

São Paulo, 13 de abril de 2021.

À

Comissão de Valores Mobiliários ("CVM")

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado ("SDM" ou "Superintendência")

Ref: Manifestação sobre Edital de Audiência Pública SDM Nº 08/20.

CULTINVEST ASSET MANAGEMENT LTDA., com sede em São Paulo, à Rua Afonso de Freitas, nº 559, conjunto 41, Paraíso, São Paulo – SP, CEP: 04006-052, inscrita no CNPJ sob o nº 12.160.857/0001-58 "Cultinvest"), em atenção ao edital em epígrafe, vem, tempestivamente, perante esta Superintendência, apresentar suas sugestões, conforme adiante descrito.

CONSIDERANDO QUE:

1. A Cultinvest é autorizada pela CVM a administrar carteiras de valores mobiliários, conforme Ato Declaratório nº 11.321 de 8 de outubro de 2010, exclusivamente na categoria "Gestor de Recursos";
2. A Cultinvest é uma gestora independente com mais de 10 anos de atuação, focada na gestão de fundos estruturados;
3. O Diretor Presidente e sócio fundador da Cultinvest tem mais de 45 anos de experiência no mercado de Asset Management, tendo sido Diretor Sênior do Banco Itaú por mais de uma década, pioneiro no mercado nacional de FIDCs e Fundos Exclusivos, período em que fundou a INTRAG. Atuou, também, como Vice-Presidente da ANBIMA, Presidente da Comissão de Administração de Recursos de Terceiros – CART, e membro do Conselho da Kinea. Além disso, foi o primeiro Presidente da Comissão de Acompanhamento de Fundos e membro do Conselho de Autorregulação de Fundos da ANBIMA.

ANEXO NORMATIVO II – FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS

1. Art. 2º, XV. FICFIDC. Montante mínimo do patrimônio líquido para a aplicação em cotas de FIDC.

A minuta propõe, no âmbito dos FICFIDCs, a redução do patrimônio líquido alocado em cotas de FIDC de 95% para 67%. A Cultinvest aplaude a iniciativa desta D. Autarquia, mas entende que a redução proposta é insuficiente e não guarda conexão com a regulamentação em vigor (Instrução 356). Nesse sentido, e em linha com o que preconiza a atual norma no tocante ao percentual mínimo de direitos

creditórios para manutenção do enquadramento dos FIDCs, (neste ponto, não alterada pela minuta), a Cultinvest propõe que o montante mínimo do patrimônio líquido dos FIDCs alocado em cotas de FIDC seja reduzido a 50%.

2. Art. 36, I - Registro dos direitos creditórios em entidades registradoras

Quanto a este item da minuta, a Cultinvest propõe sua não aplicabilidade aos FIDCs cujas cotas sejam distribuídas pelo rito da CVM 476/09, considerando que no âmbito da oferta primária o público-alvo é limitado exclusivamente a investidores profissionais, notória e indiscutivelmente, dotado de amplo conhecimento técnico para avaliar os riscos envolvidos na estrutura.

Ademais, mas não menos importante, a exigência indiscriminada de registro de direitos creditórios em entidade registradora para todos os FIDCs, independentemente do público-alvo, bem assim contemplando todas as modalidades de direitos creditórios que podem compor a carteira do fundo, nos apreça um excesso de zelo que fatalmente culminará na estagnação da indústria, inviabilizando a constituição de novos fundos e até mesmo a manutenção daqueles já existentes, por absoluta falta de capacidade destas entidades de atenderem toda a indústria em todas a suas peculiaridades.

Reconhecemos a relevância do tema e reverenciamos a iniciativa desta D. Autarquia na busca incessante de ferramentas de controle e mitigação de riscos, de forma a preservar a segurança e higidez da indústria de fundos, entretanto, na qualidade de gestor, não podemos nos furtar ao nosso dever de destacar que tal iniciativa, adotada de forma genérica, aplicável indiscriminadamente a todo e qualquer FIDC, para todo e qualquer direito creditório, tal como prevista na minuta, nos parece um grande equívoco com efeitos nefastos à indústria.

Nessa esteira, entendemos que FIDCs destinados a investidores profissionais **NÃO** devem se submeter a regra prevista no art. 36, I do Anexo II da minuta. A nosso ver, melhor seria deixar a critério do próprio investidor estabelecer junto ao estruturador e demais participantes do fundo as condições mínimas de observância que o FIDC deve adotar.

Dúvida não há que os investidores profissionais, e até mesmo os qualificados, gozam de conhecimento técnico-operacional e de mercado suficientes para entender os riscos da estrutura e negociar os melhores termos para realização do investimento, não cabendo à CVM, a nosso ver, interferir nesta relação.

O papel do regulador deve estar atrelado à defesa dos interesses dos pequenos investidores, aqueles sem poder de barganha e sem conhecimento satisfatório para entender os riscos a que estão expostos.

Por tais razões, a Cultinvest propõe que tal obrigatoriedade seja aplicável única e exclusivamente aos fundos destinados a investidores de varejo, dado o seu pouco conhecimento e sua qualidade de hipossuficiente, demandando, por certo, maior tutela do regulador na defesa e preservação de seus interesses.

Alternativamente, caso não seja acolhida a presente sugestão, sugerimos que o mencionado artigo tenha sua aplicabilidade limitada a determinados tipos de ativos que já não passem pelo controle de qualquer entidade ou associação de registro vinculada ao Banco Central. Como exemplo, e com o mesmo propósito de evitar fraudes de dupla cessão, citamos os boletos bancários sujeitos a registro na CIP (Câmara Interbancária de Pagamentos). Nesse caso, não nos parece razoável um duplo registro, pois, além de carecer de fundamentação, dado que o risco já está mitigado, a medida implica em mais custos ao fundo de forma injustificada.

3. Art. 39, II, "a" e "b"; e IV. Verificação da existência e integridade do lastro dos direitos creditórios; validação quanto aos critérios de elegibilidade; e correta formalização dos documentos relativos à cessão dos direitos creditórios ao FIDC.

A minuta sugere, em seu art. 39, inciso II, alíneas "a" e "b", que é responsabilidade do gestor as seguintes atividades (i) verificar a existência e integridade do lastro dos direitos creditórios; e (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.

A CVM justifica que tal como regulamentado atualmente, a verificação do lastro, sob a incumbência do custodiante, é caracterizada como uma atividade de controle e não de gestão, recomendando que passe a fazer parte das atividades de gestão e realizada previamente ao ingresso dos ativos à carteira do FIDC (quanto a questão temporal, abordaremos em tópico próprio).

Nesse particular, vale perpassar aqui pelo conceito de atividade do gestor como sendo aquela relativa, preponderantemente, à análise e seleção de direitos creditórios para integrarem a carteira do fundo. Assim, dúvida não remanesce de que o papel do gestor está umbilicalmente atrelado a uma análise de crédito do ativo, não se admitindo, nesse contexto, cogitar a análise formal acerca da constituição e existência desse crédito.

Nos parece que, nesse aspecto, a atual regulamentação atribui, acertadamente, ao custodiante tal controle, não merecendo qualquer reparo. Nesse sentido, aproveitamos a oportunidade para manifestar que vemos com certo temor o esvaziamento das atribuições do custodiante proposto pela minuta. É cediço que o custodiante, além de ser um participante com suas atividades altamente

reguladas pela CVM, detém sólida estrutura para desempenhar suas funções, com a independência necessária para afastar qualquer hipótese de conflito de interesses.

Em nosso entendimento, a verificação da existência e integridade do lastro é sim uma atividade eminentemente de controle e de nenhuma forma se confunde com a atividade própria de gestão.

Vale destacar que a atividade de verificação de lastro, tal como concebida na normatização em vigor, realizada por terceiro independente (custodiante), afasta qualquer dúvida quanto a transparência e lisura do processo. Em outras palavras, o controle realizado por ente independente, no mínimo, afasta qualquer argumento de potencial conflito de interesses com os objetivos do fundo e dos cotistas.

Alterar essa responsabilidade, a nosso ver, trará uma enorme fragilidade à indústria, não sendo exagerado afirmar a possibilidade de diversos questionamentos surgirem dessa nova atribuição ao gestor, trazendo insegurança ao mercado. Afinal, não é razoável que aquele que tem a responsabilidade de analisar e selecionar o crédito, seja também aquele a garantir a existência e integridade do lastro. O conflito é flagrante.

Diante disso, a Cultinvest propõe que a responsabilidade pela verificação da existência e integridade do lastro permaneça sob a responsabilidade integral e exclusiva do custodiante.

No tocante a alínea "b", da mesma forma e pelas mesmas razões, entendemos que a responsabilidade pela validação dos direitos creditórios quanto aos critérios de elegibilidade deva permanecer sob a alçada do custodiante, não apenas por se tratar de atividade de controle, mas também para assegurar o perfeito funcionamento da indústria, afastando qualquer indício de potencial conflito de interesses com o propósito do fundo e dos cotistas, ao tempo em que preserva a transparência, lisura e segurança das boas práticas de mercado.

Dessa forma, a Cultinvest propõe que a responsabilidade pela verificação dos critérios de elegibilidade permaneça sob a responsabilidade integral e exclusiva do custodiante.

Quanto ao inciso IV do mesmo artigo, pedimos vênia para, mais uma vez, lançando mão dos mesmos argumentos aduzidos anteriormente, destacar que a atividade do gestor está relacionada, preponderantemente, a análise de crédito do ativo, não havendo espaço para uma avaliação formal e burocrática. Nesse sentido, nos parece prudente afirmar que a correta formalização dos documentos relativos à cessão dos direitos creditórios ao FIDC, inclusive no tocante a verificação dos poderes de representação, deve ser exercida exclusivamente pelo custodiante, por se constituir, na essência e no todo, em uma atividade eminentemente de controle e, como tal, sujeita a uma averiguação isenta realizada por um terceiro independente.

Nesse sentido, a Cultinvest propõe que a responsabilidade pela correta formalização dos documentos relativos à cessão dos direitos creditórios ao FIDC permaneça sob a responsabilidade integral e exclusiva do custodiante.

4. Art. 39, §5º. Verificação prévia de lastro

Ainda em relação a responsabilidade pela verificação do lastro, não podemos deixar de ressaltar a complexa gama de atividades envolvidas nesta etapa, razão pela qual, registre-se, mais uma vez, para fins de reforço, acreditamos ser acertada a regulamentação atual que atribui ao custodiante tal verificação, não apenas pela robusta estrutura operacional e sistêmica que possui, indiscutivelmente exigida para o desempenho da atividade, mas também pela sua atuação independente.

É certo que tais atividades demandam uma análise detalhada e criteriosa, sob pena de comprometer a estrutura do fundo, requerendo, portanto, tempo maior de análise. Nesse sentido, entendemos que a realização desse processo previamente à aquisição dos direitos creditórios trará uma grande morosidade à formalização das cessões, impactando, significativamente, na viabilidade das operações.

Isto posto, visando assegurar o fomento da indústria e afastar regras que impeçam ou dificultem seu avanço, sugerimos a manutenção da redação prevista na instrução CVM 356, conforme §12 do artigo 38.

5. Art. 39, § 8º. Verificação da regularidade fiscal do cedente

Quanto à necessidade de verificação da regularidade fiscal do cedente proposta pela minuta, nos preocupa o fato de que a obrigação, tal como colocada, possa acarretar um ônus excessivo aos gestores, principalmente nos casos de fundos multicedentes, com carteiras pulverizadas e recebíveis de curto prazo.

Sem dúvida, a necessidade de verificação da regularidade fiscal do cedente acabará por inviabilizar uma série de operações que, sob a perspectiva do crédito, seriam plenamente viáveis, regulares e sustentáveis.

Dessa forma, e levando em conta a situação fiscal da grande maioria das empresas no Brasil, entendemos que se mantida a proposta tal como prevista na minuta, muitas operações, ainda que saudáveis sob o viés de crédito, poderão esbarrar nesse aspecto formal (irregularidade fiscal do cedente), trazendo um impacto negativo à indústria de FIDCs. Ademais, não vislumbramos uma

relação direta de risco nas cessões de direitos creditórios efetuadas por empresas em situação fiscal irregular com a segurança e higidez do fundo.

Vemos também com preocupação, a previsão de necessidade de comprovação de reserva de patrimônio suficiente para quitação dos tributos exigíveis. É certo que tal apuração demandaria uma robusta diligência fiscal e contábil do cedente em situação irregular, envolvendo uma série de abertura de informações e esclarecimentos. Além de envolver custos altos, a diligência certamente trará morosidade à transação e afastará cedentes que necessitam de agilidade na liquidação da cessão para atender seu fluxo de caixa.

Em relação a periodicidade para verificação da regularidade fiscal do cedente, não ficou claro pela proposta da CVM com qual frequência o procedimento deve ser realizado. O que nos parece razoável é que a norma deve determinar expressamente, sob pena de gerar um ambiente de insegurança e questionamentos diversos aos gestores, que a verificação, uma vez feito o *onboarding*, seja realizada periodicamente de acordo com uma matriz baseada em risco, a critério do gestor.

Ante o exposto, e considerando os argumentos apresentados, entendemos que a verificação fiscal para todo e qualquer cedente, independentemente da representatividade das cessões em relação ao patrimônio líquido do fundo, e sem periodicidade definida (o que pode levar a questionamentos e práticas dissonantes), sob a justificativa de trazer mais segurança, acaba por ser mais prejudicial ao desenvolvimento do mercado. Assim, nossa proposta é no sentido de se estabelecer regras mínimas para o processo de verificação da regularidade fiscal do cedente com base em critérios objetivos e suscetíveis de apuração, a saber:

- (i) obrigatoriedade de verificação da regularidade fiscal aplicável somente aos cedentes cujas cessões representem 20% ou mais do patrimônio líquido do fundo;
- (ii) realizada na primeira cessão ao fundo; e
- (iii) com revisões em periodicidade baseada numa supervisão de risco definida pelo gestor.

6. Art. 40. Cobrança de taxa de performance pelo gestor

Quanto a esta inovação, a Cultinvest sugere não haver qualquer alteração em relação a atual regulamentação. Em nosso entendimento, o regulamento não deve travar a cobrança da taxa de performance exclusivamente pelo gestor, o que acarretaria o impedimento do pagamento, diretamente pelo fundo, ao consultor especializado, quando presente na estrutura.

Assim, como gestor de produtos estruturados, a Cultinvest reconhece a notória relevância dos consultores especializados e, nesse sentido, entende que tais prestadores de serviços, em muitos



casos, são imprescindíveis à constituição do fundo e ao seu regular funcionamento, razão pela qual propõe que, nesse aspecto, não seja feita qualquer alteração à normatização atual.

Sendo o que se apresenta para o momento e certos de estarmos contribuindo para o desenvolvimento do mercado, especificamente para a indústria dos FIDCs, submetemos nossos comentários à análise desta Superintendência.

Atenciosamente

