

São Paulo, 31 de janeiro de 2024.

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM

Rua Sete de Setembro, 111, 2-5º e 23-34º Andares

Centro, Rio de Janeiro – RJ

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

Por e-mail: conpublicaSDM0323@cvm.gov.br

Assunto: Comentários do Cepeda Advogados ao Edital de Audiência Pública SDM nº 03/23 Minuta de anexo normativo à Resolução CVM nº 175, de 2022, dispondo sobre as regras específicas dos fundos de investimento nas cadeias produtivas do agronegócio – FIAGRO

Prezados Senhores,

Primeiramente, parabenizamos e agradecemos a esta D. Comissão por todas as iniciativas implementadas, inclusive a publicação da Resolução CVM nº 39, de 13 de julho de 2021 (“Resolução CVM 39”), que, com caráter experimental e temporário, viabilizou o registro dos fundos de investimento nas cadeias produtivas do agronegócio (“FIAGRO”) com segurança jurídica, o que despertou reações positivas do mercado, que se mostrou interessado¹ pelo então produto inovador.

A Resolução CVM 39 resultou em uma maneira ágil de possibilitar a constituição e supervisão dos primeiros FIAGROs do mercado, após sua criação pela Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, conforme alterada (“Lei 8.668”).

Assim, a Resolução CVM 39 trouxe, tanto aos investidores qualificados, via FIAGRO-FIP (fundo de investimento em participações), FIAGRO-FIDC (fundo de investimento em direitos creditórios) ou FIAGRO-FII (fundo de investimento imobiliário), quanto aos investidores em geral, via FIAGRO-FII destinado ao varejo, a possibilidade de investir no agronegócio brasileiro por meio de fundo de investimento, podendo, ainda, se valer da diversificação de risco dos diferentes ativos inseridos no mundo agro.

¹ Segundo publicação no site do Governo encontrado em <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-propoe-regras-especificas-para-fiagro>, os “dados divulgados no Boletim Agronegócio da CVM, elaborado pela Superintendência de Securitização e Agronegócio da Autarquia, também demonstram a relevância para o estabelecimento de regulamentação definitiva para Fiagro. De acordo com o material, ao final de junho de 2023, após cerca de dois anos de existência, constavam 69 Fiagro em operação, totalizando patrimônio de R\$ 14,7 bilhões.”

Tal inovação acaba por gerar impactos bastante benéficos na economia nacional, aos que inclusive se espera maior amplificação após a publicação do Anexo Normativo definitivo de FIAGRO.

Buscamos contemplar neste documento, conforme itens a seguir, nossas impressões sobre as propostas da Minuta do Anexo Normativo VI à Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022, conforme alterada (“Resolução CVM 175”), dispondo sobre as regras específicas dos fundos de investimento nas cadeias produtivas do agronegócio (“Minuta”), assim como as respostas aos questionamentos feitos ao público no item “Questões Principais” do Edital de Audiência Pública SDM nº 03/23 (“EAP”).

Em linhas gerais, contemplamos nossos comentários ao EAP em formato conceitual, sendo que, em relação a determinados assuntos, inserimos sugestões redacionais em benefício da correta interpretação das nossas sugestões, bem como para objetivamente contribuir com essa D. Comissão na construção normativa.

1. Carteira do FIAGRO

1.1. Regras para chancela do FIAGRO e aplicação subsidiária de outros normativos

Como tema estrutural de suma relevância, destacamos a política de investimento da classe do FIAGRO e a composição de sua carteira, uma vez que poderão, para uma mesma classe, ser adquiridos diferentes tipos de ativos. Nesse sentido, a Minuta, afasta a obrigação de cancelar o FIAGRO como um FII, FIP ou FIDC e observar todas as regras específicas do fundo correspondente, como é a proposta atual da Resolução CVM 39.

Em contrapartida, a nova Minuta incluiu como gatilho para a aplicação “subsidiária” das regras específicas de outros Anexos Normativos da Resolução CVM 175 o volume 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*”, nos termos de seu Artigo 10.

Entendemos que há alguns efeitos negativos da aplicação da regra do 1/3 (um terço) de patrimônio líquido em ativos de outras categorias de fundos de investimento e consequente possibilidade de uma mesma classe de FIAGRO se sujeitar a mais de um Anexo Normativo da Resolução CVM 175, que acabam por superar a vantagem da livre opção de investimento na cadeia produtiva do agronegócio sem fator limitante a não ser a própria lista de ativos passíveis de alocação pela Lei 8.668 (conforme Artigo 9º da Minuta). Tais efeitos estão listados a seguir:

(i) o risco de serem aplicáveis, à mesma classe de cotas, regras divergentes entre si. Isso porque, em última instância, a mesma classe de FIAGRO poderia se sujeitar a até 3 (três) Anexos Normativos distintos ao mesmo tempo, além do Anexo do próprio FIAGRO e da Parte Geral da Resolução CVM 175, o que acabaria por gerar condições bastante complexas (ou até

impraticáveis) para cumprimento das obrigações pelos regulados, ferindo a transparência exigida do próprio mercado e em cujo espírito se pautou a Resolução CVM 175;

(ii) a necessidade de observância de diferentes Anexos Normativos pela mesma classe de FIAGRO poderia fragilizar o entendimento de que o FIAGRO é um fundo autônomo, o qual deveria poder sujeitar-se puramente ao próprio Anexo Normativo VI, conforme se verá mais adiante;

(iii) o descasamento com o Artigo 9º, incisos IV, V e VII da Minuta (replicados da Lei 8.668), com o Artigo 44, caput, do Anexo Normativo II (FIDC), bem como com o Artigo 40, parágrafo 4º do Anexo Normativo III (FII), que já tratam do princípio da “preponderância” ou de “mais de 50% do patrimônio líquido”, conforme entendido por este Escritório como mais adequado e já amplamente utilizado para a chancela da categoria a determinados fundos.

Vale destacar que o Art. 9º, inciso VII da Minuta, ao replicar o texto da Lei 8.668, dispõe que já são encarteiráveis pelo FIAGRO as “*cotas de outros fundos de investimento que apliquem mais de 50% (cinquenta por cento) de seu patrimônio líquido nos ativos referidos nos incisos acima*” [os ativos possíveis para o FIAGRO, nos termos da Lei 8.668], fazendo com que o FIAGRO possa até mesmo investir a totalidade de seu patrimônio líquido em um único fundo de investimento que, por sua vez, poderia investir pouco mais da metade (qualquer valor superior a 50%) de seu patrimônio em ativos do agronegócio, conforme definidos pela legislação, e a outra metade em ativos não relacionados.

A Lei 8.668 também se utiliza da mesma proporção de “mais de 50% do patrimônio líquido” para outros valores mobiliários, conforme trazidos à Minuta nos incisos IV e V do mesmo Art. 9º, o que, em nossa visão, também pode ser utilizado como racional para o arbitramento, por parte da CVM, desse mesmo limite no FIAGRO.

Como mencionado, o Anexo Normativo II traz como regra para a classe de FIDC o investimento superior a 50% (cinquenta por cento) de seu patrimônio líquido nos conhecidos direitos creditórios. Já o próprio Anexo Normativo III (aplicável aos FIIs), fonte primária das regras do FIAGRO, observa a regra da preponderância para aplicação das regras do Anexo Normativo I sobre limites de aplicação por emissor e por modalidade de ativos, desenquadramento e reenquadramento, às classes de cotas que invistam “preponderantemente” em valores mobiliários, conforme Art. 40, parágrafo 4º. O parágrafo seguinte do mesmo dispositivo esclarece que tais limites do Anexo Normativo I não se aplicam a determinados ativos passíveis de investimento pelo FII.

(iv) a dinâmica da aplicação subsidiária de outros normativos, inevitavelmente, acaba por gerar certa insegurança jurídica e aumenta o risco de arbitragem regulatória, tal como verificado ao longo do tempo inclusive pela própria aplicação subsidiária da Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014 aos fundos estruturados originais (FIP, FII e FIDC), o que se buscou

evitar com a repaginação da regulamentação e publicação da Resolução CVM 175. A arbitragem regulatória foi mencionada no próprio EAP do FIAGRO como uma “falha de mercado”;

(v) o alto custo de observância que seria aplicável aos prestadores de serviços de FIAGRO, dada a necessidade concomitante de se compreender e enquadrar, para a mesma classe de cotas, regras de distintos tipos de fundos de investimento. Essa mesma adversidade seria enfrentada pela própria Autarquia (e autorreguladores) ao fiscalizar ou supervisionar o cumprimento das regras pelos regulados (ou autorregulados), e mesmo para responder aos diferentes questionamentos que provavelmente surgiriam, assim como pelos investidores em razão da sofisticação da estrutura e potencial complexidade do seu entendimento (notadamente ao varejo – importante público para a democratização do mercado de fundos de investimento no Brasil);

(vi) entende-se que a complexidade, falta de clareza e o custo de observância que seriam enfrentados pelos prestadores de serviços que estruturassem ou atuassem para FIAGROs, segundo essa dinâmica, acabariam sendo repassados aos investidores, o que poderia até mesmo inviabilizar a estruturação do veículo ou mesmo limitar a atuação a poucos prestadores de serviços, impactando diretamente a saudável concorrência de mercado e a busca pela contínua ampliação das alternativas de investimento.

Pelas explanações acima, indicamos realizar a substituição do texto do Art. 10 e parágrafos da Minuta por uma das sugestões redacionais a seguir.

Como alternativa de preferência deste Escritório, para unicidade normativa e clareza, está o formato em que todas as regras aplicáveis à carteira do FIAGRO estejam expressamente descritas no Anexo Normativo VI, conforme a preponderância de seus investimentos, sem que seja mantida a dinâmica da Resolução CVM 39 de referência a outros Anexos Normativos. Ou seja, teríamos algo como o abaixo de forma ilustrativa:

Art. 10 “Caso a política de investimentos preveja o investimento preponderante, ou seja, de, no mínimo, 50% (cinquenta por cento) do patrimônio líquido da classe em [descrição indicação dos ativos passíveis de aplicação por FIP], aplicar-se-ão as seguintes regras relativamente à respectiva parcela alocada preponderantemente:

[regras específicas de FIP]”

Art. 11 “Caso a política de investimentos preveja o investimento preponderante, ou seja, de, no mínimo, 50% (cinquenta por cento) do patrimônio líquido da classe em [descrição/indicação dos ativos passíveis de aplicação por FIDC], aplicar-se-ão as seguintes regras:

[regras específicas de FIDC]

Art. 12 “Caso a política de investimentos preveja o investimento preponderante, ou seja, de, no mínimo, 50% (cinquenta por cento) do patrimônio líquido da classe em [descrição/indicação dos ativos passíveis de aplicação por FIF], aplicar-se-ão as seguintes regras:

[regras específicas de FIF]

Art. 13 “Para o cálculo da preponderância disposta nos artigos 10, 11 e 12 acima, deve ser considerada a verificação de representatividade realizada no momento do investimento pela classe no respectivo ativo.”

Importante reforçar que o acima elimina a necessidade de referência constante a outros Anexos Normativos (e toda a complexidade envolvida em tal dinâmica, a insegurança jurídica e eventual arbitragem regulatória, como já mencionado) a partir da indicação clara e objetiva daquilo que deverá ser observado pelo FIAGRO em decorrência da preponderância da sua carteira no momento do investimento.

Alternativamente, caso a D. CVM não entenda pela aplicação do conceito anterior, segue sugestão subsidiária, embora, em nossa opinião, menos precisa para equalização de normas e clareza ao mercado, pois, apesar de indicar as regras específicas dos outros fundos a serem observados pela política de investimento do FIAGRO, o faz por meio da referência aos dispositivos dos Anexos Normativos (e não pela inclusão destes no próprio Anexo Normativo VI, como é a sugestão inicial e de preferência). Ou seja, teríamos algo como o abaixo de forma ilustrativa:

Art. 10 “Sem prejuízo da aplicação das regras específicas previstas neste Anexo Normativo VI, caso a política de investimentos preveja o investimento preponderante, ou seja, de, no mínimo, 50% (cinquenta por cento) do patrimônio líquido da classe em ativos que constituem o objeto de investimento de outra categoria de fundo, conforme disposto nos demais Anexos Normativos I, II, III e IV, aplicar-se-ão as seguintes regras relativamente à respectiva parcela alocada preponderantemente:

- (i) para os FIAGRO que possuam preponderância de investimento em ativos objeto de investimento por fundo de investimento financeiro: as disposições dos Artigos [=], [=], [=] do Anexo Normativo I;
- (ii) para os FIAGRO que possuam preponderância de investimento em ativos objeto de investimento por fundo de investimento em direitos creditórios: as disposições dos Artigos [=], [=], [=] do Anexo Normativo II;
- (iii) para os FIAGRO que possuam preponderância de investimento em ativos objeto de investimento por fundo imobiliário: as disposições dos Artigos [=], [=], [=] do Anexo Normativo III;
- (iv) para os FIAGRO que possuam preponderância de investimento em ativos objeto de investimento por fundo de investimento em participações: as disposições dos Artigos [=], [=], [=] do Anexo Normativo IV;

§1º. *“Para o cálculo da preponderância disposta no caput, deve ser considerada a verificação de representatividade realizada no momento do investimento pela classe no respectivo ativo.”*

Em ambas as alternativas há o aumento para 50% (cinquenta por cento) do valor base para aplicação das regras existentes para outros fundos, bem como fica afastada a dinâmica da aplicação subsidiária e não específica de outros Anexos Normativos. Isto é, além da Resolução CVM 175 e do próprio Anexo Normativo do FIAGRO, apenas um Anexo Normativo adicional será aplicável ao mesmo tempo. A diferenciação reside na forma de tratar precisamente quais previsões, em relação às regras de política de investimento desses outros Anexos Normativos, será aplicável ao FIAGRO.

Como mencionado anteriormente, nos parece mais adequado tratar pormenorizadamente no próprio Anexo Normativo VI todas as particularidades que podem ser aplicadas a cada FIAGRO que observe os efeitos da preponderância de alocação da carteira.

De todas as formas, sugerimos estarem previstas objetivamente no próprio Anexo Normativo VI, seja de maneira completa e detalhada ou de maneira referencial aos dispositivos de outros normativos, todas as regras específicas que a D. CVM pretenda aplicar para os FIAGRO. Essa ponderação será também objeto do item 2 abaixo.

Independentemente da alternativa escolhida, para o cálculo da referida “preponderância” do patrimônio líquido da classe do FIAGRO, deveria ser considerado o momento da efetivação do investimento em si, conforme sugestão de novo Parágrafo 1º disposto em ambas as sugestões, para que as eventuais variações de preço no valor dos ativos investidos não tenham condão de gerar um desenquadramento ativo, mas, exclusivamente, passivo.

1.2. Categorias de FIAGRO

Diante da própria previsão disposta para os FII, no Artigo 40, Parágrafos 4º e 5º do Anexo Normativo III, entendemos que o FIAGRO que aplique mais do que 50% (cinquenta por cento) de seu patrimônio líquido nos ativos dispostos no Anexo Normativo I, com exceção dos seguintes: (i) cotas de fundos de investimento em participações que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FIAGRO; (ii) cotas de fundos de investimento em ações que invistam exclusivamente em sociedades que explorem atividades integrantes da cadeia produtiva do agronegócio; (iii) cotas de outros FIAGRO; (iv) certificados de recebíveis do agronegócio e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FIAGRO, e desde que estes certificados e cotas tenham sido objeto de oferta pública registrada na CVM ou cujo registro tenha sido dispensado; deverá respeitar os limites de aplicação por emissor e por modalidade de ativos financeiros estabelecidos na parte do Anexo Normativo I aplicáveis a todos os tipos de fundos financeiros, podendo tais dispositivos serem levados ao Anexo de FIAGRO expressamente ou apenas referenciados.

Se replicado o conceito acima, o qual reproduz a essência do próprio Anexo Normativo III, se tornará dispensável a categorização específica do FIAGRO como “multimercado”, já que um FII que observe os limites dos Anexo Normativo I não é denominado FII “multimercado”, mas apenas FII.

Para responder ao comentário da CVM sobre a situação em que a política de investimento do FIAGRO não exponha o patrimônio líquido da classe a qualquer fator de risco em específico e considerada a recomendação da preponderância de alocação feita pelo Escritório para cancelar o FIAGRO, sugerimos que o FIAGRO que não tenha mais do que metade de seu patrimônio líquido enquadrado em ativos de outras categorias, se sujeite apenas ao próprio Anexo Normativo VI – isto é, sem a observância de qualquer outra regra adicional de outros Anexos Normativos justamente por não alcançar a preponderância mínima. Assim, o FIAGRO será essencialmente um FIAGRO Multiestratégia quando puder investir em ativos de quaisquer categorias, dentre aqueles permitidos ao FIAGRO, desde que não possa, nos termos da sua política de investimentos, superar o limite de 50% (cinquenta por cento) – ou seja, a preponderância – em nenhum desses ativos.

Essa abordagem, em nossa visão, se mostra prudente até mesmo para fortalecer a ideia de que o FIAGRO possui uma classificação autônoma e independente, sendo ele próprio um fundo estruturado, se sujeitando, no entanto, a regras similares existentes para outros fundos estruturados conforme a sua preponderância, de forma a não gerar arbitragem regulatória.

Em todos os casos, o FIAGRO, assim como os demais fundos, estará sujeitos à Parte Geral da Resolução CVM 175.

Também acreditamos na necessidade de adicionar à Minuta texto expresso estabelecendo que a parcela remanescente da carteira da classe que não precise observar as regras específicas de determinada categoria de fundo, possa ser alocada em quaisquer ativos não necessariamente relacionados ao agronegócio, dialogando, mais uma vez, com o espírito da própria Lei 8.668, do Art. 9º, VII da Minuta e do próprio Anexo Normativo III de FII.

Isto significa que o remanescente do patrimônio líquido da classe seria tratado como seu caixa, podendo o gestor dele dispor conforme a estrutura do produto, seu objetivo, e sempre levando em consideração os controles previstos nas políticas regulatórias do gestor para tanto. Este formato é, inclusive, aplicado para os FIIs.

1.3. Enquadramento dos possíveis ativos

Fundamental refletir sobre cada tipo de ativo investido pela classe do FIAGRO, tendo em vista que um mesmo ativo pode estar contido na carteira de fundos de diferentes categorias e devendo respeitar e atender a diferentes regras previstas em seus respectivos Anexos Normativos, como é o caso das debêntures e dos certificados de recebíveis imobiliários e/ou do agronegócio.

Em nossa visão, a D. CVM poderia adotar uma das seguintes alternativas para tratativa do tema:

(i) o Anexo Normativo VI poderia dispor de maneira expressa qual Anexo Normativo correspondente deverá ser observado para cada um desses ativos. Exemplificadamente: inclusão, na própria Minuta, de um dispositivo determinando que as debêntures que garantam direitos de voto e governança à classe de FIAGRO devem ser enquadradas como sendo ativos típicos de fundos de investimento em participações única e exclusivamente, sendo, portanto, as regras deste tipo de fundo estruturado a serem observadas pelo FIAGRO; ou

(ii) o normativo do FIAGRO poderia descrever, de maneira mais abrangente, quais características adicionais de cada ativo devem ser observadas pelo gestor para seu devido enquadramento, podendo, dentre elas, haver alguma ordem de prioridade, prescindibilidade, dentre outros. Seguindo o mesmo exemplo da debênture, o Anexo VI poderia determinar ao gestor as seguintes checagens: (a) se a oferta da debênture foi ou não objeto de registro na CVM; (b) se será aplicável à debênture a participação no processo decisório da companhia emissora com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão; (c) se o emissor da debênture está registrado na CVM; (d) se a própria debênture está registrada em alguma entidade autorizada; (e) se a debênture é simples ou conversível; e/ou (f) a porcentagem investida nesse ativo. A lista de requisitos não se tornaria suficiente sem o estabelecimento de conceito e métrica clara que a viabilize.

Antes de adentrar outros temas levantados por esta D. Autarquia e/ou pela Minuta, resume-se o entendimento deste Escritório sobre a carteira do FIAGRO e a aplicabilidade subsidiária de outros Anexos Normativos:

(i) Dada a existência de novo Anexo Normativo dedicado ao FIAGRO, e até mesmo para evitar inseguranças regulatórias, a nova Minuta deveria já contemplar todas as regras de possível exigência do FIAGRO, a depender de suas características.

Dado o nascimento quase concomitante da regulamentação aplicável às diferentes categorias de fundos de investimento, transformação atual de todo o mercado de fundos e o princípio da clareza, sugerimos a inclusão de todas as regras das quais se pretenda fazer uso para o FIAGRO diretamente no próprio Anexo Normativo VI, bem como exclusão do termo “subsidiária” em se tratando da observância de outros regramentos. Ou seja, sugere-se que o Anexo Normativo VI já regule todos os temas necessários, sendo, por si só, plenamente suficiente.

(ii) A delimitação de 50% (cinquenta por cento) ou mais do patrimônio líquido da classe de FIAGRO em ativos típicos de outra categoria de fundo como requisito para observância de regramento “extra” encontra respaldo na própria Lei 8.668 e em demais Anexos Normativos já vigentes, inclusive o Anexo destinado ao FII;

(iii) Para o cálculo da preponderância tratada no item (ii) acima, deve ser considerada a verificação de representatividade do respectivo ativo no momento do investimento pela classe;

(iv) É necessário tratamento expresso dos casos de ativos que possam se enquadrar em mais de uma categoria de fundo de investimento, para fins de observância da preponderância e consequências aplicáveis;

(v) A sujeição do FIAGRO puramente ao Anexo Normativo VI seria suficiente para dirimir as dúvidas trazidas pelo EAP no que tange à ausência de compromisso de exposição aos fatores de risco em mercado em específico; e

(vi) O remanescente da carteira do FIAGRO deveria poder estar alocado em quaisquer ativos.

2. Regras da Minuta importadas de outras normas

A D. Autarquia mencionou no EAP a razoabilidade da aplicação de algumas regras de outros produtos que sejam adequadas aos FIAGRO, o que foi feito na Minuta, racional com o qual este Escritório concorda por completo.

Não obstante e como já mencionado, entendemos como imprescindível a importação, para a própria Minuta, de todas as disposições de outros veículos que sejam entendidas como aplicáveis ao FIAGRO, afastando eventuais dúvidas sobre este produto bastante abrangente e capaz de navegar por outras categorias.

Abaixo estão algumas ponderações deste Escritório sobre os preceitos regulatórios já importados de outros Anexos Normativos para o Anexo do FIAGRO:

(i) O Art. 7º, Parágrafo único da Minuta trata a lâmina de informações básicas como documento de disponibilização obrigatória pelo administrador e distribuidor da classe de cotas destinada ao público em geral. Embora tal obrigação já esteja presente em outros Anexos Normativos, em todos os demais é feito, além do recorte do público-alvo, o recorte do regime condominial da classe – qual seja, classe aberta. Assim, para geração de simetria, sugerimos seja restrita sua aplicabilidade a classes que, além de ter o varejo como público-alvo, seja também aberta para resgate pelos cotistas;

(i) O Art. 16, caput da Minuta deveria limitar a possibilidade de eleição de representante dos cotistas apenas para FIAGRO de classe fechada ou ao próprio FIAGRO que tenha investimentos preponderantes típicos de FII;

(ii) O Art. 21, II, (b), 1 da Minuta traz a obrigação de contratação de serviços de registro de direitos creditórios em entidade registradora autorizada apenas caso tais direitos creditórios representem mais de 10% (dez por cento) do patrimônio líquido da classe do FIAGRO. Para este ponto, sugere-se apenas considerar se a intenção da Minuta é gerar permissibilidade

maior do que aquela aplicável ao próprio FIDC, uma vez que o Anexo Normativo II trata sobre a obrigatoriedade de serem registrados todos os direitos creditórios ou, nas hipóteses em que não sejam passíveis de registro, serem entregues ao custodiante;

(iii) No mesmo sentido do item (ii) acima, o Art. 30 da Minuta menciona inexigibilidade, para classe destinada a cotistas profissionais, do serviço de custódia para os direitos creditórios não passíveis de registro em entidade registradora, o que entendemos não encontrar correspondência no Anexo Normativo II. Questiona-se se esta seria efetivamente a pretensão da D. CVM ao propor mencionado dispositivo em razão apenas do foco dos ativos investidos.

Dentre outros temas, concordamos com a inclusão das regras de fortalecimento da posição dos investidores por meio de práticas de governança e transparência informacional aplicáveis atualmente aos FIIs, conforme mencionadas mais especialmente pela CVM no EAP.

Ainda considerando as escolhas feitas pela D. CVM para inclusão na Minuta, nossa sugestão seria, quando menos, pela inclusão dos seguintes temas:

(i) Forma de condomínio, que poderia ser aberto ou fechado, esclarecendo que se o FIAGRO receber a chancela de enquadramento de outras categorias de fundos, em razão da preponderância de sua carteira, deverá observar a eventual limitação de condomínio prevista no Anexo específico do veículo a que se submeta. Assim, por exemplo, a classe de FIAGRO que observe as regras de FIF ou FIDC poderiam ser abertas, enquanto as que necessitem observar FIP ou FII seriam necessariamente fechadas;

(ii) Correlação direta entre o público-alvo da classe de FIAGRO e as eventuais limitações dispostas no Anexo Normativo dos demais fundos ao qual o FIAGRO se assemelhe, nos mesmos termos do item (i) acima. Assim, por exemplo, a classe de FIAGRO que observe as regras de FIP poderia ser destinada somente a investidores qualificados, ou ainda, a classe de FIAGRO que observe as regras de FIDC não poderia receber investimento pelo varejo em cotas subordinadas;

(iii) Regras de enquadramento, desenquadramento e plano de ação para reenquadramento aplicáveis aos FIAGRO segundo a chancela informal que venha a receber em decorrência da preponderância da sua carteira de investimento;

(iv) Limites de concentração por emissor e por ativo, observado espelhamento dos demais Anexos Normativos, conforme aplicável;

(v) Eventuais deveres adicionais dos prestadores de serviços quanto aos ativos da carteira aplicáveis a alguns tipos de fundos e ativos, como as regras de governança e influência;

(vi) Determinação sobre o formato de remuneração dos prestadores de serviços do FIAGRO, caso seja desejável pela D. CVM complementar o previsto principalmente no Art. 48, §2º, inciso XIX, e Art. 113, inciso III, da Parte Geral da Resolução CVM 175, bem como no próprio Art.

28 do Anexo Normativo VI. Exemplo: taxa de performance e taxas de outros prestadores de serviços (consultores, agente e cobrança etc.);

(vii) Procedimentos próprios relativos à assembleia de cotistas: (a) quóruns aplicáveis à assembleia de cotistas do FIAGRO, considerando que, caso não previsto quóruns específicos, será aplicável o quórum da maioria dos votos presentes disposto no Art. 76, caput, da Parte Geral da Resolução CVM 175, o que colide inclusive com o disposto no Anexo Normativo III; (b) prazo para convocação da assembleia ou consulta formal de cotistas do FIAGRO, caso a intenção seja de prever prazo mais extenso do que aqueles dispostos no Art. 72, §4º, e Art. 76, §6º, ambos da Parte Geral da Resolução CVM 175, inclusive, tendo em vista a possibilidade de inclusão de matérias na ordem do dia da assembleia, por cotistas titulares de, no mínimo, 3% (três por cento) das cotas emitidas ou pelo representante dos cotistas, o que torna o prazo disposto na própria Resolução CVM 175 incompatível, devendo ser atendido o Artigo 13, Parágrafo 3º do Anexo Normativo III;

(viii) Hipóteses de afastamento de situações de conflitos de interesse, ainda que por aprovação dos próprios cotistas, tais como, mas não limitadamente: contratação do administrador, gestor, consultor especializado ou partes relacionadas, para o exercício da função de formador de mercado, conforme aplicável, realização de operações da classe de cotas quando caracterizada situação de conflito de interesses entre: a) a classe de cotas e o administrador, gestor ou consultor especializado; b) a classe de cotas e cotistas que detenham participação correspondente a, no mínimo, 10% (dez por cento) do patrimônio da classe de cotas; c) a classe de cotas e o representante de cotistas; e d) a classe de cotas e o empreendedor; bem como e) quaisquer atos que caracterizem conflito de interesses entre a classe de cotas e o administrador, gestor ou consultor especializado, conforme aplicável. Esta inclusão não prejudicaria a aplicabilidade do Art. 114 da Parte Geral da Resolução CVM 175, que pode afastar, para as classes destinadas a investidores profissionais, hipóteses de conflito formal em assembleia de cotistas;

(ix) Previsão sobre a possibilidade de que aos bens e direitos integrantes do patrimônio da classe do FIAGRO possam ser constituídos ônus reais, se para garantir obrigações assumidas pelo fundo ou seus cotistas, conforme Artigo 7º, VI da Lei 8.668;

Especialmente para o item (viii) acima, sugerimos fossem considerados os fundos listados em bolsa, para os quais a pulverização e conseqüente absenteísmo prevalecem, o que faz com que o quórum da maioria dos presentes, se outro qualificado não estiver disposto em regulamento, possa se mostrar o mais adequado, tal como previsto como a praxe pelo Art. 76 da Parte Geral da Resolução CVM 175, muito embora o próprio Anexo Normativo do FII disponha diferente, por preocupações que podem afastar-se da realidade do FIAGRO, a depender do tipo de condomínio e composição de sua carteira².

² Segundo a CVM no item 3.11 do Processo nº 2004/4101 - Audiência Pública 01/2008, que culminou na publicação da ICVM 472/08, dentre outras razões para inclusão de quórum qualificado para as assembleias dos FII: "os FII são fundos fechados de longo prazo, aos quais os cotistas podem permanecer vinculados por um longo período, o que os aproxima de investimentos em companhias e, por isso, justifica uma maior participação dos cotistas nas decisões do fundo."

Bastante pertinente ponderar que divergimos acerca do proveito das normas contábeis emitidas pela CVM e aplicáveis às companhias abertas, conforme disposto no Art. 26, III, (a) da Minuta, por entender que tanto os FIAGRO deveriam ter regulamentação contábil específica que se preocupasse com todas suas particularidades, quanto porque antevemos uma inadequação do uso das mencionadas normas, já que são legalmente exigidas, dos diversos ativos investidos pelos FIAGRO, metodologias de contabilização que podem ser bastante distintas das aplicáveis aos ativos e investimentos das companhias abertas (ativos que demandem precificação a valor justo, por exemplo, e não pelo método da equivalência patrimonial).

Ainda, a previsão de aplicação das normas contábeis das companhias abertas aos FIAGRO não obstará a necessidade de buscar, nessas e nas demais normas contábeis, os conceitos específicos de reconhecimento, mensuração e divulgação que fossem compatíveis com cada tipo dos distintos ativos possivelmente investidos pelo FIAGRO, bem assim das sistemáticas contábeis próprias das companhias abertas - que visam lucro, contra as sistemáticas contábeis dos condomínios especiais que são os fundos - que visam rentabilidade, o que pode gerar o já mencionado alto custo de observância e insegurança jurídica.

Para além das inclusões e alterações dispostas acima, propomos a revisão detalhada de todas as regras já reproduzidas na Minuta, para conferência sobre eventuais outras lacunas normativas que possam ser preenchidas com o Anexo Normativo de FIAGRO. A interpretação das normas contábeis editadas por meio dos pronunciamentos do Comitê de Pronunciamentos Contábeis para aplicação aos ambientes e entidades sob sua regulamentação já é uma tarefa desenvolvida pela CVM por meio de suas Deliberações e que teriam de ser, ao fim, pormenorizadas para os FIAGRO em razão de seus objetivos próprios. Para além das inclusões e alterações dispostas acima, propomos a revisão detalhada de todas as regras já reproduzidas na Minuta, para conferência sobre eventuais outras lacunas normativas que possam ser preenchidas com o Anexo Normativo de FIAGRO.

3. Papel do gestor de recursos no FIAGRO

A Minuta previu a figura do gestor de recursos como prestador de serviços essencial para o FIAGRO, com exceção dos casos em que a política de investimentos da classe não permita a aplicação de parcela superior a 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido nos valores mobiliários passíveis de serem investidos pelo FIAGRO, nos termos de seu Artigo 5º.

Ou seja, foi aplicada lógica semelhante àquela já utilizada para o vigente Anexo Normativo III da Resolução CVM 175, aplicável aos FII's.

É sabido que tanto os FIAGROs quanto os FII's se sujeitam à Lei 8.668, que levou em conta, como não poderia deixar de sê-lo ao menos em relação ao FII, apenas a estrutura de mercado e diferenciação dos prestadores de serviços existente à época de sua publicação.

Não obstante as previsões da Lei 8.668, considerando, dentre outras razões:

- (i) a notória evolução do mercado como um todo desde a sua publicação original;
- (ii) a criação expressa da figura do gestor de recursos há tempos, conforme Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015, norma que dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, agora revogada pela Resolução CVM nº 21, de 25 de fevereiro de 2021, conforme alterada (“Resolução CVM 21”);
- (iii) a atribuição de papéis de igual relevância na estrutura de fundos de investimento, inclusive conforme texto da própria Parte Geral da Resolução CVM 175, que dispõe sobre os prestadores de serviços essenciais e, portanto, obrigatórios;
- (iv) as garantias de liberdade de contratação terem tomado mais corpo no Código Civil pelos ajustes da Lei da Liberdade Econômica;
- (v) a CVM, via Código Civil, ter sido reafirmada como responsável por regular os fundos de investimento; e
- (vi) o próprio Artigo 20-A da Lei 8.668 dispor que o FIAGRO é constituído sob a forma de “condomínio de natureza especial”,

é que a Lei 8.668 tornou-se anacrônica, conforme reconhecido pela própria Autarquia no EAP.

É sob este pano de fundo, inclusive pelos respectivos aprimoramentos legais, que na visão deste Escritório o EAP poderia ter tratado mais claramente sobre a essencialidade do gestor de recursos em todas as estruturas, inclusive ao FIAGRO (e mesmo ao FII oportunamente), bem como sua capacidade legal de gerir todo o patrimônio das classes de investimento existentes em qualquer categoria de fundo de investimento (ainda que por arranjos específicos entre administrador e gestor, a serem suficientemente tratados na regulação da CVM, em havendo eventual entendimento jurídico que diferencie a estrutura do FII em comparação aos demais fundos regulados pela CVM).

Muito embora, quando em comparação com o Anexo Normativo III, notem-se na Minuta elementos adicionais sobre a gestão de recursos, a previsão do Artigo 5º ainda pode impedir a clareza e flexibilização pretendidas e mencionadas pela própria parte introdutória do EAP.

Assim, nosso posicionamento é de que mesmo nos casos em que a carteira fosse composta apenas por ativos imobiliários aos gestores de recursos deveriam ser garantidos amplos poderes de gestão, nos termos das regras da regulamentação, leis mais recentes e amplas práticas de mercado, com todos os bônus e ônus aplicáveis a este papel – igualmente, não mais nem menos, ao já previsto para os demais fundos de investimento regidos pela Resolução CVM 175.

4. Créditos de carbono

Aproveitamos para congratular a iniciativa da CVM de aprofundar o debate a respeito da aquisição de créditos de carbono por fundos de investimento e aclarar que entendemos que a troca de entendimentos com entes do mercado será extremamente necessária para o avanço nas

diversas frentes que permanecem incertas, tais como (i) a regulamentação do crédito de carbono no âmbito do próprio sistema legislativo, (ii) seu reconhecimento como ativo financeiro, (iii) seu tratamento contábil na carteira dos fundos, (iv) os limites da responsabilidade do gestor na seleção desses ativos em termos verificação de sua integridade, dentre outros.

5. Regime informacional do FIAGRO

Quanto ao regime informacional específico do FIAGRO proposto na Minuta, colocamo-nos como apoiadores da inovação.

Entendemos que a aplicação da estrutura autônoma e específica de informações periódicas a serem prestadas pelo FIAGRO evita tanto a falta de clareza para os regulados e investidores e eventuais antinomias, quanto diminui o alto custo de observância que seria consequência da aplicação concomitante de outros Anexos Normativos. Considerando que a CVM se preocupou, quando da elaboração dos Suplementos da Minuta, com a coexistência de diferentes tipos de operações e ativos, estruturados ou não, de distintas naturezas, restará aos prestadores de serviços essenciais do FIAGRO o preenchimento das informações conforme sejam aplicáveis à cada classe.

Na expectativa de termos respondido todas as provocações desta D. CVM, colocamo-nos, desde já, à inteira disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Cordialmente,

CEPEDA ADVOGADOS