Contribuição ao Edital de Audiência Pública SDM Nº 04/18

PROJETO infra 2038

Sobre o Infra2038

Nossa visão é colocar o Brasil, até 2038, entre os 20 primeiros países no pilar "infraestrutura" do ranking de competitividade do Fórum Econômico Mundial (avanço de 53 posições a partir de 2017).

O infra2038 é um movimento iniciado em agosto de 2017 no encontro anual de líderes da Fundação Lemann. Acreditamos que o país precisa avançar fortemente em sua infraestrutura para garantir um aumento de produtividade que, por sua vez, nos garantirá uma maior competitividade internacional. Dada a incapacidade fiscal do setor público, sabemos que estes investimentos precisarão ser garantidos com dinheiro privado. O Estado, por sua vez, permanece com o importante papel de planejar, facilitar e regular os diferentes setores da infraestrutura. Assim, acreditamos na "parceria público privada" em sua essência, construindo um "ganha-ganha" que garantirá um crescimento econômico sustentável para o Brasil.

Para se ter uma ideia, em 2017 investimos apenas 1,4% do nosso PIB em infraestrutura (InterB, 2017), enquanto a China investe tradicionalmente acima de 8% e Índia algo como 5%. Além disso, nosso ponto de partida é muito baixo: fechamos 2017 com um estoque (somatório de todos os ativos de infraestrutura divididos pelo PIB) da ordem de 36%, enquanto países desenvolvidos possuem algo em torno de 70%. Para se ter uma ideia, o Japão possui um estoque de 179% (McKinsey, 2013). Para recuperarmos o atraso, precisaríamos aumentar gradualmente nosso investimento já a partir de 2018, objetivando atingir uma taxa de 6,5% em 2038, o que nos faria acumular um estoque da ordem de 77%. Este número não é absurdo, já que esta é a taxa que tínhamos nos anos de 1970 e que caiu gradualmente ao longo das últimas décadas.

Nesse seara, vemos com muito bons olhos a atenção da CVM para o tema, especialmente porque parte significativa dos investimentos deverão, necessariamente, serem suportados pelo mercado de capitais. Assim, apresentamos algumas contribuições ao Edital SDM Nº 04/2018, que trata da criação dos Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura – FI-Infra.

Ressaltamos que procuramos destacar os aspectos onde concordamos com a proposição da Autarquia, a fim de contribuir com o debate reafirmando algumas posições. Finalmente, onde observamos pontos possíveis de aperfeiçoamento, apresentamos alternativa à minuta original.

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 04/18

Objeto: Minuta de instrução que altera a Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, para inclusão de dispositivos relativos aos fundos de investimento previstos no artigo 3º da Lei nº. 12.431, de 24 de junho de 2011 – Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura – FI-Infra.

Destaques

A CVM enxerga claro benefício no uso dos veículos coletivos de investimento para esta finalidade, uma vez que as pessoas físicas, especialmente no caso de investidores de varejo, poderão contar com gestão profissional para melhor avaliação dos riscos e retornos associados a esses ativos de longo prazo, além de uma maior diversificação de carteira, essencial para a diluição dos riscos do investimento.

Concordamos e reforçamos este entendimento, visto a tendência de evoluírem as captações via debêntures de infraestrutura para financiamento de projetos, cuja análise demanda maior conhecimento e profundidade.

Nova seção adicionada ao capítulo X

Propõe-se que a seção IV, intitulada "Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura", e que contém os arts. 131-A e 131-B, seja adicionada ao capítulo X da Instrução CVM nº 555, de 2014.

Concordamos com a proposta. Importante um destaque na regulação para fundos de infraestrutura, não somente pelo benefício tributário, mas por outras especificidades inerentes a natureza dos projetos de infraestrutura.

Visando a criação de um colchão de liquidez no fundo, os parágrafos 5º e 6º determinam que os recursos que não estejam aplicados nos ativos incentivados sejam investidos em ativos de baixo risco de crédito e de curto prazo, sendo permitido o uso de derivativos somente para a finalidade de hedge, seguindo o mesmo rol de possibilidades utilizado em outros capítulos da instrução.

§ 4º Caso a política de investimento do fundo permita a aplicação em Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI, ou em cotas de emissão de fundo de investimento em direitos creditórios – FIDC constituído sob a forma de condomínio fechado, o administrador deve assegurar-se de que, na consolidação das aplicações, as obrigações previstas neste artigo são atendidas.

Concordamos com o parágrafo acima, apesar de entender que o CRI seja um ativo utilizado basicamente para o setor imobiliário.

Concordamos com a proposta

2.2. Regras prudenciais no caso de fundos distribuídos para investidores não considerados qualificados (art. 131-B)

Em razão dos ativos incentivados serem de crédito privado e de longo prazo, a CVM optou por impor algumas restrições no caso de FI-Infra cujas cotas venham a ser adquiridas por investidores que não atendam os critérios da regulamentação específica para serem considerados como qualificados ou profissionais.

Portanto, valores mobiliários relacionados a projetos somente serão aceitos no caso de projetos performados (art. 131-B, I). A definição do termo "performado" se encontra no § 1º do art. 131-B, que segue critérios adotados em outras regras da CVM. Fundos destinados a investidores qualificados não estão sujeitos a esta exigência.

Redação em relação aos critérios de "performance" a redação detalha:

"Art. 131-B. A carteira de aplicações de FI-Infra distribuído para investidores que não sejam considerados qualificados nos termos da regulamentação específica, deve atender aos seguintes requisitos:

I – ser constituída por valores mobiliários representativos de projetos considerados como performados no momento da aquisição pelo fundo;
(vide posicionamento e comentários abaixo do § 1º, logo na sequência)

II – possuir exposição máxima de 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido por emissor; e
(consideramos adequados o limite acima em decorrência do tamanho das emissões e dos fundos em suas diversas etapas de desenvolvimento)

III – possuir Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI, ou cotas de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC, exclusivamente de classe sênior."
(consideramos adequada a possibilidade e as restrições, apesar de o CRI não seja um ativo de infraestrutura, abrindo a possibilidade de descaracterização do fundo em relação à infraestrutura.)

E seguido pelo seguinte parágrafo:

§ 1º Para fins do disposto neste artigo, o projeto não será considerado performado enquanto o seu emissor não apresentar receita proveniente de suas operações, em demonstração financeira anual ou, quando houver, em demonstração financeira anual consolidada, elaboradas de acordo com as normas da CVM e auditadas por auditor independente registrado na CVM.

Antes de qualquer ponto em relação a este tópico, vale mencionar que a aprovação do benefício por órgão governamental competente já mitiga muitos dos riscos de projetos em fase inicial – não existência do projeto, não aprovação de priorização, dentre outros tópicos que refletem uma avaliação prévia por grupo especializado.

Destacamos ainda, que atualmente é permitido a aquisição direta de debêntures vinculado a projetos não performados pelo investidor de varejo. Ainda, o regime informação de fundos é muito superior ao disponibilizado em operações de debêntures.

Entendemos que a definição de performado pela receita auferida não necessariamente reflete a melhor forma de mitigação de riscos para o cotista não qualificado.

Há 2 possibilidades alternativas que poderiam ser utilizadas pela CVM para a eliminação deste restritivo:

(a) Tendo como base as considerações da aprovação governamental e que a atual comercialização das mesmas já ser realizada para pessoa física (via corretoras), a CVM, no nosso entendimento, poderia delegar a função de definição dos ativos não performados para os gestores. Eles devem ter, para a estruturação destes produtos, condições e a as capacidades que se sobrepõe a isto, mitigando o risco via análise dos projetos, suas garantias, *suitability* dos clientes/produtos e naturalmente, na definição de alocação dos recursos através da relação risco e retorno.

(b) Uma opção alternativa seria a permissão apenas para ativos que tenham acoplados produtos de garantias de performance (entrega no preço, prazo ou qualidade) dos referidos projetos como fator mitigador de risco – fiança bancária, seguro garantia ou outro instrumento que transfira os riscos acima para um outro player – instituição financeira e/ou empresa seguradora.

Outros pontos complementares abordados pela proposta de alteração

Limites dos ativos dentro do fundo

§ 2º Para efeito do disposto no inciso II, aplicam-se ao emissor as disposições dos §§ 1º e 2º do art. 102, sem prejuízo do disposto no §3º deste artigo.

§ 3º Para efeito do disposto no inciso II, no caso de debêntures emitidas por sociedade de propósito específico - SPE, constituída sob a forma de sociedade por ações, o limite será computado considerando-se a SPE como emissor independente, desde que haja constituição de garantias relativas ao cumprimento das obrigações principais e acessórias e que elas não sejam concedidas por sociedades integrantes do seu grupo econômico.

Concordamos com o parágrafo acima, permitindo o desenvolvimento do mercado de Financiamento de Projetos *non-recourse*.

Distribuição via mercados organizados de valores mobiliários

§ 5º Somente as cotas de FI-Infra fechado que atendam ao disposto neste artigo podem ser adquiridas em mercados organizados de valores mobiliários por investidores que não atendam aos requisitos da regulamentação específica para investidores qualificados.

Acreditamos que as ressalvas feitas ao *§ 1º* são relevantes e deveriam levar a eliminação deste *§ 5º.*

§ 6º Cabe aos intermediários assegurar o cumprimento do § 5º relativamente aos seus clientes." (NR)

PROJETO
infra
2038
www.infra2038.org