

São Paulo, 15 de abril de 2021

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM
Comissão de Valores Mobiliários – CVM
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar
Rio de Janeiro – RJ
via e-mail: audpublicaSDM0820@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 08/20

Prezados Senhores,

VAZ, BURANELLO, SHINGAKI E OIOLI ADVOGADOS vem, pela presente, submeter à apreciação de V.Sas. sugestões e comentários à minuta de Resolução (“Minuta”) proposta pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM” ou “Autarquia”) que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como a prestação de serviços para os fundos, incluindo

anexos normativos referentes aos fundos de investimento financeiros e aos fundos de investimento em direitos creditórios, no âmbito da Audiência Pública SDM nº 08/20 (“Audiência”), conforme abaixo:

1. Responsabilidade Limitada dos Cotistas. Entendemos que a redação proposta pela CVM poderia ser aprimorada de forma a estabelecer mecanismo para que os cotistas, durante o período de adaptação à norma, possam identificar os Fundos que possuem responsabilidade ilimitada daqueles cuja responsabilidade não se limita ao valor subscrito. Isso porque, em referido período, conviverão fundos com responsabilidade ilimitada, mas ainda sem seu sufixo caracterizador, e fundos de responsabilidade limitada.

Dessa forma, sugerimos a inclusão de redação nesse sentido, com a criação do §4º ao art. 5º da Resolução.

Texto Original	Texto Sugerido
-	Art. 3º, §4º - Durante o período de vacância desta Resolução, conforme previsto no art. 122, deverá o administrador do fundo já constituído notificar os cotistas acerca da natureza do fundo no que toca à limitação ou não de responsabilidade dos cotistas.

2. Responsabilidade Solidária entre Prestadores de Serviço dos Fundos de Varejo. A Minuta propõe, em seu artigo 76, §2º do Anexo Normativo II, a obrigatoriedade de responsabilidade solidária entre o prestador de serviços essencial (gestor ou administrador) e o terceiro por ele contratado, quando se tratar de classe de cotas destinada ao público em geral.

Entendemos que a manutenção de referida obrigatoriedade não só acaba por ser fator desestimulante à criação e estruturação seja de fundos ou classes específicas para o varejo, como também não é o mecanismo mais eficiente de proteção ao cotista.

A própria Resolução esclarece as responsabilidades de cada um dos prestadores de serviço, sobretudo aqueles classificados como essenciais. Nesse sentido é que os prestadores de serviço são entes e instituições extensivamente regulados e devem se habilitar perante esta d. CVM para que possam prestar tais serviços, estando aptos a responder por eventuais danos que causarem.

Sugere-se, portanto, a exclusão do §2º do artigo 76 da Resolução.

3. Patrimônio Líquido Negativo. A norma em audiência pública prevê a criação de diferentes classes de cotas aos fundos, cada uma delas com patrimônio segregado, não devendo o cotista de uma classe responder pelo eventual patrimônio negativo das demais. Prevê ainda a norma em comento a possibilidade de aplicação do instituto da insolvência civil aos fundos.

No entanto, a eventual declaração de insolvência não se atém à classe cujo patrimônio se encontra negativo, alcançando todas as demais classes, ainda que possuam patrimônio em tudo separados, possuindo inclusive demonstrações financeiras próprias. Entendemos que a constituição de patrimônios segregados para as diferentes classes objetiva a proteção aos cotistas de determinada classe em detrimento de outra classe de um mesmo fundo.

Nesse sentido, entendemos que a declaração judicial de insolvência acaba por ferir referido conceito, uma vez que os cotistas de uma classe estariam prejudicados pelo mau desempenho de uma outra classe de cotas. Sugerimos, dessa forma, que o pedido e a eventual declaração judicial de insolvência se destinem especificamente à classe cujo patrimônio se encontra negativo, não ao fundo como um todo.

Texto Original	Texto Sugerido
<p>Art. 105 Caso o administrador verifique que o patrimônio líquido do fundo de investimento ou de uma classe de cotas está negativo e a responsabilidade dos cotistas esteja limitada ao valor por eles subscrito, deve:</p> <p>(...)</p> <p>§1º – Na assembleia prevista no inciso III, alínea “b” do caput, em caso de não aprovação do plano proposto pelo administrador, os cotistas devem deliberar sobre as seguintes possibilidades:</p> <p>IV – determinar que o administrador entre com pedido de declaração judicial de insolvência do fundo;</p>	<p>Art. 105 Caso o administrador verifique que o patrimônio líquido do fundo de investimento ou de uma classe de cotas está negativo e a responsabilidade dos cotistas esteja limitada ao valor por eles subscrito, deve:</p> <p>(...)</p> <p>§1º – Na assembleia prevista no inciso III, alínea “b” do caput, em caso de não aprovação do plano proposto pelo administrador, os cotistas devem deliberar sobre as seguintes possibilidades:</p> <p>IV – determinar que o administrador entre com pedido de declaração judicial de insolvência do fundo ou classe;</p>

4. Código ISIN. A Minuta propõe, no artigo 38 de seu Anexo Normativo I, que todos os ativos da carteira sejam identificados por Código ISIN. Ocorre que, os Fundos de Investimento transacionam ativos financeiros em grandes volumes, o que dificultaria a

emissão de referido Código para cada ativo individualmente. Além disso, teme-se por dificuldades operacionais que limitem a aquisição pelos Fundos de Investimento de ativos financeiros que não tenham natureza de valor mobiliário (como créditos, por exemplo).

Além disso, a emissão do Código ISIN se dá apenas via B3, o que possivelmente traria problema operacional à Bolsa de Valores. Dessa forma, sugerimos a estipulação de prazo limite para a obtenção do Código ISIN após a aquisição do ativo.

Texto Original	Texto Sugerido
Art. 38 Todo ativo financeiro integrante da carteira deve ser identificado por um código ISIN – International Securities Identification Number.	Art. 38 Os valores mobiliários integrantes da carteira deverão ser identificados por um Código ISIN – International Securities Identification Number, a ser obtido no prazo máximo de 30 (trinta) dias contados de sua aquisição.

5. Aquisição de criptoativos. A atual definição de ativos financeiros impede, ou ao menos limita, a aquisição de criptoativos pelos Fundos de Investimento, muito embora hoje seja facultado a determinados fundos adquirirem cotas de fundos de investimento no exterior que adquiram tais ativos. Entendemos que este tipo de restrição inibe o amadurecimento desse mercado, limita alternativas de investimento em ativos que não necessariamente apresentam mais risco que outras modalidades de ativos financeiros permitidas e sobretudo inibe a inovação financeira no país, o que seria muito salutar para o desenvolvimento do nosso mercado de capitais. Diante da ausência de regulação específica sobre a negociação e intermediação de criptoativos, que podem possuir naturezas jurídicas variadas,

inclusive de valor mobiliário, seria também salutar para a proteção de investidores contar com prestadores de serviços regulados por esta D. Autarquia se responsabilizando pela existência e/ou exigibilidade, conforme aplicável, desses ativos, uma vez que viessem a integrar a carteira de um fundo de investimento. É notório que o mercado de investimento em criptoativos vem crescendo consistentemente em todo o mundo. Entendemos, por outro lado, a preocupação como regulador em permitir a realização de investimentos em ativos suportados por tecnologias ainda novas e sem a supervisão de uma entidade reguladora e que o sandbox é uma iniciativa adequada para testar essas novas tecnologias e seu uso aplicado ao mercado de capitais. Ocorre que a legislação atual, assim como a ora proposta, permite a aquisição por Fundos de Investimento de ativos de naturezas bastante variadas (vide, por exemplo, o artigo 2º, I, g, da minuta de Resolução: “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”), desde que sejam registrados em sistema de registro ou objeto de depósito central, em ambos os casos junto a instituições devidamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM para desempenhar as referidas atividades, nas suas respectivas áreas de competência (artigo 37, §1º). No caso de ativos financeiros de emissão de pessoas físicas ou jurídicas não financeiras, eles devem ser necessariamente objeto de depósito centralizado (artigo 37, §2º). Esta exigência limita operacionalmente a aquisição de fundos de investimento de criptoativos originados em redes *Blockchain*, que são descentralizadas por essência. Sugerimos, nesse caso, a reflexão desta D. Autarquia sobre a flexibilização desta regra, permitindo a aquisição de criptoativos em hipóteses em que a existência e/ou exigibilidade do título seja garantida por uma instituição financeira ou equiparada, como, por exemplo, custodiantes que façam a guarda de chaves privadas e/ou dos ativos que sirvam de lastro para emissão de *tokens* (representações digitais de ativos), conforme o caso, ou mesmo, em situações que uma instituição financeira assegure a liquidação do criptoativo.

6. Aquisição de Cotas pela Cedente. O artigo 13 do Anexo Normativo II da Resolução propõe vedação à aquisição de cotas do FIDC pelo cedente dos direitos creditórios, exceto quando as cotas por ele adquiridas se subordinarem às demais. No entanto, entendemos que, ainda que as cotas adquiridas pelo cedente não se subordinem às demais, o cedente continuará a correr os riscos inerentes ao próprio investimento em cotas de Fundos de Investimento, em paridade de condições com os demais investidores.

Sugerimos, portanto, a retirada de referida vedação, tendo em vista enxergarmos como vantajosa a aquisição das cotas, ainda que sem subordinação, pelo cedente, sendo meio de permitir o chamado “*skin in the game*” por parte do titular primitivo dos ativos cedidos, mitigando conflitos de interesse na transferência, ao fundo, dos direitos creditórios.

Texto Original	Texto Sugerido
Art. 13 É vedado distribuir cotas do FIDC junto a cedentes de direitos creditórios, exceto quando se tratar de cotas que se subordinem a todas as demais para efeito de amortização e resgate	-

7. Limitações à Transação com Partes Relacionadas. A norma em discussão prevê, em seu artigo 27, V do Anexo Normativo II, que o regulamento dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios deverá conter as limitações à aplicação em direitos creditórios originados ou cedidos pelo administrador, gestor consultoria especializada (“Prestadores de Serviço”) e suas partes relacionadas.

Além disso, o artigo 45 do Anexo Normativo II propõe a vedação à transação com direitos creditórios originados ou cedidos pelos Prestadores de Serviço, registradora de direitos creditórios e partes relacionadas quando estes forem partes relacionadas entre si.

Opinamos no sentido de que, desde que referidas transações se deem dentro das condições de mercado, não deveriam ser vedadas. Entendemos que as limitações e a vedação poderiam ser alocadas como um dever de *disclosure*, nos moldes aplicáveis às companhias abertas, por meio de divulgação de fatos relevantes ao mercado, conforme artigo 157, §4º da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das Sociedades por Ações”) e da Instrução CVM 358, de 03 de janeiro de 2002 (“Instrução CVM 358”).

Nesse sentido, sugerimos a exclusão do artigo 27, V e do artigo 45 do Anexo Normativo II, com inclusão do inciso IX ao artigo 37.

Alternativamente, caso V.Sas. entendam em sentido diverso, sugeriríamos que esta vedação se aplicasse exclusivamente aos FIDC cujas cotas sejam distribuídas junto ao público em geral, sendo inaplicável aos FIDC voltados exclusivamente a investidores qualificados e/ou profissionais, os quais teriam mecanismos mais adequados para avaliar o risco de tais operações e acompanhar o tema junto aos Prestadores de Serviços. E, por fim, uma outra possível alternativa seria a expressa aprovação pelos cotistas reunidos em assembleia para a realização de operações em que exista potencial conflito de interesses, à semelhança das regras hoje aplicáveis aos fundos de investimento imobiliário e fundos de investimento em participações.

Texto Original	Texto Sugerido
Art. 37 Em acréscimo às obrigações previstas na Resolução, o administrador é responsável pelas seguintes atividades: -	Art. 37 Em acréscimo às obrigações previstas na Resolução, o administrador é responsável pelas seguintes atividades:

	IX – enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na rede mundial de computadores e, se for o caso, à Anbima, à bolsa de valores e entidade de mercado de balcão organizado em que o FIDC esteja registrado, qualquer transação realizada pelo FIDC com partes relacionadas ou, nos casos em que houver prestador de serviços caracterizados como partes relacionadas entre si, zelando pela ampla e imediata disseminação de referido fato em todos os mercados em que as cotas do FIDC sejam admitidas à negociação;
--	---

8. Registro de Direitos Creditórios. A norma em comento propõe, no artigo 36, I do Anexo Normativo II, a obrigatoriedade de registro de direitos creditórios por entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil.

É certo que as centrais registradoras são entidades importantes da infraestrutura de mercado e sua atuação é cada vez mais importante, em especial no tocante à segurança na transferência de recebíveis entre diferentes agentes do mercado (fundos, instituições financeiras, carteiras administradas e outros). O desenvolvimento e multiplicação de tais entidades, assim como a disseminação de sua atuação, são bem-vindos e contribuirão para o aprimoramento do mercado.

Ocorre que entendemos que referida exigência acima, se aplicada de forma irrestrita a todos os FIDC, pode inviabilizar a estruturação de fundos que adquiram recebíveis que não sejam passíveis de registro em tais instituições; hoje, as centrais registradoras ainda se encontram em fase inicial de atuação e possuem parametrização de sistemas apenas para poucas espécies de recebíveis.

Entendemos que, em sendo o caso e objetivo desta Comissão de Valores Mobiliários dar maior segurança aos FIDC, mantenha-se apenas ao caso dos fundos destinados ao público em geral (varejo), que merece maior atenção desta Autarquia.

Isso porque, em nossa opinião, a obrigatoriedade de referido registro a todos os FIDC poderia tornar-se um obstáculo ainda mais relevante se comparado aos problemas identificados nos atuais fundos, em que há papel relevante do custodiante na verificação do lastro de recebíveis.

Na prática, a obrigatoriedade de registro dos direitos creditórios impacta negativamente os esforços desta D. CVM no sentido de migração de obrigações ao gestor como mecanismo de estímulo ao mercado de FIDC. Ao conjugar a migração de atividades hoje privativas ao custodiante do FIDC com a conseqüente exigência de contratação das centrais registradoras, o efeito prático provável será uma diminuição do espectro de operações passíveis de estruturação por meio de FIDC tendo em vista que o rol de empresas autorizadas a atuarem como centrais registradoras é ainda bastante restrito, assim como o tipo de recebíveis que podem ser registrados perante tais entidades.

Essa regra acabaria por aproximar os FIDC dos Fundo de Investimento Multimercados Crédito Privado, que possuem restrição à aquisição apenas de direitos creditórios registrados, custodiados em ou depositados perante entidade autorizada a realizar o registro, custódia ou depósito centralizado de ativos financeiros e valores mobiliários, na forma do art. 95, §1º, da Instrução CVM 555/14.

Texto Original	Texto Sugerido
<p>Art. 36 Em acréscimo aos serviços previstos no §2º do art. 79 desta Resolução, o administrador deve contratar, em nome do fundo, os seguintes serviços:</p> <p>I – registro de direitos creditórios por entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil;</p> <p>.</p>	<p>Art. 36 Em acréscimo aos serviços previstos no §2º do art. 79 desta Resolução, o administrador deve contratar, em nome do fundo, os seguintes serviços:</p> <p>I – registro de direitos creditórios por entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil, exclusivamente no caso dos fundos destinados ao público em geral, sendo facultada a contratação em caso de fundos destinados a investidores qualificados ou profissionais;</p>

9. Responsabilidade Solidária entre Gestor e Consultor. A norma em comento propõe, no artigo 38, §3º do Anexo II, a responsabilização solidária entre gestor e o serviço de consultoria especializada para FIDC.

É sabido que a gestão é um dos pilares dos fundos de investimento. Nesse sentido, são importantes para a melhor seleção de direitos creditórios para o fundo a contratação de consultores, tendo em vista o alto grau de especialização que, em regra, possuem. Assim,

entendemos como extremamente benéfica a participação e contratação de serviço de consultoria para alocação dos ativos do fundo pelo gestor.

Ocorre que, reputamos que a instituição da responsabilização solidária acaba por desestimular a participação dos consultores nos fundos de investimento, o que acaba por prejudicar o produto como um todo. Dessa maneira, sugerimos a exclusão de referida forma de responsabilização do consultor por atos do gestor.

10. Verificação do Lastro pelo Gestor. O artigo 39, II, *a e b*, do Anexo Normativo II da Resolução propõe como incumbência do gestor de FIDC a verificação dos direitos creditórios quanto à existência e integridade do lastro e quanto ao atendimento aos critérios de elegibilidade. Atualmente, referidas obrigações estão a cargo do custodiante.

Em nossa visão, referidas obrigações exigem *expertise* e infraestrutura tecnológica específica, não sendo de cumprimento trivial. Assim sendo, entendemos que atribuir ao gestor tais incumbências poderia, ao menos em um primeiro momento, desestimular a indústria de FIDC, uma vez que os gestores hoje estabelecidos não possuem capacidade técnica e infraestrutura específica para seguir o normativo.

Sugerimos, portanto, que a verificação dos critérios de elegibilidade dos direitos creditórios, bem como da existência e legalidade do lastro devam continuar a serem exercidas pelo custodiante. Diante disso, opinamos pela exclusão, no Anexo II, das alíneas *a e b* do inciso II do artigo 39. Além disso, referidas obrigações passariam ao custodiante, sendo incluídas no artigo 41 deste mesmo Anexo.

Texto Original	Texto Sugerido
<p>Art. 41 Trimestralmente ou em periodicidade compatível com o prazo médio ponderado dos direitos creditórios da carteira, o que forma maior, o custodiante deve verificar a existência, integridade e titularidade pelo FIDC do lastro dos direitos creditórios que ingressarem na carteira do FIDC no período a título de substituição, assim como os direitos creditórios inadimplidos no mesmo período.</p>	<p>Art. 41 Caberá ao custodiante do FIDC, sem prejuízo das demais obrigações estabelecidas na Resolução:</p> <p>I – verificar a existência e integridade do lastro dos direitos creditórios, de forma individualizada ou por meio de modelo estatístico consistente e passível de verificação;</p> <p>II – verificar o enquadramento dos direitos creditórios à política de investimento, compreendendo, no mínimo, a validação dos direitos creditórios quanto aos critérios de elegibilidade e a observância aos requisitos de composição e diversificação, de forma individualizada ou por meio de modelo estatístico consistente e passível de verificação; e</p> <p>III - Trimestralmente ou em periodicidade compatível com o prazo médio ponderado dos direitos creditórios da carteira, o que forma maior, verificar a existência, integridade e titularidade pelo FIDC do lastro dos direitos creditórios que ingressarem na carteira do FIDC no período a título de substituição, assim como os direitos creditórios inadimplidos no mesmo período.</p>

11. Regularidade Fiscal do Cedente. O artigo 39, VI, §8º do Anexo Normativo II propõe que, no âmbito das diligências relacionadas à aquisição de direitos creditórios pelo gestor, deverá ser atestada a regularidade fiscal do cedente. Entendemos que, em muitas ocasiões, a cessão de direitos creditórios ao FIDC é, ao mesmo tempo, meio de capitalização de devedores em situação fiscal adversa, bem como oportunidade importante e vantajosa de negócio para o Fundo.

Nesse sentido, entendemos a importância de referida certidão no âmbito das diligências, visando dar maior proteção e segurança aos cotistas, mas a irregularidade fiscal do cedente não deve ser impeditiva à aquisição de seus direitos creditórios pelo FIDC.

Texto Original	Texto Sugerido
<p>Art. 39 Em acréscimo às obrigações previstas nesta Resolução, o gestor do FIDC é responsável pelas seguintes atividades:</p> <p>VI – no que se refere aos FIDC que adquiram os direitos creditórios previstos no inciso II do parágrafo único do art. 2º:</p> <p>§8º No âmbito das diligências relacionadas à aquisição de direitos creditórios, o gestor deve verificar a regularidade fiscal do cedente, o que pode ser efetuado por meio das medidas abaixo, sem prejuízo de quaisquer outras que se façam necessárias:</p> <p>I – obter do cedente a apresentação de regularidade fiscal;</p> <p>II – exigência de prova de inexistência de inscrição de débito em</p>	<p>-</p>

Dívida Ativa da União; e III – comprovação da reserva de patrimônio suficiente para quitação integral dos tributos exigíveis.	
---	--

12. Regras de Transição. A Resolução, atenta às profundas alterações que propõe, estabelece um período de transição, necessário à adaptação do mercado, conforme se denota dos artigos 81 do Anexo Normativo I e artigo 61 do Anexo Normativo II.

No entanto, entendemos que, para o cumprimento de algumas das regras trazidas deverá o prazo ser alargado, diante da dificuldade em realizar todas as exigências regulatórias no prazo previsto, sobretudo (i) imposição da obtenção de Código ISIN para todos os ativos financeiros; e (ii) no caso dos FIDCs, a necessidade de registro dos direitos creditórios adquiridos em instituições autorizadas pelo Banco Central.

Dessa forma, sugerimos a alteração do prazo previsto no artigo 81 do Anexo I e a inclusão do §1º ao artigo 61 do Anexo II, conforme abaixo.

Texto Original	Texto Sugerido
<p>Art. 81 Os fundos de investimento que estejam em funcionamento na data de início da vigência da Resolução devem adaptar-se às suas disposições e deste Anexo I até 90 (noventa) dias após a entrada em vigor da Resolução.</p> <hr/>	<p>Art. 81 Os fundos de investimento que estejam em funcionamento na data de início da vigência da Resolução devem adaptar-se às suas disposições e deste Anexo I até 180 (cento e oitenta) dias após a entrada em vigor da Resolução</p> <hr/>
<p>Art. 61 Os FIDC e FIC-FIDC que estejam em funcionamento na data de início da vigência desta Resolução devem adaptar-se às suas disposições até 180 (cento e oitenta) dias após a entrada em vigor da Resolução.</p>	<p>Art. 61 Os FIDC e FIC-FIDC que estejam em funcionamento na data de início da vigência desta Resolução devem adaptar-se às suas disposições até 180 (cento e oitenta) dias após a entrada em vigor da Resolução.</p> <p>§ 1º Na hipótese do artigo 38 deste Anexo II, os fundos deverão adaptar-se no prazo máximo de 360 (trezentos e sessenta) dias.</p>

Esperamos que nossas sugestões possam contribuir positivamente para o aperfeiçoamento da regulação e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, para o qual o trabalho dessa D. Autarquia tem sido de inestimável importância.

VBSO ADVOGADOS

Aproveitamos a oportunidade para renovar nossos protestos de estima e consideração.

Atenciosamente,

VAZ, BURANELLO, SHINGAKI E OIOLI ADVOGADOS