

São Paulo, 31 de janeiro de 2024.

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111, 27º andar, Centro  
Rio de Janeiro – RJ  
CEP 20050-901

At.: **Superintendência de Desenvolvimento de Mercado**  
[conpublicaSDM0323@cvm.gov.br](mailto:conpublicaSDM0323@cvm.gov.br)

**Ref.: Edital de Consulta Pública SDM nº 03/23**

Ilustríssima Superintendência,

**STOCHE FORBES ADVOGADOS**, com fundamento no Edital de Consulta Pública SDM nº 03/23 (“Edital de Consulta Pública”), e de acordo com as orientações ali incorporadas, submete a esta D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) comentários relacionados à minuta de anexo normativo VI à Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022 (“Resolução CVM nº 175” e “Anexo Normativo VI”, respectivamente), dispendo sobre as regras específicas dos fundos de investimento nas cadeias produtivas do agronegócio – FIAGRO (“Minuta” e “FIAGRO”, respectivamente).

Nesse sentido, conforme se depreende do Edital de Consulta Pública, a Minuta busca modernizar, harmonizar e consolidar o arcabouço regulatório aplicável aos FIAGRO atualmente formado pela Resolução CVM nº 39, de 13 de julho de 2021 (“Resolução CVM nº 39”), que, até então, é norma de caráter temporário e experimental. Ressalte-se, portanto, a importância da Minuta para o mercado em geral, tendo em vista que a introdução do Anexo Normativo VI complementa o novo marco regulatório trazido pela Resolução CVM nº 175.

De início, faz-se necessário saudar a iniciativa dessa D. Autarquia em promover um ambiente de discussão com o mercado, possibilitando a troca de experiências e opiniões, sob a modalidade de uma consulta pública, para aprimoramento do texto da

Minuta que regulará a categoria dos FIAGRO. Desse modo, o presente instrumento contempla nossa proposta com sugestão de ajuste à Minuta com o objetivo de auxiliar essa D. Comissão na elaboração de norma que permita o desenvolvimento da indústria dos FIAGRO e, por conseguinte, do agronegócio brasileiro.

Neste contexto, com o intuito auxiliar a compreensão da presente carta, e melhor visualização do ajuste proposto, encaminhamos nossa sugestão conforme tópicos abaixo. Adicionalmente, informamos que, exceto se de outra forma indicado, todas as referências aos itens aqui tratados referem-se à nova numeração proposta na respectiva Minuta e cada tópico será estruturado de forma que, em primeiro lugar, apresenta-se a fundamentação e a justificativa dos comentários e, em seguida, quando for o caso, sugestão de redação para os dispositivos em questão.

- I. **Inclusão de disposição que estabeleça que, em situações de superposição de ativos passíveis de investimento por diferentes categorias de fundos e conflito quanto à definição sobre qual anexo normativo da Resolução CVM nº 175 regulará o FIAGRO, prevaleça a discricionariedade do gestor do fundo.**

***a. Comentários Stocche Forbes***

Inicialmente, dentre as inovações trazidas pela Minuta, destaca-se a possibilidade do FIAGRO simular, em razão dos ativos que compõem sua carteira, outras categorias de fundos de investimento, tais como (i) fundos de investimento imobiliário; (ii) fundos de investimento financeiro; (iii) fundos de investimento em direitos creditórios; e (iv) fundo de investimento em cotas de outros fundos de investimento.

Neste contexto, e ainda de forma inovadora, a Minuta propõe que a carteira de ativos de um FIAGRO possa ser composta, de forma concomitante, por ativos investidos por diferentes categorias de fundos de investimento, sem a obrigação de concentração em um determinado tipo de ativo. Dessa forma, a proposta da nova regulamentação permite a constituição de um FIAGRO, cuja política de investimento permeie entre diferentes categorias de ativos.

De forma objetiva, o artigo 10 da Minuta dispõe que, caso a classe de cotas de FIAGRO mantenha mais de 1/3 (um terço) de seu patrimônio líquido investido em ativos que sejam objeto de investimento de outra(s) categoria(s) de fundo de investimento,

aplicam-se, de forma subsidiária, as regras específicas da respectiva categoria de fundo de investimento.

Por exemplo, no caso de uma classe de cotas de FIAGRO que invista mais de 1/3 (um terço) de seu patrimônio líquido na aquisição de imóveis rurais, conforme o inciso I, artigo 9º da Minuta, tal veículo deverá observar (i) o Anexo Normativo VI aplicável aos FIAGRO; e (ii) de forma subsidiária, o Anexo Normativo III, em que dispõe as regras relacionadas aos fundos de investimento imobiliário.

Adicionalmente, ressalta-se que, no caso da classe de cotas de FIAGRO não aplicar mais de 1/3 (um terço) de seu patrimônio líquido em determinados ativos, a Minuta propõe a aplicação da regra geral da Resolução CVM nº 175 e do Anexo Normativo VI.

Entretanto, a despeito da proposta da Minuta representar claro desenvolvimento do arcabouço jurídico aplicável ao FIAGRO, entendemos que a utilização subsidiária de diferentes anexos normativos aplicáveis a distintas categorias de fundos de investimento, poderá, em determinados casos, suscitar dúvida sobre qual anexo normativo deverá ser aplicado subsidiariamente ao Anexo Normativo VI.

Neste sentido, identificamos que determinados ativos, que podem compor a política de investimento de classe de FIAGRO, poderão ser objeto de investimento de mais de uma categoria de fundo de investimento, sendo cada categoria de fundo regulada por seu respectivo anexo normativo da Resolução CVM nº 175. E, justamente, nesse cenário, caso a classe de cotas do FIAGRO investisse mais de 1/3 (um terço) de seu patrimônio líquido nos referidos ativos, poderá haver dúvidas quanto a qual anexo normativo deveria ser aplicado de forma subsidiária.

Para melhor elucidar o conflito identificado, apresentamos abaixo dois exemplos em que entendemos que ocorra a referida superposição de ativos, sendo passíveis de gerar dúvidas ao mercado acerca da utilização subsidiária dos anexos normativos.

A primeira hipótese decorre do inciso II, artigo 9º da Minuta, em que possibilita o investimento pelo FIAGRO em participações de sociedades que explorem atividades integrantes da cadeia produtiva do agronegócio.

Neste sentido, tal possibilidade de investimento em participação societária pode gerar, em uma primeira análise, uma confusão sobre qual anexo normativo da Resolução CVM nº 175 deverá ser aplicado subsidiariamente. Isso porque, tanto os fundos de investimento imobiliário (inciso III, do artigo 40, do Anexo Normativo III da Resolução CVM nº 175), quanto os fundos de investimento em participações (inciso II, do artigo 5º do Anexo Normativo IV da Resolução CVM nº 175), podem alocar percentual de seu patrimônio em participação societária de sociedades.

Um segundo exemplo decorre do inciso III, do artigo 9º da Minuta, em que é possível o investimento pelo FIAGRO em ativos financeiros, títulos de crédito ou valores mobiliários emitidos por pessoas naturais e jurídicas que integrem a cadeia produtiva do agronegócio. Nessa hipótese, caso um FIAGRO invista, por exemplo, em debêntures, poderiam ser utilizados de maneira subsidiária os anexos normativos dos **(i)** fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC (inciso XII, alínea (a), do artigo 2º, do Anexo Normativo II da Resolução CVM nº 175), **(ii)** dos fundos de investimento imobiliário (inciso II, do artigo 40, do Anexo Normativo III da Resolução CVM nº 175), bem como dos **(iii)** dos fundos de investimento em participações (inciso I, do artigo 5º do Anexo Normativo IV da Resolução CVM nº 175).

Sendo assim, nos parece que ambos os exemplos acima mencionados poderiam suscitar dúvidas aos prestadores de serviços essenciais do fundo quanto a qual anexo normativo deveria ser utilizado de maneira subsidiária pelo FIAGRO.

Ressalta-se que tal questão da superposição de ativos inclusive foi endereçada parcialmente por esta D. Autarquia, tendo em vista a redação do §2º, do artigo 10 da Minuta, em que se definiu que na hipótese de investimento em certificados de recebíveis ou outros títulos e valores mobiliários de securitização emitidos por companhias securitizadoras registradas esta D. CVM pelo FIAGRO, estes estarão sujeitos às disposições do Anexo Normativo III, dos fundos de investimento imobiliário.

Nesse contexto, essa eventual indefinição acerca de qual anexo normativo deverá ser utilizado de forma subsidiária ao FIAGRO poderia trazer insegurança jurídica pelos agentes que atuam no mercado quanto à aplicação da norma. Ou seja, efeito contrário ao do objetivo em se estabelecer regras específicas aos veículos em questão.

Dessa forma, propomos que: nos casos em que mais de 1/3 (um terço) do patrimônio líquido da classe de cotas de FIAGRO esteja investido em ativos regulados por mais de um dos anexos normativos da Resolução CVM nº 175, a decisão pelo anexo normativo que regulará a classe de cotas, subsidiariamente, seja atribuída ao gestor do fundo.

A sugestão para que o gestor possa definir, de maneira discricionária, acerca de qual anexo normativo da Resolução CVM nº 175 seria aplicável à classe de cotas do FIAGRO, vem na esteira da própria responsabilidade atribuída ao gestor pela Resolução CVM nº 175. Isso porque, o gestor é o prestador de serviço essencial responsável pelos atos atribuídos à gestão da carteira da classe, incluindo a observância dos limites de composição e concentração de carteira.

Neste cenário, a solução aqui proposta objetiva garantir maior segurança jurídica e previsibilidade do mercado, bem como a correta integração da norma específica do FIAGRO com as demais normas específicas de outras categorias de fundos de investimento, tal qual como dispostas nos anexos normativos da Resolução CVM nº175.

Adicionalmente, o limite de 1/3 (um terço) para que a obrigação de aplicação subsidiária dos demais anexos se torne efetiva nos pareceu baixo, dado os custos de observância envolvidos. Assim sendo, nossa sugestão seria aumentar esse limite para 50% (cinquenta por cento) do patrimônio da classe de cotas do FIAGRO.

Desse modo, com fundamento no artigo 29, da Lei 4.657 de 4 de setembro de 1942 (“LINDB”) que trata exatamente da previsão de consulta pública, por autoridade administrativa, para que haja a edição de atos normativos ante a manifestação de interessados, conforme é admiravelmente feito por essa D. Autarquia por meio da presente Minuta, enviamos abaixo uma sugestão de redação a ser incluída, na forma de um §3º do art. 10, na Minuta.

***b. Proposta de alteração do artigo 10, caput, e inclusão de §3º do artigo 10, da Minuta:***

Caso esta D. Comissão entenda aplicável, sugerimos a alteração na redação do artigo 10 da Minuta, conforme seguinte proposta:

*“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 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).*

[...]

*§3º Caso os ativos previstos no **caput** do art. 10 acima sejam objeto de investimento de mais de uma categoria de fundo de investimento e regulados por mais de um Anexo Normativo, caberá ao gestor decidir, de forma discricionária, pelo Anexo Normativo que regulará a classe de cotas subsidiariamente, levando em consideração o Anexo Normativo mais adequado para os fins de atendimento à política de investimentos da classe.”*

**II. Inclusão de redação nos artigos que fazem referência ao crédito de carbono visando a consonância com termos e disposições abordadas no Brasil e no mundo.**

**a. Comentários Stocche Forbes**

Inicialmente, dentre as inovações trazidas pela Minuta, destaca-se o conceito de crédito de carbono dispondo de títulos representativos da redução da emissão ou da remoção de fases de efeito estufa.

Nessa linha, entendemos que a definição de créditos de carbono deva estar alinhada com a definição abordada pelo Projeto de Lei nº 2.148/2015, este em tramitação no Congresso Nacional, sendo definido como um ativo transacionável, autônomo, representativo de efetiva redução de emissões ou remoção de uma tonelada de dióxido de carbono equivalente obtido a partir de projetos ou programas de redução de emissões ou remoção de fases de efeito estufa com abordagem de mercado, submetidos a metodologias nacionais ou internacionais que adotem critérios e regras para mensuração, relato e verificação de emissões.

Em que pese a louvável iniciativa desta autarquia em introduzir o crédito de carbono como um ativo para aquisição nas cadeias produtivas do agronegócio, em nosso

entendimento, diante da referência das “*atividades das cadeias produtivas do agronegócio*”, a abordagem na redação do art. 9º, VI da Minuta sobre metodologias de projetos de geração de crédito de carbono, tanto em sequestro quanto em redução, como metodologias de ARR (Arborização, Reflorestamento e Restauração) e REDD+ (Redução de Emissões de gases de efeito estufa provenientes do Desmatamento e da Degradação florestal), dentro do imóvel rural, traria uma segurança nos impactos das emissões dos créditos de carbono.

No mais, fica disposto no art. 24º da Minuta sobre a responsabilidade do gestor em verificação da existência e integridade dos créditos de carbono trazendo a reflexão sobre essa atribuição de responsabilidade não garantiria a segurança dos créditos de carbono. Entendemos que, apesar da importância do gestor na verificação da existência deste crédito, um crédito de carbono dentro do FIAGRO já estaria com o processo de verificação e validação de emissão por parte da certificadora, não sendo de competência técnica do gestor garantir toda a integridade do processo de mensuração, relato e verificação de emissões.

Nesse sentido, sugerimos que seja atribuída ao gestor a diligência em manter-se atualizado sobre o projeto o qual o crédito de carbono foi gerado a partir de pesquisa e documentação na respectiva certificadora do crédito.

Por fim, ressaltamos que os artigos 2º, I e 9º, VI da Minuta fazem menção ao termo de mercado compulsório para referenciar o mercado de compra e venda de créditos de carbono. Diante disso, entendemos que a Minuta deva manter-se com os termos e referências utilizados na legislação brasileira e no mundo, os quais utilizam apenas os termos “mercado regulado” e “mercado voluntário”.

Sendo assim, sugerimos a inclusão das redações abaixo na forma dos artigos 2º, I; 9º, VI; e 24º da Minuta.

***b. Proposta de inclusão da Minuta:***

Caso esta D. Comissão entenda aplicável, sugerimos a alteração na redação dos artigos 2º, I; 9º, VI; e 24º da Minuta, conforme seguinte proposta:

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

*I – Créditos de carbono: ativo transacionável, autônomo, representativo de efetiva redução de emissões ou remoção de uma tonelada de dióxido de carbono equivalente obtido a partir de projetos ou programas de redução de emissões ou remoção de gases de efeito estufa com abordagem de mercado, submetidos a metodologias nacionais ou internacionais que adotem critérios e regras para mensuração, relato e verificação de emissões, negociados em mercado regulado ou voluntário de carbono no Brasil, nos termos da legislação e regulamentação específicas;*

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

*VI – Créditos de carbono originados no âmbito de atividades em metodologias de projetos de geração de crédito de carbono, tanto em sequestro quanto em redução, nos imóveis rurais, desde que negociados em mercado de carbono, seja o mercado regulado ou voluntário.*

**Art. 24.** *Caso o FIAGRO invista em créditos de carbono negociados em mercado voluntário, em acréscimo às obrigações previstas no art. 105 da parte geral da Resolução, no âmbito das diligências tomadas na aquisição do ativo, o gestor fica responsável pela verificação da existência e na diligência da atualização do projeto o qual o crédito de carbono foi gerado a partir de pesquisa e documentação na respectiva certificadora do crédito.*

\*\_\*\_\*

Sendo o que havia para o momento, reiteram-se os votos de elevada estima e consideração e coloca-se à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos adicionais que eventualmente se façam necessários.

Atenciosamente,

**STOCHE FORBES ADVOGADOS**