

São Paulo, 31 de janeiro de 2024

À

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM**

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar

Rio de Janeiro, RJ 20050-901

**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)**

Att: Sr. Antonio Carlos Berwanger

(por email: [conpublicaSDM0323@cvm.gov.br](mailto:conpublicaSDM0323@cvm.gov.br))

Ref.: CONSULTA PÚBLICA SDM Nº 03/23 - Nova Resolução para os Fiagros

A ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE SECURITIZADORAS IMOBILIÁRIAS E DO AGRONEGÓCIO, associação civil, com sede na Rua Tabapuã 1.123, conjunto 215, Itaim Bibi, cidade de São Paulo, estado de São Paulo, inscrita no CNPJ sobre o nº 28.542.946/0001-07 representada na forma do seu estatuto social (“ABSIA”), vem respeitosamente, apresentar a essa D. Comissão as suas sugestões e comentários à Consulta Pública SDM nº 03/23 (“Consulta”) que resultará na edição de nova Resolução que regulamentará os fundos de investimento nas cadeias produtivas do agronegócio (“Nova Resolução” e “Fiagros”, respectivamente), conforme argumentos expostos abaixo.

A presente manifestação divide-se em 3 (três) partes, sendo a primeira denominada “as Emissões de CRA, CDCA e CPR-F e as Regras Subsidiárias a serem Aplicadas”, em que se indaga quais regras seriam aplicadas subsidiariamente aos Fiagros na Nova Resolução, em especial quando do investimento acima de 1/3 em Certificados de Recebíveis do Agronegócio (“CRA”), Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (“CDCA”) e Cédula de Produto Rural Financeira (“CPR-F”).

A segunda parte denominada “Comparativo de Governança entre as Emissões de CRA x CDCA e CPR-F” apresenta um estudo comparativo da diferente governança entre uma emissão de CRA, de CDCA e de CPR-F.

Por fim, a terceira parte denominada “Limites de Concentração para a Nova Resolução” apresenta sugestões de limites de concentração nos FIAGRO para investimentos em emissões de CRA, CDCA e CPR-F.

### **(1) As Emissões de CRA, CDCA e CPR-F e as Regras Subsidiárias a serem Aplicadas**

O artigo 10 da minuta anexa à Consulta estabelece a aplicação subsidiária das normas de outros fundos de investimentos caso determinado Fiagro preveja o investimento de mais de 1/3 (um terço) do patrimônio líquido da classe em ativos que constituem o objeto de investimento de outras categorias<sup>1</sup>.

No entanto, esse dispositivo gera dúvidas de quais regras seriam aplicadas para os Fiagros que venham a permitir o investimento de mais de 1/3 (um terço) do seu patrimônio líquido em CRA, CDCA e CPR-F, em especial em relação aos limites de concentração.

Isso decorre do fato de que CRA, CDCA e CPR-F podem ser adquiridos por Fundos Financeiros (“FIF”) e por Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (“FIDC”), sendo que os Anexos Normativos desses Fundos (respectivamente os Anexos Normativos I e II da Resolução CVM 175/22) apresentam regras distintas e até mesmo conflitantes para determinadas matérias.

Por exemplo, o artigo 44 do Anexo Normativo I estabelece que os FIF devem apresentar limites de concentração por emissor, sendo: (a) de 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido do FIF quando o emissor for pessoa natural ou jurídica que não seja companhia aberta, que contempla a maioria esmagadora das emissões de CDCA e de CPR-F; e (b) de 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do FIF quando o emissor for companhia securitizadora (nesse caso aplicável por patrimônio separado). Já o artigo 45 do Anexo Normativo II estabelece limite de concentração de 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do FIDC, como regra geral, em especial quando o FIDC for destinado para o público em geral, podendo ser aumentado para os FIDCs destinados

---

<sup>1</sup> “Art. 10. Sem prejuízo da aplicação das regras específicas previstas neste Anexo Normativo VI, caso a política de investimentos preveja o investimento de mais de 1/3 (um terço) do patrimônio líquido da classe em ativos que constituem o objeto de investimento de outra(s) categoria(s), conforme disposto nos demais Anexos Normativos, aplicam-se subsidiariamente as regras específicas da(s) categoria(s) correspondente(s).”

para investidores profissionais e para qualificados, esse último desde que o devedor/coobrigado atenda aos requisitos estabelecidos no parágrafo terceiro do artigo 45 do Anexo Normativo II.

Além disso, o artigo 45, inciso I do Anexo Normativo I estabelece que os FIF devem apresentar limites de concentração por ativo financeiro, sendo, por exemplo, de 20% (vinte por cento) em determinado conjunto de ativos os quais incluem as emissões de CRA, CDCA e CPR-F, sendo esse limite: (a) dobrado para FIF destinados para investidores qualificados; e (b) inaplicável para os FIF destinados a investidores profissionais. Apesar de existir essa regra para os FIF, não há o mesmo regramento existente para os FIDC.

Assim, apenas numa rápida análise das regras de concentração dos FIF e dos FIDC notam-se diferenças relevantes em relação ao seu regramento o que gerará questionamentos acerca de qual regra subsidiária será aplicável para os FIAGRO que invistam mais de 1/3 (um terço) do seu patrimônio líquido em CRA, CDCA e CPR-F.

Ressalta-se que, pelo fato do investimento pelos FIAGROs em CRA, CDCA e CPR-F ser isento de imposto de renda, espera-se que a maioria das carteiras dos FIAGROs destinados a crédito privado sejam compostas por esses títulos do agronegócio. Logo, recomenda-se que existam regras específicas para investimento nesses títulos, conforme parte 3 do presente trabalho.

## **(2) Comparativo de Governança entre as Emissões de CRA x CDCA e CPR-F**

Outro ponto a ser considerado por essa CVM quando da edição da Nova Resolução está relacionada à diferente governança entre as emissões de CRA, CDCA e CPR-F.

Esse tema é de suma importância tendo em vista a potencial discrepância nas regras aplicáveis quando da emissão desses títulos e, conseqüentemente, a transparência e o controle envolvidos em cada emissão. A própria CVM reconhece que a depender da governança de determinada emissão deve-se adotar diferente tratamento regulatório. Por exemplo, o Anexo Normativo I da Resolução CVM 175/22 estabelece diferentes limites de concentração por modalidade de investimento quando o emissor for companhia aberta ou quando determinada emissão for objeto de oferta pública.

A seguir encontra-se um comparativo entre as emissões de CRA, CDCA e CPR-F, considerando especial a sua aquisição por parte de fundos de investimento atualmente.

Característica	CRA	CDCA	CPR-F
<b>Tipo de Emissor</b>	Apenas securitizadoras registradas na CVM podem fazer oferta pública do título	Não precisa ser companhia aberta. Pode ser emitido por cooperativas ou qualquer pessoa jurídica prevista no artigo 24 da Lei 11.076/04	Não precisa ser companhia aberta. Pode ser emitido por pessoas físicas ou jurídicas previstas no artigo 2º da Lei 8.929/94
<b>Demonstração Financeira Auditada por auditor registrado na CVM</b>	Obrigatório para o emissor e para cada emissão com regime fiduciário	Não obrigatório, salvo se emissor companhia aberta (nesse caso, apenas as demonstrações financeiras do emissor são auditadas)	Não obrigatório, salvo se emissor companhia aberta (nesse caso, apenas as demonstrações financeiras do emissor são auditadas)
<b>Agente Fiduciário (gate keeper)</b>	Obrigatório em ofertas públicas	Um agente de garantia pode ser nomeado mas de forma não obrigatória	Um agente de garantia pode ser nomeado mas de forma não obrigatória
<b>Custodiante (gate keeper)</b>	Obrigatório para o lastro	Obrigatório para o lastro	Não obrigatório
<b>Escriturador</b>	Obrigatório	Não obrigatório	Não obrigatório
<b>Registro CVM</b>	Aplicável para a maioria esmagadora das emissões	Não obrigatório, salvo se for oferta pública	Não obrigatório, salvo se for oferta pública
<b>Coordenador Líder (gate keeper)</b>	Obrigatório (ainda que seja a própria securitizadora)	Não obrigatório, salvo se oferta pública	Não obrigatório, salvo se oferta pública

Conforme tabela acima nota-se uma diferença significativa entre as emissões de CRA, CDCA e da CPR-F, conforme será melhor exposto a seguir.

Inicialmente o emissor de um CRA é necessariamente um agente regulado pela CVM, o que não ocorre necessariamente nas emissões de CDCA e de CPR-F. Na verdade, a maioria das emissões de CDCA e de CPR-F são realizadas por emissores não registrados na CVM como companhias abertas, sendo em alguns casos emitidas por pessoas físicas ou cooperativas.

Essa característica já estabelece uma diferença fundamental entre os emissores e as emissões dos referidos títulos do agronegócio na medida em que todas as companhias securitizadoras devem apresentar demonstrações financeiras auditadas da própria companhia e de todas as suas emissões. No caso das emissões de CPR-F e de CDCA isso raramente é exigido (apenas quando seus emissores são companhias abertas). Neste caso a demonstração ainda possui outra peculiaridade, no caso de uma companhia aberta o título estará incluído em suas demonstrações como mais uma de suas obrigações, o que é diferente de um CRA onde as demonstrações são específicas daquela emissão (demonstrações do patrimônio separado) e portanto auditadas em separado (não estando sequer misturada nas demonstrações da companhia securitizadora).

Adicionalmente, considerando que praticamente 100% das emissões de CRA apresentam patrimônio separado, todas as emissões de CRA contam com agente fiduciário, o que não ocorre com a maioria esmagadora das emissões de CDCA e de CPR-F. Cabe ressaltar, inclusive, que as instituições não podem prestar atividade de agente fiduciário para as emissões de CDCA e de CPR-F por falta de previsão de legal. Assim, quando são contratados, resta apenas a assunção da função de agente de garantias, o que embora possa apresentar uma roupagem institucional limita a atividade fiscalizadora e reduz a responsabilidade na atividade de fidúcia.

A simples existência de uma companhia securitizadora, registrada na CVM, e de um agente fiduciário, que por força da regulação somente pode ser exercida por instituições financeiras previamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil e que tenham por objeto social a administração ou a custódia de bens de terceiros, já é uma diferença relevante entre as diferentes emissões dos títulos do agronegócio. Conforme reconhecido pela própria Consulta a regulamentação provisória dos Fiagros se mostrou adequada tendo em vista a ausência de ofícios de alerta e de processos sancionadores. No entanto, a CVM deve considerar que a ausência de

tais ofícios/processos sancionadores decorre fundamentalmente do fato de que a maioria dos Fiagros existentes nessa data são o do tipo “Fiagros-FII” com política voltada para o investimento em CRA. Assim, a atividade desempenhada pela companhia securitizadora, acompanhada dos respectivos agentes fiduciários, criou uma proteção adicional aos investidores dos Fiagros, sendo uma forma indireta de “fiscalização” da atividade dos gestores/administradores desses fundos tendo a securitizadora como um agente “gate keeper” sobre as emissões que estão sendo adquiridas.

Importante levar em consideração que as emissões em discussão muitas vezes têm prazos longos e ao passar do tempo tanto as características do cedente (ou devedor principal e de seus garantidores) quanto as características de crédito e lastro de uma emissão podem ser modificadas. Comparando as emissões de CRA, CDCA e CPR-F, apenas o CRA possui uma regulamentação robusta em seu regime informacional no que diz respeito a convocação de assembleias de credores ou da publicidade que deve ser dada as eventuais modificações que vierem a ser efetuadas na emissão de origem. Por exemplo, as securitizadoras tem obrigação de realizar uma assembleia com os titulares dos CRA para a modificação de qualquer característica de suas emissões e devem disponibilizar para a CVM no mesmo dia a Ata de cada assembleia realizada, bem como disponibilizar em seu website. Assim sendo, um investidor de Fiagro tem “*full disclaimer*” da qualidade dos CRAs constante na carteira de seu fundo, mas tem dificuldades de saber os ajustes que vierem a ser realizados nas emissões de CDCA e CPR-F, até em virtude da ausência de regulamentação exigindo disclosure das informações pelos emissores desses títulos.

Ainda, tendo em vista o padrão de mercado adotado nas emissões de CRA quase que 100% das operações são realizadas por meio de ofertas públicas registradas na CVM, o que não ocorre com as emissões de CPR-F e de CDCA, que são em sua maioria realizadas por oferta privada. Essa característica faz com que as emissões de CRA sejam alvo de maior fiscalização quando comparadas com as emissões de CPR-F e de CDCA, raramente registradas na CVM. Vale destacar que a própria CVM seleciona periodicamente algumas emissões de CRA para serem alvo de fiscalização. Ainda, o fato das emissões de CRA serem objeto de oferta pública é benéfico para os investidores tendo em vista que permite uma maior liquidez para negociação desses títulos no mercado secundário (o que não ocorre com a CPR-F e o CDCA).

Adicionalmente, o fato de quase 100% das operações serem realizadas por meio de oferta pública agrega ainda para as emissões de CRA a presença de uma instituição líder da oferta (com deveres específicos previstos na regulamentação da CVM), bem como a necessidade de uma opinião legal emitida por assessor jurídico especializado, tendo o coordenador líder como um agente “gate keeper” daquilo que está sendo distribuído ao mercado.

Assim sendo, seria possível separar as emissões de CRA, CDCA e CPR-F em três blocos de acordo com a governança embarcada nestas emissões, como pode ser observado abaixo:

<b>Característica</b>	<b>ALTA Governança</b>	<b>MÉDIA Governança</b>	<b>BAIXA Governança</b>
<b>Tipo de Emissor</b>	Companhias Abertas com demonstrações financeiras não auditadas ou Companhias Securitizadoras de capital aberto	Sociedades anônimas abertas ou fechadas com demonstrações financeiras não auditadas	Empresas limitadas ou pessoas-físicas
<b>Lastro</b>	Objeto de auditoria e com demonstrações financeiras públicas	Objeto de auditoria mas com demonstrações financeiras com acesso restrito	Sem acompanhamento independente de suas mutações
<b>Agente Fiduciário (gate keeper)</b>	Instituições financeiras ou entidades reguladas pela CVM atuando na atividade de agente fiduciário	Possui um agente de garantia mas sem a responsabilidade regulatória da prestação de atividade de agente fiduciário	Não possui o acompanhamento regular de um agente externo
<b>Custodiante (gate keeper)</b>	Possui a custódia do lastro em instituição financeira	Não possui a custódia do lastro em instituição financeira	Não possui a custódia do lastro em instituição financeira
<b>Escriturador (gate keeper)</b>	Possui um agente escriturador	Não possui um agente escriturador mas	Não possui um agente escriturador

	conforme as exigências regulatórias formais para a prestação de tal atividade	possui cadastro nas empresas certificadoras	
<b>Registro CVM</b>	A emissão foi objeto de registro na CVM e foi objeto de oferta pública	A emissão não foi objeto de registro na CVM ou foi objeto de oferta privada	A emissão não foi objeto de registro na CVM ou foi objeto de oferta privada
<b>Coordenador Líder (gate keeper)</b>	A emissão foi objeto de oferta pública	A emissão não foi objeto de oferta pública	A emissão não foi objeto de oferta pública
<b>Regime para exercício de voto e regime informacional</b>	A emissão segue a regulamentação da CVM relativa as companhias abertas no que diz respeito aos quóruns para assembleias e o <i>full disclosure</i> de informações para investidores	A emissão não segue regras da CVM para a convocação e o exercício de voto em assembleias ou para o <i>disclosure</i> de informações relativas a decisões que possam afetar o fluxo de pagamentos das emissões	A emissão não segue regras da CVM para a convocação e o exercício de voto em assembleias ou para o <i>disclosure</i> de informações relativas a decisões que possam afetar o fluxo de pagamentos das emissões

Nesse sentido a CVM deveria considerar essas diferenças quando da edição da Nova Resolução.

Ainda em termos comparativos da Governança entre as Emissões de CRA x CDCA e CPR-F, vale destacar a figura dos “*gate keeper*” na estrutura de regulação do mercado de valores mobiliários. Esse aspecto é de suma importância tendo em vista a quantidade exponencial de emissões desses títulos.

A fim de implementar uma regulação mais eficiente para o mercado de valores mobiliários o órgão regulador conta com a participação de diferentes entidades intermediárias que, cada



uma a sua função, auxiliam na imposição de deveres de observância do ordenamento jurídico a ser praticado pelos emissores e nas emissões, favorecendo a fiscalização e a prevenção a fraudes, bem como quando da aplicação de sanções por eventuais ilicitudes praticadas no mercado de valores mobiliários.

É possível observar em diversos processos administrativos sancionadores a importância das entidades intermediárias em suas funções de “*gate keeper*” e a quantidade de vezes onde as condutas disfuncionais avaliadas somente foram possíveis pela atuação deficiente de algum dos elos desta cadeia de observância que devem zelar pela manutenção da integridade dos mercados, coibindo a realização de operações irregulares ou atípicas.

Neste contexto há de se observar as restrições ou as flexibilidades regulatórias oferecidas as emissões de CRA x CDCA e CPR-F, de acordo com as obrigações transacionais e informacionais contidas em cada emissão bem como em relação a participação de *gate keeper* na fiscalização das condutas dos emissores, evitando que ocorram arbitragens regulatórias nas decisões de investimento que venham a diminuir a capacidade do mercado avaliar a relação entre risco e retorno da carteira de ativos dos fundos de investimento.

### **(3) Limites de Concentração para a Nova Resolução**

Conforme exposto pela própria Consulta, os FIAGRO atualmente são produtos financeiros alvo de investimento por milhares de investidores, em especial por investidores não qualificados (ou público em geral).

Por essa razão não parece adequado que existam diferenças regulatórias entre diferentes fundos de investimentos, em especial com maior flexibilidade para os FIAGRO destinados para investidores em geral.

Conforme mencionado na Consulta a lei que criou os FIAGRO não estabeleceu nenhum tipo de regramento específico acerca dos limites de concentração/público alvo. No entanto, não parece adequado que a CVM não exerça o seu papel de regulador evitando situações de arbitragem regulatória ou ainda permitindo que investidores em geral ou qualificados estejam expostos a maiores riscos do que àqueles existentes em outros produtos financeiros.

Por exemplo, no caso dos FIDC o Conselho Monetário Nacional (“CMN”) apenas recentemente permitiu o investimento nesses fundos por investidores em geral. A CVM, ao editar o Anexo Normativo II da Resolução CVM 175/22, estabeleceu que esses fundos somente poderiam ser destinados para os investidores de varejo desde que observados determinados requisitos de concentração.

Ainda, a própria CVM quando da edição da revogada Instrução CVM 472/09 vedou a aquisição de créditos imobiliários pelos fundos imobiliários, vide relatório de audiência pública (Processo nº 2004/4101 - Audiência Pública 01/2008).

Assim, considerando o grande número de investidores em geral ou investidores não profissionais, a Nova Resolução deveria: (a) ampliar os limites de aquisição de CRA pelos FIAGROS a depender do público-alvo; e (b) restringir os limites de aquisição de CDCA e de CPR-F pelos Fiagros a depender do público-alvo.

Na opinião da ABSIA os limites de concentração dos Fiagros deveriam estar alinhados com outros fundos de investimentos regulados pela CVM e destinados para os mesmos públicos alvos de forma a evitar arbitragens regulatórias.

Os limites, de acordo com o público alvo, deveriam ser conforme tabela abaixo:

Público-alvo	Limite para CRA	Limite para CPR-F e CDCA
Classe para Investidores Profissionais	Ilimitado por emissor e por ativo financeiro	Ilimitado por emissor e por ativo financeiro
Classe Restrita para Investidores Qualificados	<u>Por Devedor: 20% do PL por Patrimônio Separado</u> <u>Por Ativo Financeiro: ilimitado</u>	<u>Por Devedor: (i) 10% do PL por devedor ou grupo econômico caso companhia aberta e aquisição pelo Fiagro via oferta pública (alta governança); e (ii) 5% do PL por devedor ou grupo econômico caso não companhia aberta ou aquisição pelo Fiagro seja</u>

		feita via oferta privada (baixa governança); <u>Por Ativo Financeiro: 40%</u> do PL para o conjunto de CDCA e CPR-F.
Investidores Em Geral	<u>Por Devedor: 10%</u> do PL por Patrimônio Separado <u>Por Ativo Financeiro:</u> ilimitado	<u>Por Devedor: (i) 10%</u> do PL por devedor ou grupo econômico caso companhia aberta e aquisição pelo Fiagro via oferta pública (alta governança); e (ii) 5% do PL por devedor ou grupo econômico caso não companhia aberta ou aquisição pelo Fiagro seja feita via oferta privada (baixa governança); <u>Por Ativo Financeiro: 20%</u> do PL para o conjunto de CDCA e CPR-F.

O Anexo I da presente correspondência apresenta a sugestão de redação dos dispositivos a serem incluídos na Nova Resolução.

Portanto o CRA possui um nível muito mais alto de supervisão e transparência, assim como também custo de observância muito mais alto que CDCA e CPR-F. Se mantida a redação atual, a tendência é de minimização de investimento em CRA por parte dos FIAGRO, focando em CDCA e CPR-F sempre que possível, para minimizar custos e tendo como consequência menor transparência para os investidores e menor supervisão. Do nosso ponto de vista seria prejudicial para os investidores e um grande retrocesso em termos de transparência e supervisão, que também prejudicaria bastante o produto CRA.

Adicionalmente, os diferentes requerimentos e limites para investimento em CDCA e CPF-F sendo investidos por FIAGRO versus outros tipos de fundos, abriria espaço para arbitragem regulatória.

Deste modo, vemos como muito importantes os ajustes propostos pela ABSIA à esta regulamentação.

Sendo o que tínhamos para o momento permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos.

Atenciosamente,

**ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE SECURITIZADORAS IMOBILIÁRIAS E DO AGRONEGÓCIO**

## ANEXO I - SUGESTÃO DE REDAÇÃO DA ABSIA

### *“Seção \_\_\_\_ - Limites por Emissor*

*Art. \_\_\_\_ A classe de cotas de FIAGROs deve observar os seguintes limites máximos de concentração por emissor:*

#### ***I - Para a Classe Destinada para Investidores Qualificados***

- (a) até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido por patrimônio separado para as emissões de Certificados de Recebíveis do Agronegócio ou outros títulos de securitização;*
- (b) até 10% (dez por cento) do patrimônio líquido quando o emissor for companhia aberta para as emissões de Cédula de Produto Rural Financeira, Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio e desde que tais emissões sejam alvo de oferta pública registrada na CVM e tenham a contratação de agente fiduciário; e*
- (c) até 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido quando o emissor for pessoa natural ou pessoa jurídica de direito privado que não seja companhia aberta ou companhia securitizadora para as emissões de Cédula de Produto Rural Financeira, Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio ou quaisquer outros títulos do agronegócio não emitidos por companhia securitizadora;*

#### ***II - Para a Classe Destinada para Investidores Em Geral***

- (a) até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido por patrimônio separado para as emissões de Certificados de Recebíveis do Agronegócio ou outros títulos de securitização;*
- (b) até 10% (dez por cento) do patrimônio líquido quando o emissor for companhia aberta para as emissões de Cédula de Produto Rural Financeira, Certificado de Direitos*

*Creditórios do Agronegócio e desde que tais emissões sejam alvo de oferta pública registrada na CVM e tenham a contratação de agente fiduciário; e*

- (c) até 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido quando o emissor for pessoa natural ou pessoa jurídica de direito privado que não seja companhia aberta ou companhia securitizadora para as emissões de Cédula de Produto Rural Financeira, Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio ou quaisquer outros títulos do agronegócio não emitidos por companhia securitizadora;*

*Parágrafo Primeiro: Não aplica-se os limites de concentração por emissor para a classe de Fiagro destinada para investidores profissionais, nos termos da regulamentação da CVM.*

#### **Seção \_\_\_ - Limites por Modalidade de Ativo Financeiro**

*Art \_\_\_ Cumulativamente aos limites de concentração por emissor, a classe de cotas deve observar os seguintes limites de concentração por modalidade de ativo financeiro:*

##### ***I - Para a Classe Destinada para Investidores Qualificados***

- (a) ilimitado para as emissões de Certificados de Recebíveis do Agronegócio ou outros títulos de securitização que prevejam em sua política de investimento a aplicação preponderante nesses títulos;*
- (b) até 40% (quarenta por cento) do patrimônio líquido no conjunto dos seguintes ativos:*
- a. Cédula de Produto Rural Financeira*
  - b. Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio; e/ou*
  - c. outros títulos do agronegócio não emitidos por companhia Securitizadora.*

##### ***II - Para a Classe Destinada para Investidores Em Geral***

- (a) *ilimitado para as emissões de Certificados de Recebíveis do Agronegócio ou outros títulos de securitização que prevejam em sua política de investimento a aplicação preponderante nesses títulos; e*
- (b) *até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido no conjunto dos seguintes ativos:*
- a. Cédula de Produto Rural Financeira*
  - b. Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio; e/ou*
  - c. outros títulos do agronegócio não emitidos por companhia Securitizadora.*

*Parágrafo Primeiro: Não aplica-se os limites de concentração por modalidade de ativo financeiro para a classe de Fiagro destinada para investidores profissionais, nos termos da regulamentação da CVM.”*