estado da Economia.

**SIN**

Significa a Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais da CVM.

**SMI**

Significa a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários da CVM.

**SNC**

Significa a Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria da CVM.

<b>SRE</b>	Significa a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários da CVM.
<b>Taxa de Fiscalização</b>	Significa a taxa de fiscalização do mercado de valores mobiliários instituída pela Lei 7.940 e devida à CVM nos termos do ato do Poder Executivo federal de que trata o art. 8º, <i>caput</i> , inciso IV, da Lei 13.202.
<b>UCITS</b>	Significa os <i>Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities</i> , veículos de investimento coletivo regulados pelo Parlamento Europeu e pelo Conselho da União Europeia.