



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### RELATÓRIO DE ANÁLISE

#### Audiência Pública SDM nº 04/18 – Processo CVM SEI nº 19957.0037762017-67

#### **Objeto: Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura – FI-Infra**

#### **Introdução**

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM para apresentar ao Colegiado as sugestões enviadas na Audiência Pública nº 04/18, que recebeu comentários entre os dias 27 de setembro e 26 de novembro de 2018.

A audiência teve como objeto a minuta de instrução (“Minuta”) que visa estabelecer alterações na Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, a qual dispõe sobre a constituição, administração, funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, para incluir dispositivos relativos aos fundos incentivados previstos na Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, conforme alterada pela Lei nº 12.715, de 17 de setembro de 2012, constituídos para investimento em projetos de infraestrutura.

Todas as manifestações recebidas na audiência pública estão disponíveis na íntegra na página da CVM na rede mundial de computadores<sup>1</sup>. Dessa forma, os comentários e sugestões tempestivamente apresentados são citados neste relatório de forma resumida. Sugestões relativas a alterações ortográficas e ajustes meramente redacionais não estão citadas, mas foram consideradas na elaboração da proposta definitiva de norma.

Para melhor descrever e comentar as sugestões recebidas, este relatório está organizado da seguinte forma:

#### **Conteúdo do relatório**

<b>1. Participantes da audiência.....</b>	<b>2</b>
<b>2. Comentários à Minuta .....</b>	<b>2</b>
<b>2.1. Prazo para enquadramento de carteira no limite por emissor específico para o FI-Infra (art. 107) 2</b>	

<sup>1</sup> Vide [http://www.cvm.gov.br/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/2018/sdm0418.html](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2018/sdm0418.html)



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

<b>2.2</b>	<b>Seção IV do Capítulo X - Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura .....</b>	<b>5</b>
<b>2.2.1</b>	<b>Definição do fundo e deliberações quanto à aplicação de recursos (art. 131-A) .....</b>	<b>5</b>
<b>2.2.2</b>	<b>Classificação do FI-Infra e cobrança de taxa de performance (art. 131-A).....</b>	<b>6</b>
<b>2.2.3</b>	<b>Possibilidade de migração de fundos em operação para o regime do FI-Infra .....</b>	<b>7</b>
<b>2.2.4</b>	<b>Exigências relativas aos requisitos de liquidez da carteira (art. 131-A, §§ 5º e 6º) .....</b>	<b>8</b>
<b>2.2.5</b>	<b>Outras propostas relativas ao art. 131-A .....</b>	<b>10</b>
<b>2.2.6</b>	<b>Definição da carteira de aplicações de FI-Infra distribuídos para investidores não qualificados nos termos de regulamentação específica (art. 131-B) .....</b>	<b>10</b>
<b>2.2.7</b>	<b>Definição de projetos performados (art. 131-B, § 1º).....</b>	<b>13</b>
<b>2.2.8</b>	<b>Investimentos em FIDC e CRI (art. 131-B, inciso III e § 4º) .....</b>	<b>14</b>
<b>2.3</b>	<b>Fundos destinados a investidores qualificados (art. 126) .....</b>	<b>16</b>
<b>2.4</b>	<b>Fundos destinados a investidores profissionais (art. 129) .....</b>	<b>18</b>
<b>3</b>	<b>Outros comentários à Minuta.....</b>	<b>19</b>
<b>4</b>	<b>Proposta definitiva de Instrução .....</b>	<b>20</b>

### 1. Participantes da audiência

Os seguintes participantes manifestaram-se na audiência pública: (i) ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”); (ii) BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (“BNDES”); (iii) Instituto Infra Brasil (“INFRA”); (iv) Laboratório de Inovação Financeira (“LAB”); (v) Sparta Administradora de Recursos Ltda. (“Sparta”); e (vi) Velloza Advogados Associados (“Velloza”).

### 2. Comentários à Minuta

#### 2.1. Prazo para enquadramento de carteira no limite por emissor específico para o FI-Infra (art. 107)

BNDES aponta que, apesar do prazo determinado na Lei nº 12.431, de 2011, de 2 anos para o enquadramento da carteira ao requisito de investimento em ativos incentivados de infraestrutura, a Minuta concede somente 360 dias para o enquadramento aos limites de concentração propostos.

Apesar de os prazos de fato se direcionarem para aspectos diferentes, dado que o art. 2º do dispositivo legal citado aborda o prazo para enquadramento da carteira no requerimento de 85% de ativos incentivados, enquanto o § 3º do art. 107 da Minuta estabelece um limite temporal para o atendimento de



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

restrições prudenciais, na forma de limites de investimento em papéis oriundos de um mesmo devedor, conforme dispostos no art. 131-B, BNDES afirma que a lógica contida no ciclo estabelecido na lei condiz melhor com a dinâmica que tem sido observada na originação destes ativos.

Assim, BNDES argumenta que, no seu entender, a estruturação da carteira de modo a atender o critério de concentração por devedor será mais viável num prazo de 2 anos.

LAB destaca que existem ativos de infraestrutura que recebem o benefício fiscal da lei e que também apresentam adicionalidades socioambientais positivas. Entretanto, por vezes tais emissões não mensuram e atestam o ganho socioambiental dos projetos que custearão, de forma que os ativos acabam sendo distribuídos apenas como ativos de infraestrutura.

LAB enfatiza que ao longo dos anos tem crescido de modo expressivo a demanda de investidores por ativos que representem benefícios socioambientais, crescimento que tem sido acompanhando por um movimento global de investimentos responsáveis e alinhados com o desenvolvimento sustentável e a economia de baixo carbono.

Objetivando o desenvolvimento do mercado de títulos verdes no Brasil, como forma de incentivo, LAB faz sugestão para flexibilizar prazos constantes da Minuta. Assim, fundos incentivados de investimento em infraestrutura cujo patrimônio líquido esteja alinhado com a percentagem mínima de 50% de ativos e que, adicionalmente, tenham caráter benéfico para sociedade e meio-ambiente devem ter aumento do período de adequação, o qual passaria a ser de 720 dias. Para os demais FI-Infra, LAB entende que o prazo proposto na Minuta é razoável.

Finalmente, LAB propõe a existência de determinados mecanismos que serviriam para certificação do benefício socioambiental, a saber: (i) relatório de segunda opinião ou certificação de padrões com metodologias reconhecidas internacionalmente pelo mercado, atestando que o projeto possui adicionalidades socioambientais; (ii) certificação ou relatório de segunda opinião emitido por entidade que tenha celebrado convênio com a CVM ou que seja acreditada por entidade que tenha celebrado convênio com a CVM; e (iii) atestado por agência classificadora de risco autorizada pela CVM.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A CVM concordou com os argumentos do BNDES, de forma que optou por majorar o prazo constante do art. 107 para 2 anos.

Em relação à manifestação do LAB, inicialmente cabe destacar que a CVM possui interesse no desenvolvimento de um mercado de títulos verdes no Brasil, justamente por reconhecer nesse mercado as características apontadas pelo participante e o potencial do país para captar recursos comprometidos com a sustentabilidade socioambiental do planeta.

No que se refere à sugestão de aumentar para 720 dias o prazo de enquadramento da carteira de ativos aos limites por emissor, conforme já apontado acima, a sugestão foi acatada para todos os ativos, o que inclui também os títulos verdes, observado que será utilizado o prazo de “2 anos”, de modo alinhado à lei.

Já no que se tange à existência de mecanismos de certificação “verde”<sup>2</sup>, inicialmente cabe enfatizar que estes já existem e podem ser conferidos por empresas especializadas, firmas de auditoria e agências de rating, ainda que sem sujeição à regulamentação da CVM.

Ressalte-se, ainda, que a contratação de uma certificação “verde” ocorre precipuamente em função do interesse dos emissores – em busca de maior reputação e menor custo de capital – e por demanda de investidores por produtos alinhados ao desenvolvimento sustentável, não tendo até o momento sido parte do escopo regulatório dos reguladores de mercado de capitais, e sim matéria afeita à autorregulação dos agentes de mercado.

Não obstante, registre-se que o interesse da CVM na matéria não é meramente teórico, posto que a Autarquia tem a intenção de envidar esforços no sentido de desenvolver o mercado de títulos verdes brasileiro. Tal fato é evidenciado, só um exemplo, pela participação da CVM no LAB, que não se limita à co-liderança da iniciativa ao lado de BID e ABDE, mas envolve também uma participação ativa nos grupos de trabalho dedicados aos títulos verdes e às finanças verdes. Nesse sentido, cite-se que as contribuições do LAB serão úteis para no âmbito de atividades normativas futuras sobre a matéria.

Finalmente, cabe o alerta de que nada impede que uma determinada emissão de valores mobiliários no mercado brasileira seja certificada como “verde”.

<sup>2</sup> Originadora de benefícios socioambientais.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.2 Seção IV do Capítulo X - Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura

#### 2.2.1 Definição do fundo e deliberações quanto à aplicação de recursos (art. 131-A)

Argumentando necessidade de maior clareza, BNDES recomenda que haja alteração no **caput** do referido artigo. Segundo o participante, a redação proposta na Minuta pode levar ao entendimento de que apenas os FI-Infra se enquadram nos fundos definidos no art. 3º na Lei nº 12.431, de 2011, enquanto já existem Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC, por exemplo, que operam gozando dos benefícios daquela lei. Para tal, sugere que o **caput** mencione que os FI-Infra “incluem-se entre os definidos no art. 3º da Lei nº 12.431, de 2011, ...” (grifo nosso).

A CVM concorda com a possibilidade de aperfeiçoamento da redação do **caput**. Entretanto, esclarece que os FIDC que já se beneficiam do regime tributário estabelecido na lei são aqueles referidos no art. 2º, sendo regulados pela Instrução CVM nº 356, de 2001. De modo semelhante, os fundos de investimento em participações (FIP) voltados para obtenção dos mesmos benefícios estão elencados no art. 4º da lei. É relevante citar que estas modalidades de fundos são destinadas exclusivamente a investidores qualificados, conforme regulamentação específica, dado o perfil de risco envolvido.

Os FI-Infra são – exclusivamente – os fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 555, de 2014, cujos limites dos arts. 102 e 103 foram ampliados, conforme o novo regramento ora editado, e que, uma vez satisfeitas as exigências da nova Seção IV do Capítulo X da Instrução em tela, podem ser distribuídos para investidores que não atendam aos requisitos de qualificação.

Note-se que qualquer fundo constituído e registrado sob o amparo da Instrução CVM nº 555, de 2014, pode optar por ter uma política de investimentos que atenda aos requisitos do art. 3º da lei, de modo a garantir o benefício fiscal para seus cotistas, sendo certo que já existem fundos assim em funcionamento normal. Todavia, a ideia é no sentido de que os limites aplicáveis aos FI-Infra sejam mais adequados aos valores mobiliários específicos que compõem a sua carteira.

A CVM, assim, embora destacando a voluntariedade da migração dos fundos de investimento que já estão em operação para o regime do FI-Infra, acredita que a flexibilidade ora estabelecida venha a estimular tal migração.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 2.2.2 Classificação do FI-Infra e cobrança de taxa de performance (art. 131-A)

Sparta aborda a possibilidade dos FI-Infra serem obrigatoriamente classificados como Renda Fixa (Seção VI do Capítulo IX da Instrução CVM nº 555, de 2014), visto que tal classificação seria condizente com o objetivo da CVM em relação ao fator de risco apresentado por tal espécie de fundo.

Considerando a classificação proposta, argumenta que, entretanto, ocorreria a restrição da possibilidade de cobrança de taxa de performance para fundos destinados a investidores não qualificados, em função do disposto no art. 109, parágrafo único, inciso III, da Instrução nº 555, de 2014, com exceção de casos onde ocorra a denominação de “Longo Prazo”.

Sparta argumenta que a Lei nº 12.431, de 2011, ao definir 85% como percentual mínimo para composição de carteira em ativos de infraestrutura, delimita claramente um investimento de renda fixa de longo prazo, uma vez que os prazos médios de debêntures de infraestrutura são maiores ou iguais a 4 anos por exigência legal, o que justificaria, pelo menos por princípio, a permissão para a cobrança da referida taxa.

Adicionalmente, o participante sugere que não apenas os FI-Infra, mas todos os fundos de da classe Renda Fixa alinhados à Lei nº 12.431, de 2011, e seu tratamento tributário, ainda que destinados a investidores que não atendem aos requisitos de qualificação da regulamentação específica, possuam permissão para a cobrança da taxa de performance.

Sparta entende que tal ação pode ser benéfica no sentido de diminuir a taxa de administração e agregar interesses para administrador e cotista, em decorrência do cálculo feito para a arrecadação por meio da margem entre desempenho e **benchmark**. Dessa forma, o participante sugere modificação no art. 109, inciso III, da Instrução CVM nº 555, de 2014. E, em sua decorrência, ocorreria mudança no **caput** do art. 131-A, a qual deixaria explícita a inclusão dos FI-Infra na classe Renda Fixa.

A CVM entende como parcialmente pertinentes as sugestões de Sparta. Considerando que o principal fator de risco do FI-Infra remete à classificação deste com Renda Fixa<sup>3</sup>, a CVM decidiu inserir um comando determinando que os FI-Infra e os fundos de investimento em cotas de FI-Infra devem ser classificados como fundos de investimento em renda fixa, o que os sujeita à regulamentação aplicável a essa classe de fundos.

<sup>3</sup> [Instrução CVM nº 555](#), Capítulo IX, Seção VI, Subseção I.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Já no que se refere à permissão para que os FI-Infra destinados ao público em geral cobrem taxa de performance mesmo sendo classificados como fundos de Renda Fixa, a CVM considera que existe um desalinhamento entre a forma como a taxa de performance é usualmente apropriada e cobrada na indústria brasileira de fundos de investimento – curto prazo – e a **completion** física e financeira dos projetos de infraestrutura, que no mais das vezes se dá no longo prazo.

Tal desalinhamento faria com que a taxa de performance prevista no item XLIV do art. 2º da Instrução CVM nº 555, de 2014, pudesse ser cobrada antes mesmo de o projeto estar operacional, ou seja, eventualmente investidores de varejo poderiam pagar (antecipadamente) pela performance de projetos que, em verdade, ainda enfrentariam riscos não somente de performance, mas também de crédito.

Diante de todo o acima exposto, bem como considerando que (i) a taxa poderá ser cobrada de investidores qualificados e profissionais; e (ii) a matéria não foi submetida à discussão no âmbito do edital da audiência pública, a CVM decidiu por hora não permitir que FI-Infra destinados a investidores de varejo cobrem taxa de performance. Todavia, reconhecendo o mérito do ponto trazido ao debate pelo participante, a CVM deixa registrado que poderá aprofundar sua análise sobre a matéria, de modo a eventualmente propor regras próprias para os FI-Infra no tocante à taxa de performance.

### 2.2.3 Possibilidade de migração de fundos em operação para o regime do FI-Infra

Sparta expressa preocupação pelo fato da Minuta não incluir dispositivos acerca da possibilidade de migração de fundos de investimento em infraestrutura atuais, já registrados e funcionando regularmente de acordo com a Instrução CVM nº 555, de 2014, e que seguem as regras da Lei nº 12.431, de 2011, para o regime recém-criado para os FI-Infra. Observa também que a Minuta não contém obrigação de ajuste dos fundos atuais de modo a atender às exigências que serão particulares para os FI-Infra.

O participante entende que os fundos de infraestrutura atuais deveriam poder migrar sem os novos ônus regulatórios ora propostos para o FI-Infra, haja vista que as exigências impostas a estes fundos são majoritariamente flexibilizações em relação às regras sob as quais os fundos de infraestrutura atuais operam.

Explicitando seu receio em relação aos problemas que podem ocorrer na migração, Sparta alega que os atuais fundos de infraestrutura podem estar registrados nas classes Renda Fixa ou



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Multimercado. Assim, o participante observa que estes fundos já em operação não estão sujeitos atualmente às restrições estabelecidas nos §§ 5º e 6º do art. 131-A e nem àquelas dos incisos I e III do art. 131-B, conforme proposto na Minuta. Tal fato poderia ser um entrave para a migração na opinião do participante, pois força a modificação da composição das atuais carteiras.

Portanto, em conformidade com a exposição feita e com a proposta de classificação de FI-Infra como Renda Fixa apresentada no item anterior deste relatório, Sparta adiciona a sugestão de que caso os FI-Infra não sejam classificados obrigatoriamente como Renda Fixa, tenham a alocação de recursos que não constituem os ativos dispostos na Lei nº 12.431, de 2011, em ativos da classe Renda Fixa, e não da subclasse Renda Fixa Curto Prazo, como parece ser a intenção na Minuta. Logo, os §§ 5º e 6º perderiam finalidade, devendo ser excluídos do art. 131-A.

Sparta recomenda um parágrafo explicitando a possibilidade de migração dos atuais fundos em infraestrutura para os FI-Infra mediante aprovação em assembleia. O proponente recomenda também a adição de parágrafo ao art. 107 da Instrução, determinando que, em caso de migração, o prazo de 360 dias para enquadramento da carteira também é válido e será contado a partir da data de adesão ao novo regulamento.

A CVM enxerga mérito nas observações encaminhadas por Sparta, tendo (i) adicionado um dispositivo à minuta (novo art. 3º), disciplinando a migração de fundos de investimento para o regime dos FI-Infra; e (ii) ajustado o art. 131-A, para refletir as observações pertinentes.

Ressalte-se que, conforme a nova redação, o prazo de migração será de 2 anos, o que representa um alinhamento com o prazo previsto para os novos fundos atenderem às exigências do regime do FI-Infra.

### 2.2.4 Exigências relativas aos requisitos de liquidez da carteira (art. 131-A, §§ 5º e 6º)

ANBIMA faz menção ao § 5º, caracterizando-o como restritivo, uma vez que a CVM, por meio de seus normativos, e a própria associação, no âmbito da autorregulação, já possuem mecanismos que determinam que administradores e gestores estabeleçam políticas, procedimentos e controles internos de modo que a liquidez da carteira seja compatível com os prazos estabelecidos nos respectivos regulamentos para pagamentos de pedidos de resgate.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

No entender do participante, o percentual para recursos que não estão alocados em ativos de infraestrutura, cujo teto é de 15%, deve ter sua composição definida pelo gestor de carteira, ficando a seu critério utilizar todo ou parte do referido percentual em ativos incentivados pela Lei nº 12.431, de 2011, ou nos que estão expressos em tal parágrafo.

Adicionalmente, no caso dos FI-Infra constituídos sob condomínio fechado, a discussão sob futuros pagamentos de resgate não procede, o que faz desnecessário que a imposição das restrições propostas no § 5º do art. 131-A da Minuta.

Sendo assim, ANBIMA propõe alterações no § 5º, explicitando que as restrições se direcionam para fundos constituídos sob a forma de condomínio aberto, assim como a adição de um § 7º, retificando que os FI-Infra constituídos sob condomínio fechado não estão sujeitos às restrições previstas no § 5º. Prosseguindo, ANBIMA sugere que a redação seja ajustada fazendo menção a investimento em títulos “emitidos por instituições financeiras” ao invés de títulos “privados”, considerando que somente aqueles apresentam liquidez suficiente e um mercado desenvolvido o bastante.

ANBIMA ainda recomenda a retirada da limitação a aplicações em fundos Renda Fixa somente das subclasses Curto Prazo e Renda Fixa Simples contida no inciso II, propondo como alternativa a aplicação em cotas de fundos de investimento da classe Renda Fixa sem restrição de subclasse, desde que a carteira seja composta substancialmente pelos ativos citados no referente parágrafo e em conformidade com o § 6º.

Com o argumento de que a redação prevista na Minuta dificulta o entendimento quanto ao limite mínimo do patrimônio líquido a ser investido em ativos incentivados, BNDES propõe alteração textual no § 5º do referente artigo, clarificando que o gestor pode investir mais de 85 % (oitenta e cinco por cento) do patrimônio líquido do fundo em ativos financeiros de que trata o art. 2º da Lei nº 12.431, de 2011.

A CVM concorda com os comentários dos participantes. Desse modo, esclarece que o dispositivo proposto tratava dos recursos não destinados aos ativos que conferem tratamento tributário diferenciado e que não buscou restringir a aplicação acima do percentual de 85% do PL do fundo nos ativos do art. 2º da lei.

Contudo, em função dos comentários dos participantes e considerando que (i) a plataforma regulatória dos fundos de investimento já conta com soluções dedicadas à gestão de liquidez e **suitability**



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

que são plenamente oponíveis aos FI-Infra abertos; (ii) gestão de liquidez é matéria que conta com rotina de supervisão por parte da autarquia; e (iii) não há interesse em aumentar os custos de observância da indústria de modo pouco fundamentado, a CVM entende que não se faz necessário prescrever os ativos que poderiam ser adquiridos pelos gestores dos FI-Infra no âmbito da gestão de caixa, mesmo para os fundos constituídos sob a forma de condomínio aberto.

### 2.2.5 Outras propostas relativas ao art. 131-A

LAB, tratando da especificidade dos títulos verdes e para seu estímulo no mercado, sugere a adição de um § 7º ao dispositivo em tela, direcionando para o uso do sufixo denominado “Títulos Verdes” para os FI-Infra que (i) tenham aplicação igual ou superior a 67% em ativos incentivados pela Lei nº 12.431, de 2011, e que (ii) comprovem resultados socioambientais positivos.

A CVM considera pertinente a sugestão do LAB, mas considera que tal proposta carece de maior aprofundamento e debates com representantes da indústria.

Isto porque o requisito previsto no item (ii) está relacionado à atividade de certificação e monitoramento de “performance socioambiental”, o que só poderia, na maior parte dos casos, ser comprovado **ex-post**, a partir de critérios predeterminados e passíveis de verificação. Entende-se que se trata de matéria sobre a qual o regulador e os participantes de mercado ainda precisam evoluir, de modo que a sugestão não foi acatada no âmbito da presente audiência pública, mas eventualmente poderá servir de insumo para eventuais atividades normativas futuras.

Nesse sentido, ressalte-se que a sugestão de sufixo poderá ser avaliada para todos os veículos de investimento coletivo: embora os FI-Infra pareçam candidatos naturais a obter a certificação de “verde”, nada impediria que outros fundos de investimento obtivessem tal certificação, inclusive fundos estruturados, tais como FIDC, FII e FIP.

### 2.2.6 Definição da carteira de aplicações de FI-Infra distribuídos para investidores não qualificados nos termos de regulamentação específica (art. 131-B)

ANBIMA, INFRA, LAB, e Velloza enviam manifestações contrárias à restrição de investimentos em projetos não-performados (**greenfield**), considerando que tal exigência pode não ser desejável para os investidores, ainda que não qualificados, nos termos da regulamentação específica, uma vez que projetos de infraestrutura podem apresentar maior rentabilidade quando ainda na fase pré-



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

operacional. Assim, o público em geral ficaria em desvantagem em relação a seus pares mais qualificados em termos de potencial de rentabilidade do fundo.

Na argumentação enviada por BNDES – relativa ao prazo para enquadramento ao limite por emissor (ver item 2.1) – é enfatizado que as emissões por SPEs constituídas para implantar e operar projetos de infraestrutura são *“potencialmente as maiores beneficiárias da ampliação do número de fundos incentivados”* que a mudança na regulamentação da CVM pode gerar, posto que contam atualmente com menor acesso ao mercado de capitais.

ANBIMA enxerga grande importância na possibilidade de investimento por parte dos fundos FI-Infra dada a representatividade dos projetos não-performados nos ativos alinhados à Lei nº 12.431, de 2011. Nos dizeres da associação: *“a vedação proposta no dispositivo em referência limita substancialmente a quantidade de ativos disponíveis e, conseqüentemente, dificulta a gestão e aumenta a concentração da carteira dos FI-Infra ofertados para esta classe de investidores”*.

Adicionalmente, cita a possibilidade de utilização de fiança bancária ou aval corporativo como forma de decréscimo do risco para projetos de infraestrutura **greenfield** e a conseqüente equidade entre os riscos de tais projetos e os de projetos já operacionais. Assim, ANBIMA propõe: (i) alteração textual no inciso I, indicando a possibilidade de investimento em projetos não-performados, desde que atendendo às considerações supracitadas; e (ii) adição de § 7º, que explicita que a fiança e o aval devem ser tidos como baixo risco de crédito pelo gestor.

INFRA destaca que a demanda legal prevendo aprovação por parte de órgão governamental competente já é um fator mitigador de riscos e que, adicionalmente, há maior disponibilidade de informações para os investidores relativas aos fundos de investimento se comparado com o caso dos investimentos diretos em debêntures, sendo que estas últimas não possuem restrição para aquisição por pessoas físicas não consideradas como investidores qualificados, mesmo em projetos não-performados.

INFRA argumenta também que o risco poderia ser diminuído por meio de investimento em ativos cujos produtos contenham garantia de performance. Haveria permissão para aplicação somente para ativos com a característica citada. A partir de suas considerações, INFRA sugere revogar o inciso I e os §§ 1º e 5º do art. 131-B.

LAB sugere a inclusão de regras prudenciais, as quais seriam alternativas à restrição do público em geral a projetos performados. Tais regras incluiriam as seguintes possibilidades: (i)



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

classificação de risco de ativos pelas agências de classificação de risco; (ii) quando os ativos não-performados forem equivalentes a mais de 50% dos ativos em carteira, obrigação do uso de sufixo denominado “Risco de Performance”; (iii) estudos de viabilidade, conforme exigido pela Instrução CVM nº 400, de 2003; e (iv) introdução de obrigação de constituição de garantias reais ou fidejussórias, garantia de instituição financeira, sociedade seguradora ou de fundos constituídos por doações de entidades nacionais e internacionais.

Dessa forma, LAB entende que a finalidade de mitigar os riscos ao investidor não qualificado ainda seria atingida.

Abordando a questão da especificidade dos títulos verdes, já mencionada nos itens 2.1 e 2.2.5, LAB faz ressalva indicando que tal mercado poderia ser incentivado por meio do aumento do limite de exposição máxima – até 25%. Para que o incentivo ocorresse, seria necessária a aplicação mínima de 50% do patrimônio líquido em ativos que tenham benefícios socioambientais atestados, além da aplicação de recursos excedentes em ativos expressos no art. 131-A, quando constituído como fundo aberto, e, possibilidade de negociação na bolsa de valores, no caso de constituição como fundo fechado.

Em resumo, a partir de seu entendimento, LAB recomenda a exclusão do inciso I e a adição de dois novos parágrafos ao art. 131-B, os quais conteriam incisos especificando as regras prudenciais e as condições para expansão do limite por emissor.

Velloza chama a atenção para o fato de que, uma vez mantida a restrição, em fundos distribuídos para o público em geral restaria ao gestor somente a possibilidade de aquisição no mercado secundário ou ampliações de projetos já operantes, e, em ambas as situações, o investimento é menos atrativo.

O participante cita a já existente utilização de fundos de investimento incentivados pela Lei nº 12.431, de 2011, cujas restrições do art.131-B não se aplicam, e, ainda adverte para o consequente incentivo à criação de outras classes de fundos destinados a investidores não qualificados a fim de alcançar a possibilidade de investimento em projetos na fase pré-operacional. Sendo assim, Velloza propõe excluir o inciso I e, em decorrência, também o § 1º do art. 131-B.

Inicialmente, cabe ressaltar que, ao menos no que se refere a ativos financeiros, riscos e retornos são positivamente relacionados, ou seja, o fato de ativos emitidos no âmbito de projetos não-performados oferecerem retornos mais significativos implica também no fato deles oferecerem maior



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

risco. Todavia, a CVM considera meritórias as observações encaminhadas pelos participantes, de forma que decidiu reconsiderar a restrição em tela, assim permitindo que o público em geral também possa adquirir cotas de FI-Infra que invistam em projetos ainda pré-operacionais.

Para tanto, foram avaliadas as diversas sugestões enviadas em relação às possíveis exigências que poderiam ser impostas como alternativas, tais como o uso de relatórios de agências de classificação de risco, tipos de garantias etc., mas entendeu-se que a escolha do mecanismo adequado é matéria afeita ao mercado, notadamente ao gestor do fundo responsável pela decisão de alocação e análise de risco do ativo, não cabendo ao regulador antecipar quais seriam as estruturas mais eficientes.

Ademais, sob a perspectiva de proteção dos investidores, considerando que FI-Infra distribuídos junto ao público em geral deverão disponibilizar a “Lâmina de Informações Essenciais” conforme modelo previsto no Anexo 42 da Instrução CVM nº 555, de 2014, os investidores terão uma informação objetiva e visual sobre a classificação de risco que o administrador atribui ao FI-Infra<sup>4</sup>, em uma escala que vai de 1 a 5 de acordo com o risco envolvido na estratégia de investimento do fundo.

Finalmente, em nome da coerência da plataforma regulatória, levou-se em consideração que os projetos que fazem jus aos benefícios da Lei nº 12.431, de 2011, já contam com exigências de aprovação por órgão governamental competente, e que não há vedação naquela lei de aquisição direta de debêntures associadas a projetos **greenfield** por parte de investidores de varejo.

### 2.2.7 Definição de projetos performados (art. 131-B, § 1º)

Sparta compreende a restrição imposta na Minuta para aplicações em projetos não-performados dado o risco maior, visando uma maior proteção ao investidor de varejo. Entretanto, Sparta traz uma série de considerações alertando que o modo simples pelo qual o critério de projeto performado foi definido na Minuta não reflete uma ampla gama de casos reais. O mercado, por exemplo, distingue entre situações possíveis usando o termo **completion** físico e financeiro, que compreende, além da conclusão das obras, o equilíbrio de receitas e despesas.

Prossegue Sparta, citando um exemplo prático, em que o critério empregado na Minuta não reflete o risco, como no caso de uma ampliação relevante (requerendo volume elevado de Capex<sup>5</sup>) de uma concessão que já venha auferindo receitas rotineiramente.

<sup>4</sup> Item 6 do Anexo 42 da [Instrução CVM nº 555](#), de 2014.

<sup>5</sup> Montante despendido na aquisição ou introdução de melhorias em bens de capital.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Sparta também alerta para o fato de que, visando o menor custo de captação possível, não é incomum a inclusão de garantias, dadas, por exemplo, pelo aval dos acionistas, que muitas vezes são companhias abertas, até o **completion** físico e financeiro, ou até mesmo até o vencimento da emissão. Desse modo, Sparta considera que a restrição da maneira proposta nos termos da Minuta deve ser aperfeiçoada, para melhor refletir os reais riscos incorridos nestes investimentos.

ANBIMA recomenda a inclusão de balancetes para comprovação de receitas advindas dos projetos por serem estes produzidos em ciclos mais curtos que as demonstrações financeiras anuais. Assim, evitar-se-ia a situação indesejável em que um projeto permaneça inelegível até a apresentação das demonstrações financeiras apesar de já estar gerando receitas há vários meses. Assim, propõe uma alteração na redação do § 1º do referido artigo.

INFRA apresenta possíveis alternativas à restrição, indicando que a função de definir projetos não-performados poderia ser atribuída aos gestores, os quais fariam a classificação levando em conta a estrutura, análise de risco e garantias, **suitability** e a alocação dos recursos por meio da relação risco-retorno.

Os comentários perderam o objeto, uma vez que, de modo alinhado aos seus comentários no item 2.2.6, a CVM decidiu não impor nenhuma restrição a investimentos em projetos de infraestrutura não-performados para investidores de varejo, tendo optado pela supressão do § 1º do art. 131-B, o que exaure as preocupações apontadas pelos participantes.

### 2.2.8 Investimentos em FIDC e CRI (art. 131-B, inciso III e § 4º)

ANBIMA aponta que emissões de certificados de recebíveis imobiliários (CRI) e ofertas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) podem ser em classe única, e que a classe única, em seu entendimento acerca da Instrução CVM nº 356, de 2001, equivale à classe sênior, visto que “*não se subordina a nenhuma outra classe para fins de amortização e resgate*”. Assim, ANBIMA sugere modificação no inciso III do art. 131-B, a fim de obtenção de maior clareza.

Adicionalmente, ANBIMA pondera que a complexidade operacional a ser enfrentada pelo gestor e pelo administrador para o cumprimento da exigência disposta no § 4º, no caso de CRI e FIDC com ativos subjacentes pulverizados, sobretudo em situações onde o há acesso limitado às informações (e.g. quando estes estão sob a responsabilidade de terceiros), pode ser evitada.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Com base no acima exposto, ANBIMA sugere tratar o FI-Infra de maneira simétrica em relação aos demais fundos regulados pela Instrução CVM nº 555, de 2014, ou seja, dispensada a consolidação das aplicações para fins de enquadramento em caso de CRI e FIDC administrados por terceiros não ligados ao administrador ou gestor do fundo investidor.

Dessa forma, ANBIMA sugere mudança no § 4º e exclusão das exigências no caso de CRI e FIDC administradas por terceiros não ligados ao administrador ou gestor.

Sparta sugere redação para o art. 131-B, acrescentando o limite máximo de 20% por devedor ao **caput**, o que leva à exclusão do inciso II. Com a alteração, deve-se observar algumas condições para que o limite possa ser expandido até o percentual citado, onde são delimitadas nos incisos e parágrafos remanescentes. A fim de conferir melhor escrita, Sparta propõe alteração textual nos §§§ 2º, 3º e 4º.

Uma vez que o intuito é o de contemplar o que é previsto no dispositivo legal, Sparta também indica que investimentos em CRI e FIDC devem estar atrelados aos ativos descritos no art. 2º da Lei nº 12.431, de 2011. Sendo assim, faz sugestão de modificação no inciso III, incluindo menção que os CRI e FIDC citados são aqueles que atendem o art. 2º da lei.

Adicionalmente, Sparta requer alteração textual no § 10º do art. 102, em decorrência da proposta de modificação do art.131-B discutida acima, onde aplica condições para o aumento do limite concentração por emissor. A alteração seria com objetivo de assegurar concordância entre ambos os artigos.

A redação da exigência relativa à classe do CRI ou das cotas do FIDC foi ajustada para refletir a possibilidade de classe única, constando do (novo) § 2º, assim refletindo os comentários dos participantes.

Os comentários enviados por ANBIMA são pertinentes no que se refere aos FIDC, de forma que a CVM optou por dispensar a exigência de consolidação das posições detidas nos referidos veículos de investimento. Assim, a CVM acresceu um novo § 6º ao art. 131-B, prevendo que aplicações em FIDC restam dispensadas de consolidação, quando a administração ou gestão estiver sob responsabilidade de terceiros.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Já no que tange à aquisição de CRI, considerando que (i) os termos de securitização identificam os devedores<sup>6</sup> e (ii) no âmbito dos projetos de infraestrutura não se esperam emissões de CRI com pulverização de devedores e dívidas de pouca monta, a CVM entendeu que, para além de factível, a consolidação é desejável, pelo que sua previsão foi mantida.

A CVM entende como pertinentes as observações e sugestões enviadas por Sparta, tendo aprimorado a redação do **caput** e incisos do art. 131-B, para refletir que a majoração dos limites de exposição por emissor é aplicável apenas aos ativos que atendam às exigências do art. 2º da Lei nº 12.431, de 2011. Tal aprimoramento resultou, ainda, na exclusão do § 10º do art. 102 da Minuta, que se tornou imaterial.

### 2.3 Fundos destinados a investidores qualificados (art. 126)

BNDES aponta para uma assimetria entre o limite de investimento em dívida de um mesmo emissor proposto para o FI-Infra distribuído para investidores qualificados e o limite de mesma natureza aplicável no caso de um FIDC que também invista em projetos de infraestrutura, neste caso, porém, disciplinado pela Instrução CVM nº 356, de 2001, conforme o estabelecido em seu art. 40-A.

O participante argumenta pela adição de parágrafos ao art. 126, inserindo para os FI-Infra as exceções permitidas no art. 40-A para a carteira do FIDC, caso o devedor ou coobrigado tenha registro de companhia aberta, ou seja, sociedade empresarial que divulgue demonstrações financeiras anuais auditadas e em conformidade com a Lei nº 6.404, de 1976, e com a regulamentação emanada da CVM.

LAB, ainda se referindo aos títulos verdes, argumenta que uma ampliação nos limites de concentração por emissor teria o condão de estimular esse mercado. Logo, propõe que FI-Infra que apresentem percentagem mínima de 50% do patrimônio líquido em ativos incentivados pela Lei nº 12.431, de 2011 e, adicionalmente, tenham benefício socioambiental comprovado, possuam alargamento do limite, o qual passaria de 40% para 50%.

Destaque-se que o limite oponível para investidores qualificados continuaria sendo calculado como o dobro daquele oponível ao público em geral, visto que LAB sugere modificar também o art. 131-B: no caso de títulos verdes, a exposição máxima migraria para 25% quando o fundo fosse destinado ao público em geral.

<sup>6</sup> Item 2 do Anexo III da [Instrução CVM nº 414](#), de 2004, que deriva do art. 8º, I, da [Lei nº 9.514](#), de 1997.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Em decorrência de alterações sugeridas por Sparta para o art. 131-B, onde há a exclusão do inciso II do dispositivo, esse proponente sugere nova redação no art. 126, somente refletindo a alteração original.

A CVM reconhece a diferença de limites de concentração apontada pelo BNDES entre os dois tipos de fundos. Entretanto, entende que os FIDC e os fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 555, de 2014, são produtos que se distinguem em muitos fatores relevantes, e por essa razão tal diferença de tratamento se justifica.

Nesse aspecto, por exemplo, é sabido que a Instrução CVM nº 555, de 2014, tem por objetivo regular fundos líquidos, em geral constituídos sob a forma de condomínios abertos, acomodando melhor aqueles veículos mais tipicamente voltados ao varejo do mercado doméstico. Os FIDC, por seu lado, apesar de formalmente constituídos como fundos, na essência mais se configuram como uma modalidade de securitização de um **pool** de ativos de crédito privado, gozando de diversas características próprias e específicas decorrentes dessa condição.

Resultado concreto disso é que as carteiras dos fundos regulados pela Instrução CVM nº 555, de 2014 (no essencial, formada em mais de 90% por títulos públicos, ações e ativos de emissão das mesmas instituições financeiras que os administram) são substancialmente diferentes em composição, natureza e escopo daquela vista nos FIDC (direitos creditórios das mais diferentes espécies e origens).

Destaque-se que própria limitação de investimento em até 20% do patrimônio líquido, previsto no artigo 103, I, “f”, da Instrução CVM nº 555, de 2014, para aplicações em cotas de FIDC (e, vale dizer, sem poder contar com a exceção prevista no § 1º do mesmo artigo), evidencia a relevante distinção entre os dois veículos de investimento coletivo e suas regulações e também reforça a impropriedade de simplesmente estender à regulação de um veículo eventuais limites, restrições e condições previstos na regulação do outro.

Ademais, não custa observar também que a aplicação dessa dispensa de observância do limite de 20% hoje prevista na Instrução CVM nº 356, de 2001, à Instrução CVM nº 555, de 2014, criaria diversas outras distorções e assimetrias difíceis de administrar e até mesmo de prever ou quantificar.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

No que se refere manifestação do LAB, de modo alinhado aos nossos comentários no item 2.1, a sugestão de ampliação de limites para FI-Infra “verdes” pode vir a ser apreciada em eventuais atividades normativas futuras<sup>7</sup>.

Ressalte-se que nada impede que FI-Infra ou outros veículos de investimento coletivo voluntariamente sejam certificados como “verdes”. Sob uma perspectiva regulatória, embora se entenda que por hora tal prática não deva ser recomendada ou exigida pela regulação, a eventual existência de fundos certificados como “verdes” teria o benéfico condão de alimentar um histórico de informações e performance dos títulos verdes no mercado de capitais brasileiro.

A sugestão de Sparta foi acatada, haja vista que se trata somente de reflexo do ajuste redacional realizado no **caput** do art. 131-B, informado no **box** do item 2.2.8. Assim, a CVM propõe nova redação para o art. 126.

### 2.4 Fundos destinados a investidores profissionais (art. 129)

BNDES argumenta haver certa redundância no inciso V do referido artigo, uma vez que considera claro o fato de que as disposições do inciso II, art. 131-B, não se aplicam ao caso de investidores profissionais. Sendo assim, há proposta de exclusão de tal inciso.

Sparta sugere somente mudança textual, decorrente da alteração proposta no artigo 131-B, na qual retira o inciso II.

Embora reconheça mérito na observação de BNDES quanto à redundância representada pelo inciso V do art. 129 da Minuta, mas considerando que tal redundância requer um exercício de interpretação da regulamentação ora vigente sobre os fundos de investimento, e a título de conferir maior clareza à liberalidade, a CVM optou por manter o referido dispositivo.

A sugestão de Sparta foi acatada, tendo a CVM realizado as alterações pertinentes nos arts 126 e 129.

<sup>7</sup> Nesse sentido, far-se-á necessário – dentre outras matérias – verificar se no mercado brasileiro podem ser encontradas evidências, já razoavelmente demonstradas em mercados mais desenvolvidos, de que práticas socioambientais responsáveis agregam valor aos negócios, de modo que companhias e projetos que as observam tendem a apresentar uma relação risco-retorno mais favorável no médio e longo prazos.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 3 Outros comentários à Minuta

ANBIMA lembra o art. 105 da Instrução CVM nº 555, de 2014, que afasta as penalidades aos administradores e gestores de fundos em caso de não cumprimento dos limites expressos para diversificação e concentração de carteira e concentração de risco, quando as causas sejam alheias à suas vontades ou atuações. Com base no referido dispositivo, ANBIMA sugere adicionar um § 2º ao dispositivo, a fim de abarcar os FI-Infra na forma de condomínio fechado e em período de desinvestimento.

A CVM considera a sugestão pertinente, de forma que a redação do art. 105 foi ajustada conforme a sugestão encaminhada, isentando administrador e gestor de potenciais desenquadramentos passivos (i) durante o período que antecede o encerramento das operações de fundos fechados (desinvestimento) ou (ii) conforme deliberação de assembleia geral de cotistas. Observe-se que as alterações do art. 105 se aplicam aos fundos fechados regulados pela Instrução CVM nº 555, de 2014, não somente aos FI-Infra.

BNDES requer esclarecimento quanto aos fundos de investimento em cotas de fundo de investimento (FIC-FI), especificamente no que diz respeito à constituição e operação dos FIC-FI-Infra e à aplicação do percentual restante de seu patrimônio líquido, uma vez que tanto a Instrução CVM nº 555, de 2014, quanto a Lei nº 12.431, de 2011, descrevem um mínimo de 95% a ser investido.

A dúvida levantada pelo participante consiste em saber se devem ser seguidas as restrições contidas no § 5º do art.131-A, conforme apresentado na Minuta, ou aquelas que são expressas no § 1º do art.119 da Instrução CVM nº 555, de 2014, relativas aos fundos de investimento em cotas.

BNDES complementa propondo uma deliberação acerca da criação de regras específicas para fundos de investimento em cotas de FI-Infra.

A questão expressa no comentário de BNDES é válida, mas perdeu o objeto em função da retirada dos §§ 5º e 6º do art. 131-A, que geravam a legítima dúvida de interpretação de qual regra aplicar para o percentual de até 5% de ativos que não estivesse alocada nos fundos investidos.



## **COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### **4. Proposta definitiva de Instrução**

A proposta definitiva de Instrução, consideradas as manifestações recebidas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 25 de março de 2019.

(Original assinado por)

**ANTONIO CARLOS BERWANGER**

**Superintendente de Desenvolvimento de Mercado**