

Assunto: Pedido de Dispensa de Requisito Normativo – Processo CVM nº RJ-2008-12337

Senhor Superintendente,

Trata-se de pedido de dispensa do cumprimento do requisito disposto no art. 64, inciso III, da Instrução CVM nº 409/04, formulado pela Caixa Econômica Federal – CEF, na qualidade de administrador e gestor do Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço – FI-FGTS. A CEF requer que, no contexto dos investimentos do fundo, ativos integrantes de sua carteira possam ser utilizados como garantia de dívidas contraídas por companhias investidas.

O FUNDO

Constituído sob a forma de condomínio aberto, o FI-FGTS foi criado na Lei nº 11.491/2007 e regulamentado na Instrução CVM nº 462/07. O patrimônio líquido previsto para o fundo é de R\$ 5 bilhões. Ao final do trimestre findo em setembro do corrente, o patrimônio líquido do fundo alcançava cerca de R\$ 555 milhões, pouco mais de 11% do valor previsto.

A instituição que realiza a custódia dos ativos do fundo é o Banco Bradesco S/A, seu auditor é a KPMG Auditores Independentes. Um Comitê de Investimentos, nomeado pelo Conselho Curador do FGTS, é responsável por (i) submeter ao Conselho propostas relacionadas à política de investimento do fundo; e (ii) aprovar seus investimentos e desinvestimentos.

O FGTS investe no fundo com o objetivo de valorizar suas cotas por meio da aplicação dos recursos investidos na construção, reforma, ampliação ou implantação de empreendimentos de infra-estrutura em rodovias, portos, hidrovias, ferrovias, energia e saneamento.

MANIFESTAÇÃO DA CEF

Investimentos em infra-estrutura demandam alto volume de recursos, sendo necessário, portanto, que diversas fontes de financiamento sejam envolvidas para viabilizar a implantação dos projetos. Parte desses investimentos acontece por meio de aquisição de participações societárias em sociedades de propósito específico ("SPE").

As SPE investidas pelo fundo são veículos constituídos para o fim precípuo de viabilizar a implantação de projetos, especialmente no que se refere à obtenção de financiamento. A utilização de SPE para a implantação de projetos é corriqueira e reflete o modelo de *project finance* utilizado em larga escala no Brasil, posto que facilita a obtenção do financiamento de longo prazo, na medida que vincula todos os ativos do projeto à garantia do financiamento.

Desse modo, o financiador concentra o risco do financiamento no próprio ativo a ser financiado e não no risco corporativo do responsável pelo projeto. Em geral, a parcela de *equity* corresponde a 20% e a parcela do financiamento corresponde a 80% do valor total do investimento.

Como o risco do financiamento é centrado no projeto, o financiador reserva a prioridade sobre os bens e direitos emergentes do projeto, de modo que no inadimplemento da SPE, o financiador terá tais bens à disposição para resolver a inadimplência. É natural que as ações representativas do capital da SPE sejam dadas em garantia ao financiador, pois nelas se concentram os bens, direitos e receitas do projeto. Ou seja, ainda que os projetos sejam financiados por meio de *project finance*, os acionistas têm que oferecer suas ações como parte das garantias do financiamento, assumindo, de forma limitada, responsabilidade perante o financiador.

No financiamento dos projetos relacionados ao FI-FGTS, os financiadores exigem, dentre outras garantias, (i) o estabelecimento de *covenants*; e a constituição (ii) de penhor dos direitos emergentes da concessão, inclusive os direitos de crédito decorrentes da exploração daquele determinado serviço público; (iii) de conta garantia do serviço da dívida; e (iv) de penhor das ações representativas da totalidade do capital social da SPE (ou alienação fiduciária destas ações).

A constituição destas garantias é essencial para o desenvolvimento dos projetos de infra-estrutura, vital para o sucesso do empreendimento e respectivo retorno dos investimentos realizados, e são, portanto, inerentes às SPE constituídas para permitir a implantação do projeto.

O FI-FGTS, ao tornar-se acionista das SPE, deve assumir as obrigações usualmente exigidas pelos financiadores. Entre as obrigações usualmente exigidas, se inclui a constituição de garantias sobre as ações da SPE, a qual é essencial para a obtenção do financiamento.

Destaque-se, com efeito, que a constituição desse tipo de garantia limita o recurso aos acionistas às próprias ações, isto é, eventualmente executada a garantia, não terá o credor qualquer outro recurso contra o responsável, especialmente no caso do FI-FGTS, ao qual, como fundo de investimento, está vedada a prestação de qualquer garantia fidejussória em favor de terceiros.

A constituição, pelo FI-FGTS, de penhor ou alienação fiduciária sobre ações de SPE em que tenha realizado investimento para garantia dos financiamentos a serem obtidos por estas, representaria infração ao disposto no inciso III do art. 64 da Instrução CVM nº 409/04, o qual veda ao administrador dos fundos de investimento, praticar alguns atos em nome do fundo, inclusive prestar (i) fiança, (ii) aval; (iii) aceite; ou (iv) coobrigar-se sob qualquer outra forma.

Deve-se destacar que a garantia real (penhor ou alienação fiduciária das ações) afeta tão-somente ao próprio ativo adquirido pelo FI-FGTS, sem que constitua qualquer espécie de obrigação pessoal, que possa afetar o patrimônio do fundo, já que o recurso ao FI-FGTS estará limitado exclusivamente ao produto obtido com a excussão da garantia real.

NOSSAS CONSIDERAÇÕES

O art. 64, inciso III, da Instrução CVM nº 409/04 é aplicável ao FI-FGTS por força do disposto no *caput* do art. 24 da Instrução CVM nº 462/07: "*Aplicam-se ao administrador do FI-FGTS as vedações, obrigações (...) previstas nos arts. 64, (...) da Instrução CVM nº 409/04*".

Entendemos procedente a manifestação da CEF, no sentido de que a estrutura desejada para determinadas operações do FI-FGTS está em consonância com as modernas práticas adotadas pela indústria. De fato, investir em companhias mediante instrumentos de participação e de dívida é estratégia amplamente utilizada no mercado, pois pode representar uma estrutura de capital eficiente. Ademais, nada há de extraordinário na utilização de *covenants* e na prestação de garantias.

Apesar de o FI-FGTS ser um fundo de investimento sob a supervisão desta CVM, o mesmo é destinado a um único cotista, superqualificado, o que, parece-nos, mitiga a necessidade de ocorrência de intervenção regulatória da Autarquia em suas operações. O fato de existir outro órgão público supervisionando as operações do fundo – Conselho Curador do FGTS(1) – fortalece essa tese.

Materialmente, o FI-FGTS muito se assemelha a um fundo de investimento em participações: embora inexista a previsão de que o fundo deve participar da gestão ou do controle das companhias investidas – característica básica dos FIP –, o investimento em companhias e em SPE que implementam projetos de infra-estrutura possui um viés de longo prazo de maturação que, via de regra, aproxima a lógica que rege tais investimentos daquela encontrada nas aplicações realizadas por fundos de investimento em participações.

Cabe lembrar que o Colegiado já apreciou pedidos para que ativos integrantes das carteiras de fundos de investimento em participações fossem utilizados como garantia de financiamentos obtidos pelas companhias investidas, procedimento vedado pelo disposto no art. 35, inciso III, da Instrução CVM nº 391/03.

Em todas as ocasiões o Colegiado manifestou-se favoravelmente aos pleitos, condicionando a prestação da garantia à prévia aprovação dos cotistas, reunidos em assembléia geral.

Nesse sentido, convém ressaltar que o Comitê de Investimentos do FI-FGTS, na reunião realizada em 6/11/2008, aprovou, por unanimidade, a dação em garantia ao BNDES das ações de emissão de SPE nas quais o fundo participa em conjunto com a Alupar Investimento S.A. – holding do setor de energia elétrica, mais especificamente dos segmentos de transmissão e geração, que desenvolve e investe em projetos de infra-estrutura no setor de energia na América Latina.

Segue abaixo quadro contendo os nomes dos FIP que obtiveram a referida dispensa e de suas instituições administradoras e os números dos processos relacionados e dos registros do Colegiado sobre as matérias:

Fundo	Administrador	Processo	Reg. COL
Brasoil	Banco Santander	RJ-2007-1366	5.455/07
Brasil Energia	UBS Pactual Gestora de Inv. Alternativos	RJ-2007-5345	5.509/07
GIF II	BEM DTVM	RJ-2007-10684	5.629/07
MAG	BEM DTVM	RJ-2007-14899	5.804/08
Banif Infra-Estrutura	Banif Banco de Investimento	RJ-2007-14146	5.824/08

Já na reunião realizada em 16/12/2008, o Colegiado deliberou permitir que o Açúcar e Álcool FIP, administrado pela BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A., pudesse figurar como fiador de dívidas contraídas por uma sua companhia investida, o que também caracteriza uma dispensa de cumprimento do art. 35, inciso III, da Instrução CVM nº 391/03 (RJ-2008-4122).

Cumpre destacar, todavia, que as referidas manifestações do Colegiado foram pontuais, incidentes sobre operações específicas, sem a concessão de dispensas aplicáveis indistintamente a qualquer operação dos FIP. Modo distinto, portanto, do que requer a CEF para o FI-FGTS – autorização genérica.

Finalmente, lembramos que o Colegiado já requereu à SDM que incluía, entre as alterações à Instrução CVM nº 391/03 que está estudando, a possibilidade de o fundo dar em garantia seus próprios ativos, desde que devidamente autorizado pela assembléia de cotistas (Reunião de 29/1/2008, Reg. COL nº 5.824/08).

CONCLUSÃO

Diante de todo o acima exposto, entendemos que inexistem óbices para que seja concedida a dispensa do cumprimento do art. 24 da Instrução CVM nº 432/07, exclusivamente no que se refere à vedação prevista no art. 64, inciso III, da Instrução CVM nº 409/04, desde que a utilização de ativos da carteira do FI-FGTS como garantia de operações realizadas por suas companhias investidas seja previamente aprovada pelo Comitê de Investimentos.

Entretanto, embora o único cotista do FI-FGTS seja o próprio FGTS, o art. 20, inciso XVII, da Lei nº 8.036/90 dispõe que compete ao Conselho Curador autorizar que a conta vinculada do trabalhador no FGTS seja movimentada na integralização de cotas do fundo, de forma que existe a perspectiva concreta de que, futuramente, à semelhança do que foi feito com os FMP-FGTS, o público-alvo do FI-FGTS contemple também os trabalhadores que possuem recursos no FGTS.

Isto posto, ainda que uma autorização genérica possa permitir às companhias investidas pelo fundo (i) captar recursos a taxas de juros mais favoráveis; e (ii) utilizar uma estrutura de capital eficiente, defendemos que, do mesmo modo como procedeu em relação às dispensas concedidas aos FIP, o Colegiado autorize somente os procedimentos já aprovados pelo Conselho Curador do FGTS, quais sejam, a dação em garantia ao BNDES das ações de emissão de SPE nas quais o fundo participa em conjunto com a Alupar Investimento S.A.

Caso o Colegiado decida conceder ao FI-FGTS uma autorização genérica, aplicável a qualquer operação do fundo, alertamos para a seguinte questão: materialmente, não vislumbramos óbices para que o Comitê de Investimentos possa decidir acerca da dação de ativos em garantia, na medida que tal comitê possui competência para decidir acerca dos investimentos do fundo e seus membros são designados pelo Conselho Curador do FGTS, porém, vislumbramos questão de ordem formal a ser enfrentada, haja vista que quem faz às vezes de uma assembléia é o Conselho Curador.

Ou seja, o Colegiado, se conceder uma autorização genérica, terá que se manifestar sobre quem é competente para deliberar sobre os procedimentos autorizados – Conselho Curador do FGTS ou Comitê de Investimentos do FI-FGTS.

Por oportuno, sugerimos que o Colegiado avalie se cabe solicitar à SDM que incluía o FI-FGTS em seus estudos sobre a possibilidade de os FIP darem seus ativos em garantia.

Por fim, colocamo-nos à disposição para relatar a matéria, caso o Colegiado entenda conveniente.

Atenciosamente,

Claudio Gonçalves Maes

Gerente de Acompanhamento de Fundos Estruturados

Ao SGE,

De acordo com a análise e conclusão da GIE.

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

[\(1\)](#) Art. 17 da Instrução 462: "Sem prejuízo do disposto no art. 5º, XIII da Lei nº 8.036/90, compete ao Conselho Curador do FGTS deliberar sobre (I) as demonstrações contábeis apresentadas pelo administrador; (II) a definição da taxa de administração; (III) alteração da política de investimento; e (IV) alteração no regulamento".