



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM – Processo nº RJ 2007/8194

Assunto: Minuta de Instrução sobre Fundo de Investimentos em Participações em Infra-Estrutura

1. Histórico

Este relatório analisa as manifestações recebidas durante a audiência pública nº 07/2007, que teve como objetivo regulamentar os Fundos de Investimento em Participações em Infra-Estrutura (FIP-IE), criados pela Lei nº 11.478/07.

2. Escopo da Minuta Submetida à Audiência Pública

A Lei 11.478/07 criou os FIP-IE para viabilizar o investimento em obras de infra-estrutura nos setores de energia, transporte, água/saneamento básico e irrigação.

A minuta submetida à Audiência Pública partiu da premissa de que os FIP-IE são espécies dos FIP já regulados pela CVM, com algumas peculiaridades. Apenas estas peculiaridades, quase que exclusivamente decorrentes da Lei que os instituiu, foram disciplinadas na minuta.

As únicas matérias abordadas na minuta que vão além da mera reprodução da Lei são:

(i) obrigatoriedade de que a parcela do patrimônio líquido não alocada diretamente em projetos de infra-estrutura seja mantida em títulos públicos federais; e

(ii) menção no regulamento e prospecto (caso exista) do risco de baixa liquidez dos ativos do fundo e dos benefícios tributários eventualmente existentes.

No Edital de Audiência Pública, a CVM solicitou especial atenção dos participantes para a premissa de equiparação do FIP-IE ao FIP e para os ajustes necessários – basicamente se quis saber se as normas que não se originaram da Lei eram necessárias e suficientes. Isto foi feito através de perguntas específicas cujos conteúdos e as respectivas respostas estão no item 4 deste Relatório.

3. Participantes

Participaram da Audiência Pública:

(i) ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital;

(ii) ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimento;

(iii) CETIP – Câmara de Custódia e Liquidação¹; e

(iv) Cynthia Valle Goulart Pessoa.

¹ O participante CETIP apenas informou nada ter a acrescentar ao texto da proposta de Instrução.



4. Comentários e Sugestões Recebidas

4.1 É apropriado considerar os FIP-IE como espécies de FIP, aplicando-se àqueles as regras gerais destinadas a estes últimos fundos?

ABVCAP e ANBID responderam que sim. Entre as similaridades dos FIP e FIP-IE foram apontados fatores como política de investimento, organização sob a forma de fundo fechado, adequação a práticas de governança corporativa das companhias que receberão investimentos, aspectos tributários, etc. Estes aspectos, de acordo com os participantes, justificam que a estrutura da regra de FIP seja estendida aos FIP-IE.

Comentário SDM: As manifestações dos participantes ratificam a impressão inicial da SDM, logo não vemos razão para alterar a abordagem proposta.

4.2 Em caso afirmativo à pergunta anterior, as regras especiais previstas para os FIP-IE são suficientes para tratar de suas especificidades ou há outras regras que deveriam ser acrescentadas (ou eliminadas)?

A ABVCAP afirmou que embora, de modo geral, as regras do FIP sejam suficientes, alguns ajustes pontuais poderiam ser feitos. Estes ajustes seriam:

- (i) possibilidade de prorrogação do prazo para enquadramento da carteira do fundo, mediante aprovação da CVM;
- (ii) permissão para que a parcela de 5% do patrimônio líquido não investida em infra-estrutura pudesse ser alocada livremente, e não apenas em títulos públicos federais;
- (iii) aplicação do art. 2º da Instrução nº 406, o que significa permitir que tais fundos possam contrair empréstimos até 30% de seu patrimônio líquido junto a organismos de fomento e emitir cotas de diferentes classes com diferentes direitos econômico-financeiros.

Comentário SDM: Somos contrários à sugestão (i), tendo em vista que o prazo para enquadramento consta da Lei e a CVM não pode excepcioná-lo.

Somos favoráveis à sugestão (ii). Trata-se de uma parcela pouco expressiva do patrimônio líquido de um fundo que, relembre-se, é destinado apenas a investidores qualificados que, adicionalmente, comprometam-se com valor mínimo de subscrição de R\$ 100.000,00. Juntos, esses dois fatores acabam por mitigar maiores preocupações com o perfil de risco e liquidez dos ativos que venham a compor a carteira do fundo. Acreditamos que os gestores e os investidores destes fundos poderão lidar com tais circunstâncias.

É verdade, por um lado, que a alocação da parcela de 5% do fundo em títulos públicos federais segue um padrão que a CVM vem buscando consolidar em seus normativos mais recentes. Preservar o padrão seria importante porque os limites



CVM Comissão de Valores Mobiliários

impostos pela CVM para a composição de carteira dos fundos são sempre arbitrários em alguma medida, e o uso de um padrão assegura, ao menos, que este arbítrio seja exercido com coerência ao longo do tempo.

No caso dos FIP, entretanto, este padrão não chegou a ser adotado, sendo de se notar que a Instrução 391/03 sequer disciplina os limites de composição de carteira desses veículos. Nesse sentido, o que de mais específico a Instrução 391/03 traz a respeito do assunto está no art. 2º, que define o FIP como *“uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração”*. Já em relação aos FIC – FIP, o art. 37, parágrafo único, exige que no mínimo 90% (noventa por cento) de seus recursos estejam aplicados em cotas de FIP ou de FMIEE. Segundo esclarecimentos obtidos junto à Superintendência de Registro – SRE, área técnica responsável pela concessão de registro dos FIP, vem-se exigindo que o regulamento dos FIP direcione “parcela preponderante” de sua carteira, assim entendida como mais que 50%, para os ativos listados no art. 2º antes citado.

Por isso, pensamos ser assimétrico que se exija, nos FIP-IE, a manutenção de parcela de sua carteira em títulos públicos federais, e propomos sua supressão.

Somos também favoráveis à sugestão (iii), ressaltando apenas que ela deve ser implementada por meio de uma alteração na própria Instrução CVM nº 406, como ocorreu quando se tomou medida semelhante em relação aos FMIEE.

A ANBID, por seu turno, apresentou duas ponderações.

A primeira delas diz respeito à interpretação do art. 2º, § 1º, da Instrução nº 391, que faculta a integralização de cotas do FIP por meio de bens e direitos, inclusive créditos, desde que tenham sido previamente avaliados e que os recursos sejam aplicados em companhias em processo de recuperação e reestruturação (sublinhamos). O participante alega que o trecho sublinhado poderia dar margem a duas interpretações: uma, mais conservadora, de que os recursos devam ser investidos em companhias sujeitas ao processo de Recuperação Judicial ou Extrajudicial previsto na Lei de Falências; outra, que entende ser mais apropriada, de que os recursos podem ser investidos em companhias que atravessem qualquer reestruturação, ainda que por razões puramente negociais.

A preferência do proponente pela segunda interpretação decorre, em primeiro lugar, de uma razão cronológica – a Lei de Falências e, conseqüentemente, o instituto da Recuperação só surgiram no ordenamento jurídico brasileiro dois anos após a edição da Instrução nº 391. Razões econômicas também favoreceriam esta interpretação. Segundo o participante, os modelos normalmente utilizados para viabilizar a realização de projetos de infra-estrutura envolvem o aporte de recursos em uma sociedade de propósito específico (SPE), seja sob a forma de instrumentos de participação (*equity*) ou de dívida (*debt*). Na prática, afirma, o montante alocado sob a forma de *equity* dificilmente ultrapassa 30%, sendo os outros 70% financiados por meio de *debt*. Em seu entendimento, quanto maior o nível de alavancagem da SPE, isto é,



CVM Comissão de Valores Mobiliários

quanto maior o percentual do *debt* em sua estrutura de capital, maior tende ser o risco e, conseqüentemente, o custo deste financiamento. Por isso, o ideal seria estimular, tanto quanto possível, a conversão de dívidas em participação no capital (ainda que se trate de uma participação indireta, com a interposição do FIP).

Comentário SDM: A sugestão do participante não diz respeito diretamente ao tema desta audiência pública, mas refere-se a amplitude de um dispositivo atualmente existente da Instrução 391/03. A discussão, a nosso ver, pode ser dividida em duas partes: a interpretação a ser dada ao §1º, art. 2º, da Instrução 391/03 e a possibilidade, ou conveniência, de que se transporte essa interpretação para a disciplina dos FIP – IE.

No que diz respeito à interpretação, e ainda que o assunto dependa de decisão do Colegiado, esta Superintendência não concorda com o sentido que a Anbid dá à norma.

Embora a Lei 11.101 seja de 09 de fevereiro de 2005, é público que ela vinha sendo discutida no Congresso desde antes da edição da Instrução 391/03, e já utilizava os conceitos de “recuperação e reestruturação”. A nosso ver o uso da expressão pretendeu alinhar a norma da CVM com os conceitos mais atualizados então em discussão, e que viriam a constar da lei, bem como ampliar o alcance do dispositivo para além das situações jurídicas da concordata e da falência.

Não nos pareceu, entretanto, que se pretendesse ir além disso. Em primeiro lugar pela própria redação do artigo: “§1º Sempre que o fundo decidir aplicar recursos em companhias que estejam, ou possam estar, envolvidas em processo de recuperação e reestruturação, será admitida a integralização de cotas em bens ou direitos, inclusive créditos, **desde que tais bens e direitos estejam vinculados ao processo de recuperação da sociedade investida** e desde que o valor dos mesmos esteja respaldado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada.” (grifamos) Veja-se que não basta que as empresas estejam ou possam estar em processo de recuperação ou reestruturação; exige-se ainda que os bens e direitos a serem integralizados estejam vinculados ao processo de recuperação da sociedade investida.

Note-se que, se interpretássemos a expressão da forma sustentada pelo participante — como qualquer reestruturação, ainda que motivada apenas por razões negociais — não haveria explicação para que se mencionasse “recuperação e reestruturação” no §1º, dado que ambas as hipóteses poderiam ser consideradas abrangidas pelo **caput** do art. 2º, deixando-se a disciplina especial da subscrição em bens para o local em que o assunto é tratado Capítulo VI (“Da Emissão, Colocação, Negociabilidade e Amortização”). O fato de isso não ter sido feito indica que se pretende no §1º qualificar os aportes de FIP em empresas que se encontrassem em uma situação específica.

A nosso ver, a disciplina dos FIP pretendeu ser neutra quanto às possíveis estruturas de capital das empresas investidas pudessem adotar, sem incentivar composições



CVM Comissão de Valores Mobiliários

específicas. O principal atributo da disciplina dos FIP é o espaço dado à autonomia da vontade na estruturação desses veículos². Esse espaço deve ser equilibrado com o tipo de atuação dos veículos de private equity, que, tradicionalmente, envolve um nível mais elevado de intervenção na gestão das sociedades investidas. Daí porque a Instrução 391/03 exige que os investimentos dos fundos estejam condicionados à existência de efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão das sociedades investidas³.

A segunda parte da discussão é a de se faria sentido regular os FIP – IE de forma diferente de como são tratados na Instrução 391/03 neste ponto específico. Para isso, é preciso analisar se haveria alguma particularidade em seu funcionamento que justificasse a admissão da possibilidade de subscrição de bens em bens e direitos para qualquer empresa investida. Essa possibilidade claramente existe no caso das empresas em recuperação, onde é possível imaginar que os credores da empresa em dificuldades queiram transformar seus créditos inadimplidos, ou em risco de serem inadimplidos, em cotas, ou, ainda, que investidores queiram comprar tais créditos dos credores com vistas a depois reuni-los em um FIP.

Quanto a este ponto não foram recebidas manifestações em audiência pública. Note-se que a sugestão da Anbid aborda a estrutura de capital, mas sustenta que a regra deveria incentivar a redução da alavancagem. Pelas razões já expostas, não achamos que a norma deva adentrar a este aspecto.

Finalmente, lembramos que a possibilidade de subscrição em bens ou direitos, quando admitida nas regras da CVM, parece estar ligada a aspectos peculiares do funcionamento dos fundos de investimento que se busca regular, como inclusive ocorre no caso dos próprios FIP que invistam em empresas em recuperação. Além destes, relacionamos os seguintes outros casos: (a) fundos de investimento imobiliário, desde que a integralização se dê em terrenos, bens imóveis, ou direitos reais de uso sobre tais bens imóveis; (b) fundos de investimento regulados pela Instrução 409/04, quando se tratar de fundos para investidores qualificados, houver previsão em regulamento e limitando-se a integralização *in natura* a títulos e valores mobiliários (art. 110, inc. I); (c) fundos de índice regulados pela Instrução 359, desde que a integralização se dê por meio da transferência de valores mobiliários que componham o índice de referência, e na proporção deste; (d) fundos de investimento em direitos creditórios, para os quais se admite, exclusivamente em relação às cotas subordinadas, que a integralização se dê em direitos creditórios, nos termos do regulamento (art. 15, §2º da Instrução 356/01); e (e) fundos de financiamento da indústria cinematográfica nacional – Funcine, pelos quais se admite a integralização em bens e direitos, na forma prevista em regulamento (art. 19 da Instrução 398/03).

² Note-se, por exemplo, que os FIP não estão obrigados a negociar em mercados organizados de valores mobiliários (podendo, portanto, efetuar negociações privadas), e podem investir em companhias fechadas, respeitadas as exigências previstas no art. 2º, §4º.

³ Esse entendimento foi confirmado pelo Colegiado no julgamento do Processo RJ 2005/3402, decidido em 12.07.2005, quando se analisou a abrangência do caput do art. 2º da Instrução 391/03.



A segunda sugestão da ANBID é estender aos FIP-IE a possibilidade de registro automático da oferta, nos termos da Instrução nº 429.

Comentário SDM: A extensão não é necessária, uma vez que a Instrução 391/03 já prevê o registro automático para os FIP em seu art. 4º, regime este que também se aplicará aos FIP – IE.

A participante Cynthia Valle Goulart Pessoa solicitou esclarecimentos sobre a norma, sem se ater especificamente às perguntas do Edital. De todo modo, suas ponderações serão tratadas neste tópico porque, caso o Colegiado julgue provável que suas dúvidas sejam comuns a outros participantes do mercado, pode ser necessário acrescentar dispositivos na norma para esclarecê-las. Suas dúvidas são: (i) as atividades de pesquisa e desenvolvimento no setor de infra-estrutura poderiam ser objeto de investimento pelo FIP-IE?; e (ii) após a conclusão dos projetos, sua exploração econômica pela SPE poderá ocorrer de forma indireta, como, por exemplo, por meio de arrendamento?

Comentário SDM: As dúvidas manifestadas referem-se a aspectos cuja resposta definitiva só pode ser dada a partir do exame do caso concreto. Somos por isso contrários a inclusões na minuta por conta dessas questões.

Em relação à primeira pergunta, chamamos atenção para a exigência de que o patrimônio líquido do fundo seja alocado em títulos de participação (ações e bônus de subscrição) de sociedades voltadas aos setores de infra-estrutura. Logo o fundo não poderá investir diretamente nas atividades de pesquisa e desenvolvimento, mas as sociedades em que o fundo investir poderão, na medida em que isto lhes facilite a consecução dos objetivos descritos no art. 4º da minuta. A verificação da adequação dos investimentos em pesquisa e desenvolvimento só poderá ser feita no caso concreto.

Quanto à segunda pergunta, entendemos que a exploração indireta (como no exemplo citado) dos projetos de infra-estrutura é, em princípio, lícita, supondo que não desnature o vínculo do fundo com os setores previstos no art. 4º. Novamente, a fixação de limites precisos em que a exploração indireta poderá ocorrer dependerá da análise do caso concreto.

4.3 Deveriam ser especificados limites de diversificação dos investimentos do fundo, por setor ou por emissor? Caso positivo, que limites poderiam ser propostos?

ANBID e ABVCAP foram contrárias à imposição de limites. Basicamente alegou-se que estes limites comprometeriam excessivamente a liberdade do administrador, além de serem desnecessários, dado que se trata de um produto voltado a investidores qualificados.



Comentário SDM: Concordamos com os participantes. O investimento em infra-estrutura demanda o aporte de somas expressivas de capital, o que poderia ser inviabilizado diante de exigências de que os recursos do fundo fossem diluídos entre vários projetos.

Além disto, a imposição de limites traria a necessidade de o administrador promover freqüentes enquadramentos, alienando e adquirindo ativos. Tendo em vista a menor liquidez que se espera que estes ativos venham a possuir, esta tarefa pode se tornar excessivamente onerosa.

4.4 Sugestão de detalhamento dos setores em que o fundo poderá investir.

A participante Cynthia Valle Goulart Pessoa sugeriu a descrição das atividades econômicas passíveis de exploração por parte das sociedades investidas pelo fundo. Assim, por exemplo, o setor de energia conteria as seguintes atividades: geração própria ou para terceiros, transmissão, petróleo, gás e energias renováveis.

Comentário SDM: Discordamos. A lista de setores de infra-estrutura é exemplificativa e, por mais que se procure detalhá-la, continuará a sê-lo, já que não se poderá prever todas as subdivisões possíveis destes setores. Deste modo, uma lista mais minuciosa de atividades não traria benefícios adicionais, além de provavelmente demandar atualizações freqüentes. Um eventual desvirtuamento do fundo para outras modalidades de investimento poderá ser facilmente detectado na prática, se isto vier a ocorrer.

5. Nova Proposta de Instrução

A minuta incorporando as sugestões acima descritas segue em anexo a este relatório.

Rio de Janeiro, 09 de outubro de 2007.

Original assinado por
ALINE DE MENEZES SANTOS
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado