

São Paulo, 31 de janeiro de 2024

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM
Comissão de Valores Mobiliários – CVM
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar
Rio de Janeiro – RJ

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

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 03/23

Prezados Senhores,

VAZ, BURANELLO, SHINGAKI E OIOLI ADVOGADOS vem, pela presente, submeter à apreciação de V.Sas. sugestões e comentários à minuta do Anexo Normativo VI à Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022 (“Minuta”) proposta pela Comissão de Valores Mobiliários

(“CVM” ou “Autarquia”) que dispõe sobre as regras específicas dos fundos de investimento das cadeias produtivas do agronegócio (“FIAGRO”), no âmbito da Audiência Pública SDM nº 03/23 (“Audiência”), conforme abaixo.

Primeiramente, como um comentário geral à minuta, entendemos que o trabalho realizado por essa D. Autarquia foi bastante positivo no sentido de compatibilizar a regulamentação proposta às disposições da Lei nº 8.668/94: a mencionada lei previu um veículo de investimento flexível, com possibilidade de atuar em múltiplos ângulos dentro de toda a cadeia produtiva do agronegócio (“CPA”) brasileiro.

A regulamentação proposta respeita essa vocação dos FIAGRO, sendo positiva como mecanismo de incentivo ao desenvolvimento deste mercado e ampliação do número de fundos.

No mesmo sentido, todos os nossos comentários abaixo apresentados têm como finalidade aprimorar tais fundos dentro desta linha condutora: flexibilização estrutural do produto que permita sua ampla utilização dentro da cadeia produtiva do agronegócio, sem deixar de levar em conta a proteção aos investidores e tendo como matéria-prima nossa experiência prática galvanizada na estruturação de dezenas de FIAGRO desde 2021.

1. Aplicação subsidiária de anexos normativos de outros fundos estruturados ao FIAGRO “multimercado”. Uma das principais inovações da legislação que criou o FIAGRO foi a previsão de atuação transversal de tais fundos na cadeia produtiva do agronegócio. O FIAGRO foi criado como veículo que pode comprar ativos que um fundo de investimento em participações - FIP, um fundo de investimento

imobiliário – FII e um fundo de investimento em direitos creditórios – FIDC podem adquirir, tendo um raio de atuação muito mais amplo que os demais fundos estruturados previamente existentes

1.1 Em consequência, a norma dos FIAGRO deverá enfrentar o desafio de regular esta figura *sui generis*, em especial nas situações em que sua política de investimento efetivamente permita uma atuação alargada dentro da CPA – veículos estes que vêm sendo tratados pelos agentes econômicos e pela mídia como os FIAGRO “multimercado”.

1.2 A Minuta determina que a classe de FIAGRO que permita que mais de 1/3 de seu patrimônio líquido seja investido “e em ativos que constituem o objeto de investimento de outra(s) categoria(s), conforme disposto nos demais anexos normativos da Resolução CVM nº 175/22, deve aplicar subsidiariamente as regras específicas das categorias correspondentes.

1.3 Neste passo, assinalamos que é provável que os FIAGRO “multimercado” permitam a aplicação de até 100% da carteira do fundo em ativos passíveis de aquisição por FIP, FIDC e FII. Neste cenário, aplicar-se-iam subsidiária e simultaneamente os Anexos Normativos II (FIDC), III (FII) e IV (FIP). Ainda, existem cenários de superposição de diferentes anexos normativos para certos ativos; por exemplo, tanto o FIDC quanto o FIP podem adquirir debêntures; caso o FIAGRO possa adquirir debêntures, qual norma se aplicaria subsidiariamente neste cenário?

1.4 Diante deste cenário, sugerimos prever que a classe do FIAGRO deverá seguir as regras de um anexo específico quando efetivamente um ativo ligado a uma classe específica corresponda mais de 1/3 do patrimônio da classe, ao invés de aplicação automática caso haja a permissão genérica no anexo descritivo da classe.

1.5 Em complemento, em caso de conflito das normas previstas em diferentes anexos (p.ex., nas hipóteses de ativos passíveis de investimento por mais de uma modalidade de fundo), o gestor deva observar a regra menos restritiva no caso concreto, seguindo o princípio de que “quem pode mais, pode menos” e que o legislador intencionalmente pretendeu que qualquer investidor possa investir nos ativos previstos no rol do artigo 20-A da Lei nº 8.668/94 sem maiores restrições.

1.6 Dessa forma, sugerimos a alteração do artigo 10 da Minuta no seguinte sentido:

Texto Original	Texto Sugerido
<p>Art. 10. Sem prejuízo da aplicação das regras específicas previstas neste Anexo Normativo VI, caso a política de investimentos preveja o investimento de mais de 1/3 (um terço) do patrimônio líquido da classe em ativos que constituem o objeto de investimento de outra(s) categoria(s), conforme disposto nos demais Anexos Normativos, aplicam-se subsidiariamente as regras específicas da(s) categoria(s) correspondente(s).</p> <p>§ 1º A aplicação 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.</p>	<p>Art. 10. Sem prejuízo da aplicação das regras específicas previstas neste Anexo Normativo VI, caso a classe invista mais de 1/3 (um terço) do seu patrimônio líquido 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) e, em caso de ativo passível de aquisição por mais de uma categoria, aplicar-se-ão as regras menos restritivas.</p>

<p>§ 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.</p>	<p>§ 1º A aplicação 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.</p> <p>§ 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.</p>
--	--

2. Manutenção da possibilidade de criação de categorias de FIAGRO (FIAGRO-Imobiliário, FIAGRO-Direitos Creditórios e FIAGRO-Participações). Ainda dentro da temática da estrutura de funcionamento dos FIAGRO, temos visto, na prática, que a adoção plena pelos FIAGRO das regras dos FIDC, FII e FIP, dentro das categorias criadas pela Resolução CVM nº 39/21, tem funcionado de modo satisfatório. Além disso, notamos que os FIAGRO que adotam o formato do FIDC ou do FIP valem-se de modo satisfatório das regras de funcionamento destes fundos, sendo desejável que siga havendo a possibilidade de fazê-lo.

2.1 Ocorre que, a partir da entrada em vigor do Anexo Normativo VI, a aplicação, aos FIAGRO, das regras dos FII, dos FIP e dos FIDC ocorrerá de modo apenas subsidiário, isto é, naquilo que não houver previsão expressa no próprio Anexo Normativo VI. Neste sentido,

por exemplo, o FIDC pode prever outras diferenciações de direitos econômicos e políticos entre subclasses além daquelas previstas na parte geral da Resolução CVM nº 175/22¹, mas o FIAGRO que adquire direitos creditórios não poderia fazê-lo.

2.2 Ainda, por exemplo, a previsão de diferentes quóruns de deliberação em assembleia geral possui dinâmica distinta nos FIDC, FIP e FII, com regras próprias e diversas entre si e diferentes daquelas estabelecidas para os FIAGRO, o que pode gerar um conflito em caso da sobreposição de aplicação subsidiária concorrente de diferentes anexos normativos.

2.3 Outro exemplo de situação peculiar que pode causar dificuldades interpretativas é o regime informacional, em que o investidor que queira comprar cotas de um FIAGRO que seja “FIDC do Agro” poderá se deparar com informes periódicos diversos que dificultem o acompanhamento sistêmico e comparativo com veículos similares.

2.4 Neste contexto, fazemos as seguintes sugestões, complementares entre si:

- (i) facultar que sejam criadas classes de FIAGRO que adotem as categorias que existem na regulação atual (a saber, FIAGRO-Direitos Creditórios, FIAGRO-Participações e FIAGRO-Imobiliário), situação em que deverão adotar exclusiva e integralmente a regulamentação da categoria escolhida (e não o Anexo Normativo VI); e

¹ Artigo 3º, Anexo Normativo II da Resolução CVM nº 175/22.

- (ii) para os FIAGRO que não adotem uma categoria, esclarecer que as características das subclasses, assim como as regras pertinentes à realização de assembleias gerais, serão aquelas previstas no próprio Anexo Normativo VI e não nos anexos normativos aplicados subsidiariamente, cumulado à flexibilização na delimitação dos direitos econômicos e políticos das subclasses, tal como ocorre nos FIDC.

2.5 Vejam-se abaixo as sugestões de texto específicas:

Texto Original	Texto Sugerido
N/A	<p style="text-align: center;">CAPÍTULO V – REGULAMENTO</p> <p style="text-align: center;">(...)</p> <p>Art. [13]. Sem prejuízo do disposto no artigo 10, é facultada a criação de classes de FIAGRO que adotem integralmente as normas dispostas nos Anexos Normativos II, III ou IV da Resolução CVM nº 175/23, hipótese em que:</p> <p>I – as disposições do presente Anexo Normativo VI não serão aplicáveis ao FIAGRO em questão;</p> <p>II – a classe deverá receber o sufixo “Direitos Creditórios”, “Imobiliário” ou “Participações”, refletindo a escolha de categoria</p>

	<p>realizada e o anexo normativo aplicável, não sendo permitida a cumulação de categorias;</p> <p>III – os ativos passíveis de aquisição pela classe de cada categoria estará limitada aos ativos dispostos no anexo normativo respectivo, desde que, igualmente, seja passível de aquisição pelos FIAGRO na forma da legislação em vigor;</p> <p>IV – no caso da classe “Imobiliário”, fica permitida a aquisição de certificados de recebíveis do agronegócio e de cédulas imobiliárias rurais; e</p> <p>V – especificamente no caso de adoção de uma categoria na forma deste artigo, não se aplica o disposto no artigo 10, §1º, deste Anexo Normativo VI.</p>
N/A	<p>Art. [14]. Em acréscimo às possibilidades previstas no art. 5º, § 5º, da parte geral da Resolução, todas as subclasses de FIAGRO podem ser diferenciadas no regulamento por outros direitos econômicos e políticos, podendo, ainda, ser emitidas em séries com índices referenciais diferentes e prazos diferenciados para amortização, permanecendo inalterados os demais direitos e obrigações.</p>

N/A	<p style="text-align: center;">CAPÍTULO VI – ASSEMBLEIA DE COTISTAS</p> <p style="text-align: center;">Seção I - Aplicabilidade</p> <p>Art. [15]. As regras deste Capítulo aplicar-se-ão a todas as classes de FIAGRO sem que haja a aplicação subsidiária de normas de outros anexos normativos a que se refere o artigo 10 deste Anexo Normativo, exceto àquelas classes que adotem uma das categorias referidas no artigo [13], hipótese em que as regras do anexo normativo respectivo serão aplicáveis de modo integral e em exclusão às regras do presente Capítulo.</p>

3. Ativos sustentáveis. A Minuta traz um importante avanço ao tratar do investimento, pelos FIAGRO, em créditos de carbono, medida que vai no melhor interesse do mercado de capitais brasileiro, da CPA e da sociedade como um todo. Para amplificar os efeitos desta medida e do investimento em ativos sustentáveis de modo geral pelos FIAGRO, fazemos algumas sugestões.

3.1 Primeiramente, em relação aos créditos de carbono, se introduzir um inciso novo no artigo 9º da Minuta que não encontra correspondência no artigo 20-A da Lei nº 8.668/94, surge o risco de interpretação de que o rol da lei (que possui natureza tributária) foi ampliado por norma infralegal e de que, portanto, a eventual isenção de imposto de renda sobre os rendimentos dos FIAGRO não seria aplicável a fundos que invistam em créditos de carbono. Para evitar esse potencial risco, sugerimos que o crédito de carbono seja inserido no inciso III do artigo 9º da Minuta, equiparado aos demais ativos financeiros.

3.2 Ainda em relação à aquisição de créditos de carbono, sugerimos que, para FIAGRO destinados a investidores qualificados não haja obrigatoriedade de aquisição de créditos de carbono em mercado regulado, que ainda não existe no Brasil, o que limitaria ou mesmo impediria a aquisição desses créditos. Ademais, de um FIAGRO pode comprar ativos em geral, como recebíveis de qualquer natureza, sem negociação em mercado regulado, não vemos razão para a imposição deste ônus no caso de crédito de carbono. A limitação seguiria, no entanto, para os investidores não qualificados.

3.3 Em complemento, sugerimos ampliar o rol de ativos financeiros sustentáveis que podem ser adquiridos pelos FIAGRO, para além dos créditos de carbono, afim de poder adquirir outros créditos ambientais, incluindo aqueles ligados a pagamentos por serviços ambientais, que são de extrema relevância para o agronegócio, podendo contemplar, por exemplo, créditos relacionados ao uso de água, conservação de fauna e flora, recuperação de áreas degradadas ou, até mesmo, utilização de áreas florestais para atendimento de área de reserva legal por parte de produtos rurais, entre outros.

Texto Original	Texto Sugerido
<p>Art. 9º A participação da classe de cotas nas cadeias produtivas do agronegócio pode se dar por meio da aquisição dos seguintes ativos:</p> <p>(...)</p> <p>III – ativos financeiros, títulos de crédito ou valores mobiliários emitidos por pessoas naturais e jurídicas que integrem a cadeia produtiva do agronegócio;</p> <p>(...)</p> <p>VI – 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</p> <p>(...)</p> <p>Parágrafo único. Somente a classe de cotas exclusivamente destinada a investidores qualificados pode aplicar recursos em créditos de carbono negociados no mercado voluntário.</p>	<p>Art. 9º A participação da classe de cotas nas cadeias produtivas do agronegócio pode se dar por meio da aquisição dos seguintes ativos:</p> <p>(...)</p> <p>III – ativos financeiros, títulos de crédito ou valores mobiliários emitidos por pessoas naturais e jurídicas que integrem a cadeia produtiva do agronegócio;</p> <p>(...)</p> <p>VI – cotas de outros fundos de investimento que apliquem mais de 50% (cinquenta por cento) de seu patrimônio líquido nos ativos referidos nos incisos acima. [EXCLUSÃO DO INCISO VI DA MINUTA E RENUMERAÇÃO DO ANTERIOR INCISO VII]</p> <p>§ 1º Equiparam-se aos ativos mencionados no inciso III do <i>caput</i>:</p>

	<p>I – os créditos de carbono negociados em mercado regulado ou, exclusivamente no caso de classe restrita a investidores qualificados, em mercado não regulado; e</p> <p>II – quaisquer outros créditos oriundos de benefícios ambientais negociados em mercado regulado ou, exclusivamente no caso de classe restrita a investidores qualificados, em mercado não regulado, tais como, sem a eles se limitar, pagamentos por serviços ambientais, créditos relacionados ao uso de água, conservação de fauna e flora, recuperação de áreas degradadas, utilização de áreas florestais para atendimento de área de reserva legal, dentre outros.</p>
--	---

4. Exploração de atividade econômica em imóveis rurais pelos FIAGRO. No processo de estruturação de FIAGRO que compram imóveis rurais, sejam fazendas, florestas plantadas e outras atividades relacionadas à CPA, comumente há dúvidas sobre os limites da atuação do fundo.

4.1 Por exemplo: o FIAGRO pode vender a um terceiro diretamente ativo florestal que exista sobre o imóvel ou precisa celebrar um contrato de arrendamento com uma pessoa física ou jurídica para que esta realize a venda? O FIAGRO poderia contratar um prestador

de serviços para explorar a atividade produtiva no imóvel rural em nome e por conta do fundo? O FIAGRO pode celebrar contrato de parceria rural, que pressupõe a repartição entre parceiros do quanto produzido (produto físico) ou somente pode arrendar a área?

4.2 Em nossa leitura, a Lei nº 8.668/94 não proíbe que o FIAGRO opere o ativo imobiliário diretamente; a norma contida no parágrafo primeiro do artigo 20-A é ampliativa e não limitativa de direitos². Neste sentido, a resposta a todas as questões formuladas no parágrafo anterior seria positiva, ainda que possa esbarrar em dificuldades práticas como o cumprimento de obrigações acessórias de caráter fiscal (por exemplo, obtenção de inscrição estadual para recolhimento de ICMS).

4.3 Como forma de otimizar a utilização do FIAGRO como veículo que viabiliza a própria condução da atividade agropecuária nos imóveis rurais de sua titularidade, sugerimos a adoção de disposições no Anexo Normativo VI que sirvam para orientar os agentes econômicos acerca da possibilidade de tal atuação, além de facultar ao gestor, quando entender que é o caso, contratar um prestador de serviços, remunerado pela classe, para atuar em nome e por conta do fundo na celebração dos negócios jurídicos pertinentes à exploração da atividade econômica em questão.

² “Art. 20-A (...).

§ 1º Os Fiagro poderão arrendar ou alienar os imóveis rurais que venham a adquirir.”

4.4 Vejam-se abaixo as sugestões textuais relativas ao que expusemos acima:

Texto Original	Texto Sugerido
N/A	<p>Art. 9º (...) (...)</p> <p>§ 2º Os FIAGRO poderão arrendar ou alienar os ativos de que trata o inciso I do <i>caput</i>, e, ainda, celebrar contratos de parceria agrícola, pecuária, agro-industrial e extrativa ou quaisquer outros arranjos contratuais que tenham por objeto ou sejam conexos à exploração de atividade econômica conduzida nos referidos imóveis rurais.</p> <p>§ 3º Estão abrangidos no inciso I do <i>caput</i> quaisquer produtos ou bens que sejam de sua titularidade e decorram da condução de atividades relacionadas à cadeia produtiva do agronegócio nos imóveis rurais de sua propriedade, assim quaisquer máquinas, implementos e insumos relacionados à condução das atividades em questão nos mencionados imóveis de sua titularidade, ficando o FIAGRO autorizado a adquirir, alinear e alugar de ou para terceiros quaisquer dos bens mencionados no presente parágrafo 3º, conforme aplicável.</p>

	<p>§ 4º Aplicam-se também às classes “Imobiliário” de FIAGRO as disposições dos §§ 2º a 3º acima.</p>
	<p>Art. [25] Em acréscimo às contratações previstas no art. 85 da parte geral da Resolução, compete ao gestor contratar: [NOTA: TRATA-SE DO ATUAL ARTIGO 23, RENUMERADO EM CONEXÃO ÀS INCLUSÕES SUGERIDAS NESTE MATERIAL]</p> <p>I - agente de cobrança para cobrar e receber direitos creditórios vencidos e não pagos, caso previsto no Regulamento;</p> <p>II – agente operador de imóveis rurais, que será responsável pela condução de atividades relacionadas à cadeia produtiva do agronegócio nos imóveis rurais de titularidade do Fundo, em nome e por conta do Fundo, assim como celebrar e gerenciar os contratos de arrendamento, parceria ou outros arranjos contratuais celebrados pelo FIAGRO, com ou sem a participação do agente operador de imóveis rurais, inclusive no contexto de contratação de aquisição, alienação ou aluguel de máquinas, implementos e insumos, realização de benfeitorias, celebração de contratos com</p>

	<p>prestadores de serviços, fornecedores, clientes ou trabalhadores autônomos, assim como a representação do FIAGRO, na condição de proprietário rural e entidade que explora atividade econômica em estabelecimento rural, perante quaisquer terceiros, inclusive entidades da administração pública, sempre no contexto e com a finalidade de viabilizar a condução das atividades econômicas relativas à cadeia produtiva do agronegócio nos imóveis rurais de titularidade do Fundo.</p> <p>§ 1º Na classe restrita, o regulamento pode acrescentar aos encargos as despesas com o agente de cobrança.</p> <p>§ 2º As despesas com o agente operador de imóveis rurais será pactuada pelo gestor e observará o limite máximo previsto no anexo descritivo da classe, sendo considerada encargo da classe.</p>
--	---

Esperamos que nossas sugestões possam contribuir positivamente para o aperfeiçoamento da regulação e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, para o qual o trabalho dessa D. Autarquia tem sido de inestimável importância.

VBSO ADVOGADOS

Aproveitamos a oportunidade para renovar nossos protestos de estima e consideração.

Atenciosamente,

VAZ, BURANELLO, SHINGAKI & OIOLI ADVOGADOS