

São Paulo, 1 de fevereiro de 2024

À

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

At.: Sr. Antônio Carlos Berwanger | Superintendente de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Ref.: Edital de Consulta Pública SDM nº 03/23 | Regras específicas dos fundos de investimento nas cadeias produtivas do agronegócio - FIAGRO.

(Via e-mail)

Prezadas e prezados,

Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados e os gestores que subscrevem esta manifestação ("Manifestação"), quais sejam, **Pátria Investimentos Ltda., Vectis Gestão de Recursos Ltda., AGBI Ativos Reais Ltda., Carbon4412 Consultoria Especializada Ltda. e Leste Financial Services Gestão de Recursos Ltda.**, vem, por meio da presente, encaminhar sugestões e comentários ao Edital da Audiência Pública CVM/SDM nº 03/2023, divulgado em 31 de outubro de 2023 por essa CVM, por meio do qual foi submetida à audiência pública, nos termos do art. 8º, § 3º, inciso I, da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a minuta de anexo normativo à Resolução da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") nº 175, de 23 de dezembro de 2022 ("Minuta" e "Resolução CVM 175", respectivamente), cujo objetivo é acrescentar à Resolução CVM 175 o anexo normativo VI ("Anexo VI"), bem como os suplementos N a P, os quais contêm regras específicas para os fundos de investimento nas cadeias produtivas do agronegócio – FIAGRO ("FIAGRO").

Esta manifestação é assinada pelo grupo de gestores listados acima ("Grupo de Gestores") que foi idealizado e coordenado pelo Mattos Filho para discutir a Minuta e outros temas relacionados à indústria dos FIAGRO sob a perspectiva exclusiva dos gestores independentes, não vinculados a administradores fiduciários, instituições financeiras ou outras entidades atuantes no mercado de capitais brasileiro.

Em linha com os princípios trazidos e encorajados pela Lei da Liberdade Econômica, grande parte dos nossos comentários baseiam-se **(i)** em um ambiente livre de pactuação entre as partes integrantes da indústria de fundos de investimento e gestão de recursos, com a consequente aproximação de nossa regulamentação às melhores práticas internacionais, de forma a desenvolver nosso mercado, mas sempre mantendo como foco a transparência e consistência de informações e proteções contratuais disponibilizadas aos investidores e **(ii)** no estímulo do bom desenvolvimento da nossa indústria.

Para maior conveniência, estamos encaminhando nossos comentários e sugestões em observância, na medida do possível, à ordem sequencial dos dispositivos previstos na Minuta, devidamente acompanhados das nossas motivações, argumentações e, em determinados casos, exemplos. Ainda, para facilitar a análise dessa CVM, quando forem sugeridas novas redações para normativos propostos na Minuta, os trechos a excluir serão indicados em ~~vermelho tachado~~ e os trechos a incluir serão indicados em azul. Por sua vez, os deslocamentos serão indicados em ~~verde tachado~~ para mostrar sua localização constante na Minuta e em verde para mostrar sua localização sugerida na Minuta.

Observamos que nossos comentários e sugestões representam o resultado de uma série de encontros que contaram com a participação do Grupo de Gestores, além da experiência técnica acumulada dos profissionais do Mattos Filho – acumulada e aprimorada em anos de atuação na indústria nacional de *asset management* e fundos de investimento.

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

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

Alameda Joaquim Eugênio de Lima, nº 447, Bela Vista

São Paulo – SP – 01403-001

At.:

Flávio Barbosa Lugão 11 3147-2564 flavio.lugao@mattosfilho.com.br

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

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

Cordialmente,

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

GRUPO DE GESTORES

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	4
I. Definição de crédito de carbono (art. 2º).....	5
II. Rol de Ativos (art. 9º).....	6
III. Crédito de carbono no mercado voluntário (art. 9º, parágrafo único).....	8
IV. Aplicação subsidiária de outros anexos normativos (art. 10 §§1º e 2º e art.12).....	10
V. Fiança, aval ou aceite (art. 13, III c/c art. 25, I).....	16
VI. Taxa de Performance (art. 28).....	17
VII. Faculdade das Classes Restritas (arts. 29 e 30).	18

INTRODUÇÃO

Inicialmente, gostaríamos de agradecer a esta CVM por fazer uso da faculdade que lhe é concedida por lei para receber sugestões de interessados no tocante ao Anexo VI. Entendemos que o diálogo com aqueles que estarão sujeitos e utilizarão a norma no dia a dia é a melhor maneira de se construir regras que permitirão o pleno desenvolvimento do mercado. Como escritório de advocacia e Grupo de Gestores que atuam ativamente na indústria de fundos de investimento e gestão de recursos, em especial a indústria dos FIAGRO, estamos entusiasmados e honrados com a possibilidade de contribuir com as discussões referentes aos aprimoramentos ao Anexo VI.

I. Definição de crédito de carbono (art. 2º).

O mercado de carbono se apresenta como uma plataforma flexível para a redução, remoção ou compensação de emissões de gases de efeito estufa (GEE), de forma voluntária e colaborativa, em escala mundial. A CVM já vem avançando no sentido de reconhecer a importância do crédito de carbono para a indústria e flexibilizar sua aquisição pelos fundos de investimento. Esses esforços se iniciaram com a própria Resolução CVM 175 que passou a permitir expressamente a aquisição de créditos de carbono emitidos no mercado regulado por meio de fundos de investimento financeiro – FIF, conforme previsto no Anexo I da Resolução.

Sem prejuízo desses avanços, a indústria de *asset management* enxerga no FIAGRO o grande veículo catalizador do mercado de carbono no Brasil. Não só pela possibilidade de negociação dos créditos de carbono no mercado secundário, mas especialmente porque o agronegócio brasileiro, com especial menção ao setor florestal, tem a capacidade e o potencial de ser um relevante originador de créditos de carbono.

Elogiável, portanto, a iniciativa da CVM de permitir ao FIAGRO a negociação de créditos de carbono tanto no mercado regulado quanto no mercado voluntário. Sem prejuízo, entendemos que há espaço para alguns refinamentos na definição de créditos de carbono a fim de permitir o desenvolvimento de todo o potencial que o FIAGRO pode representar para esse setor.

A primeira sugestão consiste em expandir o conceito de “negociação” dos créditos de carbono. A proposta apresenta uma definição que, embora esteja alinhada com a ideia de créditos de carbono negociados nos mercados compulsório ou voluntário, pode ser aprimorada para abranger uma gama mais ampla de operações. Sugerimos que a definição seja ajustada de maneira a incluir não apenas os créditos de carbono *negociados* pelos FIAGRO, mas também aqueles *emitidos, validados, estruturados, incorporados*, dentre outras transações permitidas por lei, pelos FIAGRO.

A ampliação referida tem como objetivo permitir que o FIAGRO possa atuar não apenas como um veículo de negociação secundária de créditos de carbono, mas também como um importante instrumento de originação no mercado primário. Ao incluir a emissão, estruturação e incorporação de créditos de carbono, o FIAGRO torna-se um meio versátil para a originação desses créditos, possibilitando uma participação mais ativa na criação e desenvolvimento de projetos no mercado.

Além disso, uma abordagem mais abrangente não apenas promove a flexibilidade no uso dos FIAGRO, mas também estimula o mercado a explorar diferentes formas de transações de créditos de carbono. Ao permitir que o FIAGRO atue no mercado primário, facilita-se o desenvolvimento de projetos sustentáveis e inovadores desde sua origem, contribuindo assim para a expansão e fortalecimento do mercado de créditos de carbono como um todo.

A segunda sugestão consiste em retirar a limitação para que só se realizem transações com créditos de carbono negociados no Brasil. Isto porque o mercado regulado e voluntário pode envolver (e costumeiramente envolve) pessoas e empresas presentes em outras jurisdições, de forma que limitar a apenas o mercado brasileiro – o que, salvo melhor juízo, nos parece induzir que só se pode negociar créditos de carbono originados no Brasil e entre partes localizados no país – significaria limitar quase que por completo as possibilidades de negociação desses ativos. Afinal, a natureza das emissões de GEE transcende fronteiras nacionais, e a indústria dos FIAGRO deveria ser capaz de comportar essa demanda.¹

Por isso, sugerimos retirar essa limitação para que as transações possam ser feitas globalmente. Tal abertura permitirá que os FIAGRO participem ativamente deste mercado e contribuam para a construção de caminhos de combate às mudanças climáticas que afetam o planeta como um todo.

Abaixo, nossas sugestões de redação:

Art. 2º Para os efeitos deste Anexo Normativo VI, entende-se por:

I – créditos de carbono: títulos representativos da redução da emissão ou da remoção de uma tonelada de gases de efeito estufa da atmosfera, **negociáveis negociados** em mercado compulsório ou voluntário de carbono, **incluindo os créditos de carbono originados, gerados, emitidos, validados, estruturados ou incorporados pelos FIAGRO no Brasil**, nos termos da legislação e regulamentação específicas;

II. Rol de Ativos (art. 9º).

Em relação à composição da carteira de ativos, a Minuta busca explorar o seu potencial a partir da sistematização prevista no art. 20-A da Lei nº 14.130 de 29 de março de 2021.

Para fins da versão preliminar proposta na Minuta (conforme definido no Edital de Consulta Pública SDM nº 03/23) adotou-se a cópia literal de referido dispositivo legal, de modo que a composição da carteira do FIAGRO se dará pela aplicação, dentre outros ativos elencados nos incisos II a VII (v.g. participação em sociedades, ativos financeiros, direitos creditórios do agronegócio e títulos de securitização, certificados de recebíveis do agronegócio, créditos de carbono etc.), a Imóveis Rurais.

¹ Vejam, por exemplo, as recentes negociações promovidas por gestores brasileiros com relevantes *players* do mercado internacional como Microsoft (<https://braziljournal.com/creditos-de-carbono-mombak-fecha-contrato-com-a-microsoft/>) e McLaren (<https://forbes.com.br/forbesesg/2023/11/mclaren-compra-creditos-de-carbono-no-brasil-em-busca-de-zerar-emissoes-liquidadas/>).

Sob tal perspectiva, entendemos por imóveis rurais todos aqueles destinados à exploração extrativa vegetal, pecuária, agroindustrial ou agropecuária, conforme definido pelo Estatuto da Terra em seu artigo 4º, inciso I.

Ademais, é relevante considerar o atual contexto do agronegócio brasileiro, no qual os imóveis rurais efetivamente produtivos atuam como uma verdadeira “indústria a céu aberto” e geram resultados tanto “dentro” quanto “fora da porteira”, integrando um sistema complexo de *commodities* (ou, como preferem alguns, Sistemas Agroindustriais) que engloba todos os atores envolvidos com a produção, processamento e distribuição de um produto, incluindo o mercado de insumos agrícolas, a produção agrícola, operações de estocagem, processamento, atacado e varejo, demarcando um fluxo que vai dos insumos até o consumidor final².

Importante destacar, ainda, que esta d. CVM já manifestou interpretação semelhante em outras oportunidades, como por exemplo, em reconhecida decisão sobre o recurso interposto no pedido de registro da Oferta de Certificados de Recebíveis do Agronegócio pela BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A., na qual foi reconhecido o conceito de cadeia produtiva do agronegócio acima destacado.

Entendemos, neste contexto, que o conceito de “imóvel rural” para fins de composição de carteiras de investimento de FIAGRO deve refletir tal realidade, admitindo não apenas o domínio, mas também outros direitos reais e contratuais que podem ser adquiridos e que possuem alta relevância considerando as atuais práticas de mercado, singularidades e complexidades dos sistemas agroindustriais existentes no Brasil e no mundo, dentre os quais o direito real de superfície, o direito real de usufruto, o arrendamento, a parceria rural para atividades de extração vegetal, pecuária, agroindustrial ou agropecuária e a compra e venda de madeira em pé e de maciço florestal, por exemplo.

Nessa esteira, para explorar o referido potencial máximo de eficiência e sistematização com as demais normas aplicáveis ao FIAGRO, é recomendável que seja adotado critério semelhante à composição de carteiras de investimento de fundos de investimento imobiliários (“FII”) previsto no artigo 40 do Anexo Normativo III da Resolução CVM nº 184, admitindo a aplicação de recursos em quaisquer direitos reais, em conformidade com o artigo 1.225 do Código Civil, bem como seja possível, visando o alinhamento com as principais práticas de mercado mencionadas, que os FIAGROs detenham tanto ativos e direitos reais quanto a titularidade de direitos contratuais, tal qual exemplificado acima, conforme redação abaixo:

Art. 2º Para os efeitos deste Anexo Normativo VI, entende-se por:

²Neste sentido, Davis, J. H., & Goldberg, R. (1957). *A Concept of Agribusiness*. Harvard University Press e, ainda, Zilberstajn, D., & Fava Neves, M. (2000). *Economia e Gestão dos Negócios Agroalimentares*. Thomson Learning.

I – imóvel rural: imóveis destinados à exploração extrativa vegetal, pecuária, agroindustrial ou agropecuária, conforme definido no artigo 4º, inciso I, da Lei nº 4.504, de 30 de novembro de 1964, conforme alterada (Estatuto da Terra), incluindo o imóvel que possui Certificado de Cadastro de Imóvel Rural – CCIR

(...)

Art. 9º A participação da classe de cotas nas cadeias produtivas do agronegócio pode se dar por meio da aquisição dos seguintes ativos:

I – quaisquer direitos reais e/ou contratuais sobre imóveis rurais;

(...)

É consenso no mercado que o FIAGRO consiste em uma ferramenta relevante para viabilizar e facilitar investimentos no setor, com os valores captados sendo revertidos para aumento da capacidade e eficiência produtiva. Nesse contexto, acreditamos que uma regulamentação adaptada às realidades de um mercado complexo e interdisciplinar é essencial, sendo este o momento ideal para essa CVM, aproveitando os limites já estabelecidos em Lei, detalhar as diversas formas de aplicação de recursos em imóveis rurais e nas operações agrícolas – i.e. aquisição tanto do domínio como de outros direitos reais a eles relacionados e a titularidade de direitos contratuais muito utilizados nas operações dos principais *players* da cadeia agroindustrial.

Por se tratar de um aperfeiçoamento técnico à redação ampla de “imóveis rurais” utilizada na Lei nº 14.130 de 29 de março de 2021, entendemos que a redação acima não deveria, de nenhuma forma, ser considerada *ultra legem*. Afinal, também em relação aos FIIs a lei utiliza o termo amplo “imóveis rurais”, o que não prejudicou o detalhamento do conceito a nível da regulamentação da CVM para alcançar quaisquer direitos reais.

III. Crédito de carbono no mercado voluntário (art. 9º, parágrafo único) e limites de concentração da carteira (art.11).

Como ressaltado acima, a Minuta trouxe grandes avanços ao permitir a negociação de créditos de carbono detidos pelo FIAGRO também no mercado voluntário. Porém, o parágrafo único do artigo 9º dispõe que somente a classe de cotas exclusivamente destinada a investidores qualificados poderia aplicar recursos em créditos de carbono negociados no mercado voluntário.

Sabe-se que, atualmente, o Brasil ainda está evoluindo com conceitos para a criação de seu mercado regulado, enquanto, por outro lado, há um gigantesco mercado voluntário de carbono a nível global.

Impor essa barreira significaria, portanto, limitar substancialmente o potencial de exploração do mercado de carbono pelos FIAGRO. Não obstante, entendemos o desconforto desta D. CVM de permitir, já nesta primeira Minuta, que os FIAGRO destinados ao público de varejo possam adquirir créditos de carbono negociados no mercado voluntário, por se tratar de ativos de negociação bilateral e métodos únicos de precificação que deverão ser praticados pelos administradores e gestores. Parece-nos que o desenvolvimento dessas negociações pelos FIAGRO deveria naturalmente levar a CVM a repensar esse limite no sentido de se permitir a negociação ampla de créditos de carbono pelos FIAGRO em qualquer mercado e para todos os públicos.

Sem prejuízo, impor essa limitação de forma ampla e irrestrita poderia gerar prejuízos ao mercado, especialmente considerando a possibilidade de o FIAGRO originar créditos de carbono a partir da exploração dos ativos de sua carteira, os quais poderiam posteriormente ser negociados no mercado regulado ou no voluntário.

Exemplificativamente, um FIAGRO de varejo que investe em um imóvel rural ou uma sociedade agroindustrial que possa, a partir de reflorestamento ou manutenção de floresta, gerar créditos de carbono organicamente, não deveria ser impedido de transacionar esses créditos de carbono no mercado voluntário. Do contrário, o gestor de recursos do FIAGRO não estaria incentivado a aproveitar todo o potencial dessa estrutura para gerar créditos de carbono no curso das atividades agroindustriais.

Nesse sentido, solicitamos a esta D. CVM esclarecer se a previsão do parágrafo único do artigo 9º se aplicaria somente para a aquisição direta (compra) pelos FIAGRO de créditos de carbono no mercado voluntário, sem prejudicar, no entanto, que o FIAGRO emita e negocie (venda) créditos de carbono originados a partir da exploração dos ativos da carteira em mercado voluntário que, como explicado acima, é o mercado que atualmente existe. Nesse sentido, solicitamos os ajustes de redação indicados abaixo para maior clareza:

Art. 9º Para os efeitos deste Anexo Normativo VI, entende-se por:

(...)

Parágrafo único. ~~Somente a classe de cotas exclusivamente destinada a investidores qualificados pode aplicar recursos em créditos de carbono negociados no mercado voluntário.~~ A classe de cotas poderá manter, de forma ilimitada, créditos de carbono que sejam emitidos no âmbito dos ativos investidos pela própria classe.

(...)

Art. 11. Aplicam-se as disposições do Anexo Normativo I à classe de cotas cuja carteira tenha como principal fator de risco a variação de preços nos ativos previstos no inciso VI do art. 9º deste Anexo Normativo VI, sem prejuízo da possibilidade de aquisição de créditos de

carbono negociados em mercado voluntário, ~~nos termos do parágrafo único do art. 9º deste Anexo Normativo VI.~~

§ 1º Não se aplica ao FIAGRO o limite de concentração da carteira em créditos de carbono, conforme disposto no art. 45, III, "b", do Anexo Normativo I.

§ 2º Sem prejuízo do disposto no §1º acima, a classe de cotas referida no caput deve observar o seguinte limite de concentração ao adquirir créditos de carbono negociados no mercado voluntário:

I - ilimitado, para classes destinadas exclusivamente a investidores profissionais ou qualificados; e

II - até 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido para classes destinadas ao público em geral, desde que os créditos de carbono adquiridos tenham sido registrados em sistema de registro, objeto de escrituração de ativos, objeto de custódia ou objeto de depósito central, em todos os casos, por instituições devidamente autorizadas pela CVM.

IV. Aplicação subsidiária de outros anexos normativos (art. 10 §§1º e 2º e art.12).

Nos termos sugeridos pela Minuta, caso a política de investimento do FIAGRO preveja o investimento de 1/3 (um terço) ou mais de seu patrimônio líquido em ativos que sejam pertencentes a outras categorias de fundos de investimento, serão aplicadas, subsidiariamente ao Anexo VI, as regras estabelecidas em outros anexos normativos.

Entendemos que a ideia dessa previsão tenha se originado a partir da experiência da CVM com a Resolução CVM 39, por meio da qual os FIAGRO, provisoriamente, poderiam emprestar e aplicar o regramento de outras categorias de fundos de investimento – notadamente, os FII, os fundos de investimento em direitos creditórios ("FIDC") e os fundos de investimento em participações ("FIP"). Este experimento, como aponta a própria CVM no Edital, foi um sucesso pois permitiu o lançamento dos primeiros FIAGRO no mercado brasileiro de forma célere, impulsionado e pavimentando o caminho do agronegócio na indústria de fundos de investimento.

A despeito do sucesso dessa iniciativa, entendemos que a proposta apresentada pela CVM destoa substancialmente da estrutura da Resolução CVM 39. Naquele caso, havia clareza e segurança jurídica aos participantes do mercado, considerando que apenas um regramento se aplicaria aos FIAGRO até a edição de um novo e específico Anexo Normativo a esses fundos – o qual se esperava que seria um único conjunto de regras aplicáveis a todo e qualquer FIAGRO. Agora, com a proposta de aplicação subsidiária, os FIAGRO estarão sujeitos a uma pluralidade incontável de regras específicas e não mapeadas, o que agrega insegurança jurídica aos prestadores de serviço essenciais e aos próprios investidores.

Discorreremos abaixo os motivos por que entendemos que essa dinâmica deva ser revisada para que, em seu lugar, seja previsto um conjunto específico, expresso e claro de regras de conduta, custódia e registro que deveriam ser aplicadas para cada tipo específico de ativo permitido aos FIAGRO.

Em seu capítulo introdutório, a Minuta aponta que a intenção da regra é evitar uma arbitragem regulatória, haja vista que os participantes de mercado poderiam acabar utilizando do FIAGRO para driblar as normas específicas que seriam aplicáveis a esses ativos se adquiridos por meio de outras categorias de fundos. Porém, o que se verifica na prática é justamente o contrário: foge-se da arbitragem regulatória para, em seu lugar, agregar-se um risco de arbitragem fiscalizatória. Ou seja, caberá aos participantes de mercado tentar entender e interpretar quais regras devem se aplicar subsidiariamente ou não ao seu caso específico, e, além disso, contar que a fiscalização tenha também o mesmo entendimento e não o penalize por uma interpretação que o fiscalizado não entenda a mais correta.

A aplicação subsidiária de diferentes regras representa um desafio operacional para os FIAGRO e introduz incertezas ao invés de proporcionar clareza quanto aos regimes regulatórios aplicáveis.

De antemão, podemos vislumbrar dois cenários em que a aplicação subsidiária de outros anexos normativos possa resultar em desafios operacionais à atuação dos FIAGRO. O primeiro se dá em relação aos FIAGRO que invistam em direitos creditórios. A Minuta já antecipa diversas regras destinadas a serem aplicadas no caso de aquisição de direitos creditórios pelo FIAGRO. No entanto, caso haja a aplicação subsidiária do anexo normativo de FIDC, surge a incerteza sobre quais normas regerem a relação entre custodiante, administrador e gestor do fundo.

O segundo, se dá em relação ao investimento em sociedades ligadas às atividades agroindustriais. Nos termos atuais, o rol de ativos permitidos para composição da carteira de investimentos do FIAGRO, que permite investimentos em sociedades envolvidas em atividades agroindustriais, espelha a regra aplicada aos FII, onde tais ativos são geralmente destinados à constituição de sociedades de propósito específico (SPEs) para o desenvolvimento imobiliário, podendo também ser utilizados para uma estratégia de *real estate private equity* sem que isso tenha gerado maiores debates no mercado.

Embora um raciocínio semelhante pudesse ser aplicado ao cenário dos FIAGRO, a regra de utilização subsidiária de outros anexos normativos implicará na obrigação de que os investimentos em SPEs da cadeia agroindustrial estejam sujeitos aos requisitos de governança e às limitações de carteira aplicáveis aos FIP, principalmente quanto ao público alvo do fundo que, nestes casos, deveria ser restrito a investidores qualificados, termos esses que não enquadram-se ao contexto (prática de mercado) dos FIAGRO.

Vale lembrar que a aplicação subsidiária de outros normativos já foi uma dinâmica utilizada na indústria de fundos. Quando da vigência da Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014,

a aplicação subsidiária das regras previstas nessa Instrução para as demais categorias de fundos era o modelo utilizado, o qual sempre gerava um grande elemento de grande dúvida no mercado.

Justamente em resposta a tal cenário, esta d. CVM, por meio da Resolução CVM 175, fez um excelente trabalho ao segregar e indicar expressamente quais normas incidiam a todos os fundos de investimento e quais normas incidiam a um rol taxativo fundos de investimento. Por esse motivo, entendemos que voltar ao regime de aplicação subsidiária seria retroceder a um modelo de regulamentação que já foi superado pela própria CVM.

Vale ressaltar que a aplicação subsidiária também traz um risco jurídico grave no que tange à possibilidade de alterações dos demais anexos, para tratar de problemas específicos aplicáveis aos FIF, FIDC, FII ou FIP, mas que poderá gerar consequências indesejáveis para os FIAGRO. Ou seja, até do ponto de vista do regulador, a aplicação subsidiária limita a flexibilidade para edição de novas regras para os anexos específicos, já que qualquer alteração poderá gerar um efeito rebote a um outro produto não relacionado.

Em nossa visão, há modelos mais apropriados para regulamentar diretrizes específicas para cada tipo de ativo. E, neste sentido, nos parece mais adequado utilizar analogamente a mesma experiência regulatória aplicável aos FII, a exemplo do que já é empregado e proposto na própria Minuta.³

A experiência bem-sucedida dos FII, que, a exemplo dos FIAGRO, são também marcados por uma regulação setorial (empreendimentos imobiliários e setor agroindustrial, respectivamente) que convive com uma pluralidade de ativos, sugere que a regulação focada na essência do segmento do ativo pode ser mais eficaz do que um modelo quantitativo baseado na espécie de ativo ou valor mobiliário.

Ressalte-se: os FII também permitem o investimento diretamente em imóveis, em ativos financeiros ou em sociedades, mas em nenhum momento a Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, ou a Resolução CVM 175 determinavam que deveriam se aplicar os critérios de governança corporativa do FIP, por exemplo, ou o modelo de custódia e registro de ativos financeiros e direitos creditórios aplicável aos FIDC. Pelo contrário, a regulamentação dos FII assegura maior liberdade na composição da carteira, com exceção de um ou outro requisito mais específico que deveria ser aplicado a uma espécie de ativo (como, por exemplo, os limites de concentração para ativos financeiros, com exceção dos certificados de recebíveis imobiliários).

Ou seja, melhor do que se definir um percentual objetivo de concentração em determinado modelo de ativo para sua caracterização, nos parece que o melhor modelo seria determinar-se

³ Em seu capítulo introdutório, a Minuta explica que "A fonte primária de regras foi o Anexo Normativo III, que disciplina os FII, dado (i) o legislador ter optado pela utilização da Lei nº 8.668, de 1993, para estabelecer os FIAGRO; e (ii) existir uma expectativa razoável de que os FIAGRO constituídos em regime fechado possam repetir a vitoriosa trajetória dos FII como um produto com boa negociabilidade em bolsa de valores e, portanto, uma formação de preços eficiente".

um conceito amplo para cada segmento, de forma que os FIAGRO possam ter flexibilidade de atuação. Sem prejuízo, claro, de a CVM indicar quais são os requisitos mais específicos que deveriam se aplicar para um ou outro ativo, especialmente para os direitos creditórios, que nos parece ser o maior ponto de preocupação do regulador neste momento.

Aliás, entendemos que a CVM já traz alguns desses requisitos nucleares para determinadas espécies de ativos (com foco em direitos creditórios) na própria Minuta, que seriam a princípio aplicáveis para os FIAGRO “multimercado”. Contudo, entendemos que esses requisitos deveriam ser aplicáveis para todo e qualquer FIAGRO em detrimento de um modelo incerto de aplicação subsidiária como proposto pela Minuta.

Diante do exposto, para superar tais desafios, entendemos que o ideal é que o Anexo VI, aliado à parte geral da Resolução CVM 175, seja suficiente para disciplinar as atividades dos FIAGRO, de maneira a prever em um único anexo normativo todas as situações e os requisitos a que esta d. CVM pretende que os FIAGRO e seus prestadores de serviços observem para cada tipo de ativo, a exemplo do já previsto na Minuta (vide artigos 21 e 22, que tratam das regras para contratação de custodiante e agente de cobrança, prevendo condições que foram importadas dos anexos normativos de FIDC e de FIP).

Alternativamente, caso esta d. CVM entenda pela manutenção da aplicação de outros anexos normativos aos FIAGRO, nos parece que essa aplicação deveria ser remodelada e limitada apenas aos direitos creditórios, haja vista que a aplicação do Anexo Normativo I (FIF), do Anexo Normativo III (FII) e do Anexo Normativo IV (FIP) pouco ou nada agregam na gestão dos riscos da carteira dos FIAGRO. Isto porque:

- a) Em relação aos FIF, os limites de concentração de carteira para ativos financeiros podem seguir a própria dinâmica já aplicável aos FII e que já está refletida no Artigo 10, §2º, da Minuta – idealmente, tais previsões importadas da regra dos FII deveriam ser previstas expressamente no Anexo Normativo VI;
- b) Em relação aos FII, como esclarecido no Edital, o próprio esqueleto do Anexo Normativo VI foi extraído a partir do modelo dos FII, de forma que não seria necessária a aplicação subsidiária do Anexo Normativo III; e
- c) Em relação aos FIP, entendemos que o modelo de investimento em sociedades agroindustriais deveria seguir o mesmo racional aplicável aos FII, que permite o investimento nessas sociedades para desenvolvimento de empreendimentos imobiliários sem requisitos específicos de governança corporativa. No mais, se um FIAGRO tiver uma política de investimentos mais alinhado ao *private equity*, nada impedirá que o regulamento preveja as normas aplicáveis em linha com a prática de mercado desta indústria – até mesmo porque os investidores desse tipo de ativo costumam ter maior participação no processo de negociação dos documentos constitutivos e exigirão as

cláusulas de proteção respectivas. No mais, vale lembrar que, por se tratar de um fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados, a grande maioria das normas previstas no Anexo Normativo IV são, na verdade, mais flexíveis e benéficas aos prestadores de serviços essenciais do que aquelas previstas na Minuta, o que torna sem eficácia a aplicação subsidiária das regras de FIP ao caso concreto. Tanto assim o é que a maior parte dos FIAGRO registrados na CVM sob a égide da Resolução CVM 39, e do próprio volume de recursos sob gestão nessa categoria de fundos, foi constituída sob a égide dos “FIAGRO-Imobiliário” ou dos “FIAGRO-Direitos Creditórios”, sendo o modelo dos “FIAGRO-Participações” muito pouco utilizado pelo mercado.⁴

Haja vista, portanto, que a maior preocupação desta D. CVM reside na disciplina dos direitos creditórios que podem ser adquiridos pelos FIAGRO, sugerimos:

- (i) *Primeiro*, que os direitos creditórios sejam segregados do rol de ativos em geral (sem alteração material ao rol em si) de forma a evitar qualquer confusão entre o conceito de direito creditório e outros ativos de renda fixa. Em especial, entendemos que o FIAGRO que invista preponderantemente em CRA não deveria se sujeitar à regulamentação de FIDC, considerando toda a proteção normativa já conferida a esses títulos pela cadeia de securitização, e considerando, ainda, que os FIs podem investir diretamente em CRIs sem se sujeitar a quaisquer limitações adicionais. Deste modo, para cobrir eventual preocupação desta D. CVM quanto aos eventuais limites de concentração que deveriam ser aplicáveis a esses ativos, propomos a inclusão no Anexo VI dos mesmos requisitos já atualmente estabelecidos para aplicação em valores mobiliários dispostos no Anexo Normativo de FIs. Especificamente, propomos a adoção dos §§4º e 5º do artigo 40⁵ do Anexo Normativo de FIs, de modo a assegurar a conformidade e alinhamento com as práticas previamente reconhecidas, testadas e aprovadas pela CVM no âmbito dos FI, aproveitando-nos de sua experiência positiva a exemplo do método utilizado pelo Edital;

⁴ De uma rápida pesquisa por “FIAGRO” na plataforma “CVMWeb” (em 23 de janeiro de 2024), verifica-se que apenas 14 FIAGROs foram registrados na categoria “FIP” em uma base de 115 FIAGROs registrados na CVM.

⁵ Art. 40. A participação da classe de cotas em empreendimentos imobiliários pode se dar por meio da aquisição dos seguintes ativos: (...) V – cotas de fundos de investimento em participações que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FI; e de fundos de investimento em ações que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário; VI – cotas de outros FI; VII – certificados de recebíveis imobiliários e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FI, e desde que estes certificados e cotas tenham sido objeto de oferta pública registrada na CVM ou cujo registro tenha sido dispensado; (...) § 4º As classes de cotas que invistam preponderantemente em valores mobiliários devem respeitar os limites de aplicação por emissor e por modalidade de ativos financeiros estabelecidos no Anexo Normativo I, e a seus administradores serão aplicáveis as regras de desenquadramento e reenquadramento da carteira de ativos conforme estabelecidas no referido Anexo. § 5º Os limites de aplicação por modalidade de ativos financeiros de que trata o § 4º não se aplicam aos investimentos previstos nos incisos V, VI e VII do caput.

- (ii) *Segundo*, que o parâmetro para definição de tal utilização seja elevado para, no mínimo, 50% (cinquenta por cento) do patrimônio líquido do FIAGRO investido em direitos creditórios, o que está em linha com a própria regra de enquadramento aplicável aos FIDC; e
- (iii) *Terceiro*, que o anexo normativo correspondente (qual seja, o Anexo Normativo II) seja aplicado em sua totalidade para os FIAGRO com essa característica, de forma a substituir as regras específicas do Anexo VI, a exemplo do que ocorre no âmbito da atual vigência da Resolução CVM 39, o que evitaria quaisquer dúvidas sobre as regras que se aplicam ao FIAGRO e quais requisitos, limites e flexibilidades deveriam se aplicar ao caso concreto.

Nessa linha, veja a proposta alternativa abaixo:

Art. 9º A participação da classe de cotas nas cadeias produtivas do agronegócio pode se dar por meio da aquisição dos seguintes ativos:

(...)

IV – direitos creditórios do agronegócio e títulos de securitização emitidos com lastro em direitos creditórios do agronegócio, inclusive ~~certificados de recebíveis do agronegócio~~ e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios que apliquem mais de 50% (cinquenta por cento) de seu patrimônio líquido nos referidos direitos creditórios;

V – direitos creditórios imobiliários relativos a imóveis rurais, ~~ativos financeiros emitidos por pessoas naturais e jurídicas que integrem a cadeia produtiva do agronegócio e títulos de securitização emitidos com lastro nesses~~ ~~direitos creditórios ou nos ativos financeiros emitidos por pessoas naturais e jurídicas que integrem a cadeia produtiva do agronegócio~~, ~~certificados de recebíveis do agronegócio~~ e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios que apliquem mais de 50% (cinquenta por cento) de seu patrimônio líquido nos referidos direitos creditórios;

VI - ~~ativos financeiros emitidos por pessoas naturais e jurídicas que integrem a cadeia produtiva do agronegócio;~~

VII – ~~certificados de recebíveis do agronegócio, bem como títulos de securitização emitidos com lastro nos ativos financeiros referidos no inciso “vii” ou nos direitos creditórios referidos no inciso “v”, acima;~~

~~VIII~~ VIII – créditos de carbono originados no âmbito de atividades das cadeias produtivas do agronegócio, desde que negociados em mercado regulado de carbono, seja o mercado compulsório ou voluntário; e

~~VII IX~~ – cotas de outros fundos de investimento que apliquem mais de 50% (cinquenta por cento) de seu patrimônio líquido nos ativos referidos nos incisos acima.

(...)

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)~~ 50% (cinquenta por cento) do patrimônio líquido da classe nos ativos previstos nos incisos IV e V do artigo 9º deste Anexo Normativo, ~~em ativos que constituem o objeto de investimento de outra(s) categoria(s), conforme disposto nos demais Anexos Normativos,~~ aplicam-se, em sua totalidade, ~~subsidiariamente~~ as regras específicas do Anexo Normativo II ~~da(s) categoria(s) correspondente(s).~~

§ 1º A aplicação do Anexo Normativo II ~~subsidiária de outros anexos~~ referida no caput não alcança a prestação de informações periódicas do FIAGRO, que segue a disciplina prevista neste Anexo Normativo VI.

§ 2º As classes de cotas que invistam preponderantemente nos ativos previstos no inciso VI devem respeitar os limites de aplicação por emissor e por modalidade de ativos financeiros estabelecidos no Anexo Normativo I, e a seus administradores serão aplicáveis as regras de desenquadramento e reenquadramento da carteira de ativos conforme estabelecidas no referido Anexo.

~~§ 2º Os investimentos em certificados de recebíveis ou outros títulos e valores mobiliários de securitização emitidos por companhias securitizadoras registradas na CVM estão sujeitos às disposições do Anexo Normativo III.~~

Por fim, ressaltamos que, a sugestão acima é um requerimento de manutenção do cenário positivo e funcional aplicado atualmente aos FIAGRO, como apontado em levantamento realizado por esta d. CVM⁶.

V. Fiança, aval ou aceite (art. 13, III c/c art. 25, I).

A Minuta não contempla a possibilidade de prestação de fiança, aval ou aceite por parte dos FIAGRO. Entendemos que esse ponto deve ser ajustado considerando o texto da recém-publicada

⁶ Em seu capítulo introdutório, a Minuta indica que “Há indicativos quantitativos de que a escolha regulatória foi bem-sucedida, representados pela evolução dos FIAGRO. Segundo o Boletim do Agronegócio da CVM, ao final de junho existiam 69 FIAGRO em operação, totalizando um patrimônio de R\$ 14,7 bilhões, alcançando centenas de milhares de investidores. Existem indícios qualitativos nesse mesmo sentido: até o momento não foram emitidos Ofícios de Alerta pela área de supervisão, nem tampouco há procedimentos sancionadores em andamento ligados à matéria. Além disso, a única reclamação de investidor mais claramente ligada aos FIAGRO não diz respeito ao produto exatamente, mas à dinâmica de cálculo e cobrança de taxas de performance, algo passível de ocorrer em outras categorias de fundos.”

Lei nº 14.754, que altera o artigo 12 da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, para permitir a prestação de fiança, aval ou aceite para garantir obrigações assumidas pelos fundos de investimento imobiliário e os FIAGRO⁷.

A inclusão dessa possibilidade é um importante avanço para o mercado, pois a outorga de tais garantias pode se tornar imperativa para viabilizar operações ou assegurar o cumprimento de obrigações contratuais, especialmente em casos de FIAGRO voltados para desenvolvimento de projetos ou atividades operacionais, assim como em casos de FIAGRO voltados para aquisição de direitos creditórios.

Nesses termos, sugerimos a alteração do artigo 25 da Minuta conforme abaixo:

Art. 25. Em acréscimo às vedações previstas no art. 101 da parte geral da Resolução, é vedado ao gestor, utilizando os recursos da classe de cotas:

I – prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer forma nas operações da classe de cotas, **exceto para garantir obrigações assumidas pelo fundo ou por seus cotistas nos termos previstos no regulamento;**

Vale ressaltar que semelhante alteração deveria ser refletida também ao Anexo III da Resolução CVM 175 aplicável aos fundos de investimento imobiliário, considerando a aplicabilidade da Lei nº 8.668 a essa categoria de fundos.

VI. Taxa de Performance (art. 28).

Nos termos atuais da Minuta, caso exista, a taxa de performance dos FIAGRO deverá observar a sistemática estabelecida no Anexo Normativo I à Resolução CVM 175 (“Anexo I”). No entanto, entendemos que tal abordagem pode apresentar desafios operacionais aos FIAGRO, uma vez que o Anexo I é direcionado a fundos de investimentos que aplicam em ativos financeiros, não sendo capaz de considerar plenamente as particularidades envolvidas aos ativos agroindustriais investidos pelos FIAGRO.

A utilização de parâmetros que não se verificam à realidade dos FIAGRO pode impedir a efetiva cobrança da taxa de performance, indo de encontro ao intuito deste dispositivo. A título exemplificativo de tal incompatibilidade, trazemos luz ao fato de que a vinculação da taxa de

⁷ Veja o texto da lei: “Art. 42. A Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, passa a vigorar com as seguintes alterações:
‘Art. 7º (...) VI - não possam ser constituídos quaisquer ônus reais sobre os imóveis, exceto para garantir obrigações assumidas pelo Fundo ou por seus cotistas. (...) Art. 12. (...) II – prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer forma, exceto para garantir obrigações assumidas pelo Fundo ou por seus cotistas;”

performance a um índice de referência verificável pode se tornar inviável dadas as características singulares dos ativos agrícolas e agroindustriais.

Nesses termos, sugerimos que o artigo 28 seja ajustado para incluir a possibilidade de fixação de um índice de referência específico para os FIAGRO, bem como haja uma previsão similar àquela constante no Anexo III aplicável aos fundos de investimento imobiliário sobre a aplicação complementar do Anexo I, no que não contrariar as disposições do Anexo de FIAGRO. Veja abaixo:

Art. 28. As classes e subclasses de cotas que contem com taxa de performance devem observar a disciplina conferida à matéria no Anexo Normativo I da Resolução, **no que não contrariar as disposições deste Anexo Normativo.**

Parágrafo Único. Sem prejuízo do disposto no *caput*, não se aplica o previsto no art. 28, §1º, I, do Anexo Normativo I da Resolução, cabendo ao regulamento do fundo prever o índice de referência ou parâmetro de rentabilidade aplicável para cálculo e pagamento da taxa de performance.

VII. Faculdade das Classes Restritas (arts. 29 e 30).

Considerando a pluralidade de ativos passíveis de investimento por parte dos FIAGRO, cabe estender ao Anexo VI as benesses e flexibilidades dos outros anexos normativos, ainda mais em cenário em que esta d. CVM opte pela aplicação subsidiária de outras regulamentações.

Nesse sentido, sugerimos a inclusão nos artigos 29 e 30 da Minuta as faculdades conferidas aos demais anexos normativos de atuação semelhante a dos FIAGRO, em especial aos anexos normativos de FIF e FIDC, conforme apresentamos abaixo:

Art. 29. Em acréscimo às possibilidades previstas no art. 113 da parte geral da Resolução, a classe restrita, desde que previsto em seu regulamento, pode:

I - dispensar a elaboração de laudo de avaliação para integralização de cotas em ativos, sem prejuízo da aprovação da assembleia de cotistas quanto ao valor atribuído ao ativo;

II - estabelecer prazos para conversão de cota e para pagamento dos resgates diferentes daqueles previstos na regulamentação, sendo admitido o estabelecimento de prazo máximo de conversão e pagamento; e

III – estabelecer ordem de preferência no pagamento dos rendimentos, das amortizações ou do saldo de liquidação da classe de cotas.

Art. 30. **No que se refere à classe de cotas destinada exclusivamente a investidores profissionais:**

I - o requisito previsto no § 5º do art. 21 deste Anexo Normativo VI não é aplicável; ~~à classe exclusivamente destinada a investidores profissionais.~~

II – o regulamento poderá prever a não observância da carteira aos limites de concentração por devedor, emissor e tipo de direito creditório; e

III – o regulamento poderá acrescentar aos encargos despesas com consultoria especializada e agente de cobrança.

* * *