

Rio de Janeiro, 31 de janeiro de 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Rua: Sete de Setembro, 111, 23º andar

CEP 20050-901 – Rio de Janeiro – RJ

Ref.: Contribuição à Audiência Pública SDM N° 03/2023 – Comentários referentes às regras específicas dos Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas do Agronegócio – FIAGRO.

Prezados Senhores,

1. O escritório de advocacia Vieira, Rezende e Guerreiro Advogados e a FigTree Capital Administração de Recursos Ltda. vêm, em referência ao Edital de Audiência Pública SDM N° 03/2023, de 31 de outubro de 2023 (“Edital”), submeter à Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) seus comentários à minuta de Resolução (“Minuta”) que tem como objeto as regras específicas dos Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas do Agronegócio (“FIAGRO”).

2. A Minuta altera a Resolução CVM n° 175, de 23 de dezembro de 2023 (“RCVM 175”), que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos, e revoga as normas que especifica, incluindo à norma geral o anexo normativo com as regras do FIAGRO.

I. PRINCIPAIS PONTOS DA MINUTA

3. A CVM submeteu no dia 31 de outubro 2023, por meio do Edital, a Minuta para consulta pública, com o objetivo de discutir o Anexo Normativo VI à Resolução CVM n° 175, que estabelecerá regras específicas para os FIAGRO. O prazo de manifestação se encerra em 31 de janeiro de 2024.

4. Tendo em vista que a figura do FIAGRO é recente, criada em 2021 por meio da Lei nº 14.130 (“Lei dos FIAGRO”) e regulamentada na CVM pela Resolução CVM nº 39 de 2021 (“RCVM 39”), que possui, assim como reconhecido pela própria autarquia, um caráter experimental, existem diversos pontos relacionados aos FIAGRO que a regulamentação não abordou de forma específica, sendo essa uma oportunidade importante para abordá-los.

5. Dentre os pontos que merecem uma especial atenção e que devem ser objeto de alteração na minuta, citamos:

i) A questão do enquadramento da carteira de FIAGROs que investem em safras específicas por meio de instrumentos como a Cédula de Produto Rural Financeira (“CPR Financeira”);

ii) A aplicação subsidiária das normas de outras modalidades de Fundo;
e

iii) A integralização de cotas de FIAGRO por meio de transferência de imóvel rural e a questão do laudo de avaliação; e

6. Nos próximos tópicos serão tratadas as razões para a alteração destas normas e possíveis novas redações.

II. TRATAMENTO ESPECÍFICO DO ENQUADRAMENTO DA CARTEIRA DO FIAGRO

7. Como sugerido na Minuta, o FIAGRO tem a possibilidade de, dentre outros, ter como objeto de investimento a aquisição de títulos de crédito emitidos por pessoas naturais para financiamento da safra de produtores rurais, conforme art. 9º, inciso III do Anexo da Minuta.

8. Esse tipo de FIAGRO é geralmente estruturado à semelhança de um Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC, que é modalidade sujeita a regras específicas de enquadramento de carteira.

9. Dentre os direitos creditórios mais recorrentes na indústria de FIAGRO se encontra a Cédula de Produto Rural - CPR, emitida por produtor de um determinado produto rural, utilizada para o financiamento de safras.

10. A CPR, conforme artigo 1º da Lei nº 8.929/1994, representa a promessa do produtor rural de entrega futura de produtos rurais, podendo ser liquidada financeiramente na modalidade CPR Financeira (nos termos do artigo 4º-A da lei referida anteriormente).

11. A Minuta determina, em seu artigo 12, § 2º, que os critérios de enquadramento da carteira devem ser dispostos no Anexo Descritivo da classe, dando maior liberdade à composição da carteira do FIAGRO.

12. Por outro lado, ficou estabelecida a aplicação subsidiária da norma dos demais fundos no caso de acúmulo da carteira em mais de 1/3 em um determinado ativo (conforme artigo 10 da Minuta, que será objeto de sugestão específica abaixo).

13. Portanto, pode haver o entendimento por administradores e gestores de que a classe do FIAGRO sujeita subsidiariamente às regras do FIDC deva obedecer ao artigo 44 do Anexo Normativo II da Resolução CVM nº 175/2022, que exige a manutenção de pelo menos 50% do patrimônio líquido do fundo em direitos creditórios.

14. Não obstante, há FIAGROs que atuam no financiamento de uma ou poucas safras específicas de uma mesma região. Nesses casos, grande parte – senão todas – as CPRs Financeiras mantidas em carteira têm vencimento na mesma data, ou em datas muito próximas.

15. Com isso, a carteira fica alinhada ao ciclo de financiamento da safra dos produtores do produto rural objeto das CPR Financeira, podendo ocasionar a revolvência substancial ou integral da carteira, ou seja, o vencimento e liquidação de grande parte ou todas as CPRs Financeiras da safra passada, com a emissão, na sequência, de novas CPRs Financeiras referente à safra seguinte.

16. No período entre a liquidação das CPRs Financeiras de uma safra e a emissão de novos títulos, a carteira passa por uma revolvência significativa ou mesmo integral, que já é esperada, na medida em que, com o pagamento dos direitos creditórios, o FIAGRO passa a deter mais caixa e equivalentes de caixa do que direitos creditórios.

17. Como a política de investimento desses fundos geralmente é concentrada, propositalmente, na mesma safra ou em poucas safras, o gestor fica impedido – por força da política de investimento – de fazer novas aplicações em direitos creditórios diversos até a emissão das CPRs Financeiras referentes à nova safra dos produtores daquele determinado insumo.

18. Ou seja, nos FIAGROs estruturados para o financiamento de safras, situação bastante comum atualmente, a revolvência da carteira acompanha o ciclo da safra, fazendo com que a carteira se comporte de forma significativamente diferente do que ocorreria em um FIDC tradicional.

19. No caso da aplicação subsidiária das regras dos FIDC, a carteira do FIAGRO se encontraria supostamente “desenquadrada” durante esse período de revolvência, que pode ser de curta ou longa duração, a depender da safra que lastreia o direito creditório, tendo em vista o possível descumprimento do artigo 44 do Anexo Normativo II da Resolução CVM nº 175/2022.

20. Por este motivo, entendemos que é necessário uma modulação para os casos específicos de direitos creditórios lastreados em safras, a fim de não ensejar em eventual irregularidade do gestor do FIAGRO estruturado para o financiamento de safras.

21. Ademais, conforme já mencionado, entendemos que a intenção da Minuta foi conferir ao regulamento (e seus anexos descritivos) a prerrogativa de estabelecer os critérios de enquadramento, conforme artigo 12, § 2º, da Minuta. Nesse ponto, propomos que a CVM descreva em melhores termos sobre os critérios de enquadramento da carteira.

22. Em função do exposto acima, sugerimos que seja incluído um novo parágrafo no artigo 11 da Minuta, que passaria a ter a seguinte redação:

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 No caso da classe de cotas cuja política de investimento seja voltada ao financiamento de safras específicas, por meio da aquisição de títulos de crédito ou outros ativos financeiros, a

revolvência parcial ou integral da carteira causada pelo vencimento dos títulos referentes à safra financiada não resultará no desenquadramento da carteira do fundo, devendo regulamento estabelecer prazo compatível com o ciclo da safra, não superior a 180 (cento e oitenta) dias, para a aquisição de novos títulos decorrentes da safra seguinte, sob pena de desenquadramento no caso da perda de prazo.

III. APLICAÇÃO SUBSIDIÁRIA DA NORMA DE OUTRA CATEGORIA AO FIAGRO

23. Destaca-se na Minuta o Art. 10, que dispõe: *"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)."*

24. Em relação a este ponto, entendemos que seria necessário que a CVM descreva em melhores termos como deverá ser realizada essa aplicação subsidiária.

25. Entendemos que uma vez que o FIAGRO tem a possibilidade de investimento em diversos ativos, poderíamos estar diante de cenário em que não ficaria clara a incidência das normas presentes na RCVM 175 ou não.

26. Toma-se por exemplo, um FIAGRO que possua pouco mais de 1/3 da carteira alocado em quotas de sociedades limitadas, mas o resto alocado em ativos financeiros. Tradicionalmente, o investimento em sociedades limitadas só poderia ser realizado por meio de FIP. A dúvida que fica é se, em relação à aplicabilidade das normas que regem os FIP nesse caso, o Gestor do FIAGRO deveria seguir ou não as mesmas normas.

27. Por exemplo, deveria, nesse caso, o gestor observar o art. 26, III do Anexo Normativo IV da RCVM 175, que dispõe sobre a necessidade do gestor do FIP de *"manter a efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão da sociedade investida"*?

28. Ademais, no exemplo dado, ou em qualquer outra hipótese de uma classe que invista mais de 1/3 do seu patrimônio em uma classe de ativos (por exemplo, direitos creditórios) e mais de 1/3 em outra classe (por exemplo, imóveis ou

participações societárias), poderíamos ter a incidência de dois anexos distintos para aplicação subsidiária, causando confusão.

29. Ainda, a aplicação subsidiária de outras normas também pode determinar se a carteira do FIAGRO se encontra supostamente “desenquadrada”, como por exemplo, o FIAGRO que possui a aplicação subsidiária das regras dos FIDC, que fica com sua carteira “desenquadrada” durante o período de revolvência, a depender da safra que lastreia o direito creditório, com a possibilidade do descumprimento do artigo 44 do Anexo Normativo II.

30. Por estes motivos, se por um lado entendemos como sendo válida a aplicação subsidiária, por outro questionamos se não seria necessário detalhar como a aplicação subsidiária das demais normas se aplicaria no caso dos FIAGRO.

31. Nossa sugestão é que seja aplicado subsidiariamente o Anexo Normativo equivalente à classe de ativos que seja preponderante (mais de 50%) no patrimônio líquido da classe do fundo. Não havendo classe de ativos preponderante, aplicar-se-ia apenas o Anexo Normativo do FIAGRO.

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 parcela preponderante (mais de 50%) 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).

32. Admita a possibilidade de o FIAGRO investir em diferentes classes de ativos, surge a questão não só da aplicação subsidiária de normas, mas também das regras de enquadramento de carteira.

33. Com relação ao assunto, entendemos que a Lei nº 14.130/2021 teve a intenção de dar flexibilidade ao FIAGRO ao introduzir o artigo 20-A na Lei nº 8.668/1993, o qual determina que o fundo pode investir em diversas categorias de ativo, em conjunto ou isoladamente. A lei previu, desse modo, a possibilidade de constituição de um FIAGRO “Híbrido”, com investimento em diferentes classes de ativos.

34. Parece-nos que a Minuta buscou atender ao artigo 20-A da Lei nº 8.668/2021 ao dispor, no artigo 12, § 2º, que o regulamento do FIAGRO deve estabelecer os critérios e limites aplicáveis à “diversificação de investimentos por emissor e modalidade de ativo”.

34. Contudo, sugerimos deixar mais claro o princípio de que o regulamento do FIAGRO deverá estabelecer as regras de enquadramento da carteira do fundo, dando a seguinte redação:

Art. 12. [...]

§ 2º A política de investimento deve apontar de modo preciso e claro os ativos que podem compor o patrimônio da classe de cotas, nos termos do art. 9º deste Anexo Normativo VI, e os requisitos de enquadramento de carteira e diversificação de investimentos por emissor e modalidade de ativo.

IV. INTEGRALIZAÇÃO DE IMÓVEIS NO FIAGRO

35. A possibilidade de integralização de cotas do FIAGRO com imóveis rurais é prevista na Lei do FIAGRO e foi refletida na Minuta. Contudo, há um ponto da redação que deve ser examinado.

36. A Lei do FIAGRO incluiu o art. 20-E na Lei nº 8.668/1993, tratando da possibilidade de as cotas do fundo serem integralizadas mediante a entrega de imóvel rural¹, sendo estabelecida a possibilidade de diferimento do imposto de renda pelo ganho de capital na integralização:

Art. 20-E. As cotas dos Fiaagro podem ser integralizadas em bens e direitos, inclusive imóveis.

§ 1º O pagamento do imposto sobre a renda decorrente do ganho de capital sobre as cotas integralizadas com imóvel rural por pessoa física ou jurídica poderá ser diferido para a data definida para o momento da venda dessas cotas, ou por ocasião do seu resgate, no caso de liquidação dos fundos.

§ 2º Na alienação ou no resgate das cotas referidas no § 1º deste artigo, o imposto sobre a renda diferido será pago em proporção à quantidade de cotas vendidas.

¹ Art. 20-E. As cotas dos FIAGRO podem ser integralizadas em bens e direitos, inclusive imóveis.

§ 3º Os imóveis rurais destinados à integralização de cotas dos Fiagro deverão ser previamente avaliados por profissional ou por empresa especializada, nos termos de regulamento.

37. A Minuta não foi clara em manter essa dinâmica. Diz o seu artigo 8º:

Art. 8º A integralização das cotas será efetuada em moeda corrente nacional, admitindo-se, desde que prevista no regulamento, a integralização em ativos.

§ 1º Caso a classe de cotas seja destinada ao público em geral, a integralização em ativos deve ser feita com base em laudo de avaliação, elaborado por empresa especializada e aprovado pela assembleia de cotistas.

38. Em contradição ao disposto na Lei nº 8.668/1993, a Minuta, ao determinar que a *integralização* da classe de cotas destinada ao público em geral ocorra nos termos de laudo de avaliação aprovado pela assembleia geral (ou seja, a valor justo), pode gerar a interpretação de que se infere a hipótese de incidência tributária sobre o ganho de capital no momento da integralização, sem, no entanto, salvaguardar o benefício do diferimento concedido pela Lei nº 8.668/1993 no caso de imóveis rurais.

39. Significa dizer que a redação do dispositivo pode ter a consequência – talvez acidental – de impedir o diferimento do imposto de renda.

40. Sabe-se que os incentivos fiscais são instrumentos de política pública utilizados pelo legislador para encorajar o uso de determinadas formas ou mecanismos jurídicos, ou para estimular determinado setor. Não seria adequado que a CVM, por meio de regulação, reduzisse ou eliminasse o incentivo fiscal criado pelo legislador.

41. Portanto, entende-se que o mais adequado, nesse caso, seria conjugar a referência ao art. 20-E na Lei nº 8.668/1993 com a norma pretendida pela CVM no § 1 do art. 8º, da seguinte forma:

Art. 8º A integralização das cotas será efetuada em moeda corrente nacional, admitindo-se, desde que prevista no regulamento, a integralização em ativos.

§ 1º Caso a classe de cotas seja destinada ao público em geral, a integralização em ativos deve ser feita com base em laudo de



avaliação, elaborado por empresa especializada e aprovado pela assembleia de cotistas, observadas as disposições contidas nos §§ 1º, 2º e 3º do art. 20-E da Lei nº 8.668 de 25 de junho de 1993 quando se tratar de cotas integralizadas com imóvel rural por pessoa física ou jurídica.

Permanecemos à disposição para qualquer esclarecimento adicional.

Atenciosamente,

Vieira, Rezende e Guerreiro Advogados

FigTree Capital Administração de Recursos Ltda.