

São Paulo, 26 de novembro de 2018.

À  
Comissão de Valores Mobiliários – CVM  
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM  
(via e-mail)

Ref.: Audiência Pública SDM 04/2018

Prezados,

A Sparta Administradora de Recursos Ltda., inscrita no CNPJ sob o nº 72.745.714/0001-30, registrada na CVM como administradora de carteiras de valores mobiliários na categoria Gestor de Recursos (“Sparta”), vem, por meio desta, se manifestar acerca do Edital da Audiência Pública SDM 04/2018 (“Edital”). A Sparta é gestora de fundos de investimento de renda fixa que investem majoritariamente em ativos de infraestrutura, conforme definido na Lei nº 12.431/2011 (“Ativos de Infraestrutura”, e no caso desses ativos serem debêntures, “Debêntures de Infraestrutura”).

Compartilhamos da leitura da CVM, exposta na introdução do Edital, sobre as claras vantagens do uso de fundos para investimento em Ativos de Infraestrutura, notadamente a gestão profissional e a diversificação de carteira.

Consideramos oportuna a proposta de criação do FI-Infra, tanto pela possibilidade de ter negociação de cotas em bolsa para FI-Infra fechado, como pela flexibilização de determinados limites de concentração por emissor e modalidade de ativos.

Cabem, no entanto, algumas considerações que serão apresentadas a seguir.

Estruturamos este documento como segue: (A) Considerações Práticas, na qual apresentamos considerações práticas oriundas da experiência da Sparta com Ativos de Infraestrutura e em relação às propostas do Edital, e (B) Sugestões para o Edital.

## **(A) Considerações Práticas**

### **(i) Mercado de Debêntures de Infraestrutura**

1. Por conta da sua experiência com ativos de crédito privado, a Sparta acompanha as Debêntures de Infraestrutura há alguns anos. De maneira geral, entendemos que o risco das Debêntures de Infraestrutura é maior que o risco das debêntures regulares. Esse maior risco geralmente está associado a três quesitos: (i) a Lei nº 12.431/2011 (Art. 2º, § 1º) exige que o prazo médio no momento da emissão seja maior ou igual a 4 anos, ou seja, são prazos longos; (ii) os projetos de infraestrutura, geralmente têm riscos mais concentrados do que os riscos corporativos das empresas que

costumam acessar o mercado de capitais; e (iii) os projetos de infraestrutura podem trazer riscos de performance e/ou de obras.

2. Temos visto um número elevado de emissões de Debêntures de Infraestrutura sendo feitas por SPE (geralmente de capital fechado) ou companhias fechadas. Entendemos que esse é o formato natural para a maior parte das emissões que classificamos como “Projetos”.
3. Em geral, os Projetos têm riscos maiores, notadamente de obras, licenças e afins. Assim, para reduzir o custo de captação, em geral esses Projetos costumam trazer garantias. Um modelo bastante usual é o aval dos acionistas, geralmente companhias abertas, seja até o *completion* físico e financeiro, seja até o vencimento da emissão.
4. O critério para definir se um projeto é ou não performado é muito amplo, precisa ser visto caso a caso. Por isso, é comum no mercado usar o termo *completion* físico e financeiro, como no item 3, que vai além da conclusão das obras, mas envolve o equilíbrio de receitas e despesas. Para exemplificar, uma concessão que já tenha receita, mas exija volumes de Capex elevados para ampliação relevante. Pelo critério da empresa/projeto ter receita auditada, já é performado mesmo antes de começar as obras de expansão. Os riscos na definição de performado para o credor e para o acionista são diferentes.
5. Diante do exposto nos itens acima, é comum ver grandes grupos, cujas holdings são companhias abertas com ótimas métricas de crédito, captando recursos com Debêntures de Infraestrutura diretamente através dos seus Projetos, que muitas vezes são subsidiárias de capital fechado.
6. Ainda, os Projetos costumam ser emissões de volumes menores, enquanto que as emissões de volumes maiores são feitas geralmente por companhias abertas. As emissões de Projetos são muito mais frequentes que as emissões de companhias abertas.

(ii) Fundos de Ativos de Infraestrutura

7. A Sparta faz a gestão de fundos regidos pela Instrução CVM nº 555 (“ICVM 555”) dedicado a Ativos de Infraestrutura, e que são destinados a investidores em geral (não qualificados), há cerca de um ano e meio. A política de investimento destes fundos segue o disposto no Art. 3º da Lei nº 12.431/2011 (“Fundos de Infraestrutura Atuais”), para que os investidores tenham os benefícios tributários referidos nesta lei.
8. Entendemos que a ICVM 555 traz um conjunto de proteções bastante adequado aos investidores em geral (não qualificados). Ao mesmo tempo, os limites por emissor, seja para companhias abertas ou para companhias fechadas, não impõem dificuldades excessivas para os gestores quanto à construção de carteiras diversificadas e saudáveis. Entendemos que a diversificação é salutar para reduzir o risco de carteiras desse tipo de ativo.

9. Devido ao exposto nos itens 2 a 5, o único limite que a ICVM 555 traz para fundos destinados a investidores em geral (não qualificados) que é bastante restritivo no contexto dos fundos dedicados a Ativos de Infraestrutura é o limite de 20% para o conjunto das debêntures de emissores de capital fechado, e outros ativos como FIDC ou CRI (“Limite de Estruturados”, definido na ICVM 555 no Art. 103).
  10. Em relação aos fundos dedicados a Ativos de Infraestrutura, sobretudo os destinados a investidores em geral (não qualificados), um aspecto que chama atenção é o fato de praticamente todos serem Multimercado, enquanto que as carteiras nas quais eles investem são notoriamente de Renda Fixa.
  11. Em relação ao ponto anterior, atribuímos como principal motivo o modelo tradicionalmente utilizado no mercado para fundos com mais valor agregado, no qual é cobrada uma taxa de administração e taxa de performance. A ICVM 555 veda que fundos de Renda Fixa destinados a investidores em geral (não qualificados) cobrem taxa de performance, exceto se o fundo incluir a expressão “Longo Prazo” em sua denominação. Ocorre que a ICVM 555 define no Art. 108 que a expressão “Longo Prazo” é exclusiva para fundos que disponham em seu regulamento que tem o compromisso de obter o tratamento fiscal destinado a fundos de longo prazo. Os Fundos de Infraestrutura atuais claramente perseguem outro tratamento fiscal. Logo, isso faz com que os fundos destinados a investidores em geral (não qualificados) que tenham a previsão de cobrança de taxa de performance sejam classificados obrigatoriamente como Multimercado, que não tem a vedação descrita anteriormente à cobrança de taxa de performance.
- (iii) Proposta de FI-Infra no Edital
12. A intenção do Edital é a criação de um novo tipo de fundo, o FI-Infra, que tem como objetivo atender ao Art. 3º da Lei nº 12.431/2011. Por flexibilizar os limites de exposição máxima por emissor (ICVM 555, Art. 102) e o Limite de Estruturados (ICVM 555, Art. 103), aspectos que em uma carteira de ativos de crédito privado estão intimamente relacionados com o nível de risco da mesma, entendemos que o FI-Infra é um tipo de fundo mais arrojado do que os Fundos de Infraestrutura Atuais.
  13. A proposta do Edital para o FI-Infra permite a constituição de fundos fechados com a negociação de cotas no mercado secundário. Isso abre novas possibilidades de investimento em Ativos de Infraestrutura, enquanto traz uma solução viável para o aspecto da liquidez, tal como já acontece com os FII.
  14. Embora o Edital não traga restrições para que o FI-Infra seja um fundo Multimercado ou Renda Fixa, tanto pela intenção da Lei nº 12.431/2011 como pela intenção do FI-Infra, nos parece que essencialmente o FI-Infra é um fundo de Renda Fixa.

15. O Edital não obriga que os Fundos de Infraestrutura atuais passem a ser enquadrados como FI-Infra, nem tampouco traz regras de transição que possibilitem a migração de tais fundos para FI-Infra.

## **(B) Sugestões para o Edital**

16. Conforme argumentado no item 11, hoje um fundo de Renda Fixa para investidores em geral (não qualificados) não pode cobrar taxa de performance. Nos parece que a motivação do regulador era evitar estruturas de taxas abusivas para fundos com carteiras compostas essencialmente por títulos de curto prazo. Por outro lado, para carteiras com mais valor agregado, normalmente com prazos maiores, a cobrança de taxa de performance pode trazer benefícios importantes para os investidores. Dentre esses benefícios, podemos destacar dois: (i) redução da taxa de administração, já que o gestor pode ter parte da sua remuneração fixa e parte variável; e (ii) maior alinhamento de interesses entre o gestor e o investidor, já que a taxa só é cobrada do investidor se for o desempenho superar um benchmark. Assim como o tratamento fiscal para fundos de longo prazo exige que a carteira seja essencialmente uma carteira de longo prazo, a Lei nº 12.431/2011 determina uma composição de carteira essencialmente de longo prazo, sobretudo por definir um percentual mínimo de 85% de Ativos de Infraestrutura, e conforme nossa análise no item 1, os Ativos de Infraestrutura terem características claramente de longo prazo. Logo, independente do fundo ser ou não classificado como FI-Infra, sugerimos que os fundos de Renda Fixa para investidores em geral (não qualificados) que tenham como objetivo atender ao Art. 3º da Lei nº 12.431/2011 também contem com a possibilidade de ter cobrança de taxa de performance. Sua implementação seria através de uma alteração do inciso III do Art. 109 da ICVM 555, incluindo no Art. 1 da proposta a seguinte redação:

“Art. 109. ....

.....

III – é vedada a cobrança de taxa de performance, salvo quando se tratar de fundo destinado a investidor qualificado, que busque o tratamento tributário do art. 3º da Lei nº 12.431, de 2011, ou classificado na forma do § 1º do art. 108 e do art. 114.” (NR)

17. Conforme discutido no item 15, não há obrigação para que os Fundos de Infraestrutura Atuais passem a ser classificados como FI-Infra. No entanto, como apresentado no item 12, o FI-Infra tem um perfil mais arrojado do que os Fundos de Infraestrutura atuais, já que conta com flexibilizações adicionais. Além disso, conforme apresentado nesse mesmo item 12, a flexibilização do Limites de Estruturados resolve a principal restrição dos Fundos de Infraestrutura atuais para investidores em geral (não

qualificados), apresentada no item 9. De fato, o FI-Infra foi idealizado justamente para atender as características dos Ativos de Infraestrutura.

18. Tendo em mente sobretudo a simplificação da regulação e sua consequente redução dos custos de observância, que é o interesse principal, seria interessante trabalhar com o seguinte conceito: uma classificação especial que tenha um conjunto de regras mais flexíveis deveria abranger **incondicionalmente** uma classificação que tenha um conjunto de regras menos flexíveis. De fato, este conceito é frequente na regulação da CVM. Para exemplificar na própria ICVM 555, um fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados pode ter exatamente as mesmas regras de um fundo destinados a investidores em geral (não qualificados), mas pode trazer flexibilizações adicionais. Ainda, um fundo destinado exclusivamente a investidores profissionais pode ter exatamente as mesmas regras de um fundo destinados a investidores qualificados, mas pode trazer flexibilizações adicionais.
19. Se o aspecto abordado no item 18 for verdadeiro para o FI-Infra, então não haveria prejuízo para nenhum dos Fundos de Infraestrutura Atuais migrarem voluntariamente ou até mesmo compulsoriamente para o FI-Infra, a critério do regulador.
20. No entanto, da forma como o FI-Infra foi apresentado no Edital, o aspecto abordado no item 18 não é verdadeiro. De fato, os seguintes pontos são conflitantes:
  - a) Os §§ 5º e 6º da proposta do Art. 131-A, já que tanto fundos de Renda Fixa como Multimercado para investidores em geral (não qualificados) não estão sujeitos a estas restrições.
  - b) Os incisos I e III da proposta do Art. 131-B, já que tanto fundos de Renda Fixa como Multimercado para investidores em geral (não qualificados) não estão sujeitos a estas restrições.
21. O subitem (a) do item 20 deixa claro que o regulador entende não ser razoável que a parcela não alocada em Ativos de Infraestrutura não deve ser alocada em ações, por exemplo. Por outro lado, a imposição de restrições adicionais em relação aos Fundos de Infraestrutura Atuais para investidores em geral (não qualificados) nos leva ao não atendimento do aspecto considerado no item 18. Conforme nosso entendimento apresentado no item 14, sugerimos duas abordagens: (i) obrigar que os FI-Infra sempre sejam classificados como “Renda Fixa”; ou (ii) restringir que a parcela que não seja alocada em Ativos de Infraestrutura seja obrigatoriamente alocada em ativos que possam ser investidos por fundos de Renda Fixa. Em ambos os casos, os §§ 5º e 6º da proposta do Art. 131-A perdem objeto.
22. Não obstante o apresentado no item 21, é válido trazer outro argumento. O gestor do fundo já tem um desafio considerável na gestão da parcela em Ativos de Infraestrutura, que é um percentual relevante (85%) do patrimônio líquido do fundo, que conforme apresentamos no item 1, é a parcela na qual se concentra a maior parte do risco. Ao apresentar uma proposta de restrição adicional da parcela que é ao mesmo tempo a menor

em tamanho e em risco, ignora-se também o aspecto detalhado no item 25. De maneira similar, na própria ICVM 555, os fundos de ações têm uma exigência de que se tenha no mínimo 67% do patrimônio líquido do fundo em ações, mas a regulação dá liberdade ao gestor para alocar o restante dos recursos (Art. 115, inciso II). De fato, nos fundos de ações a maior parcela do risco está concentrada na parcela cuja alocação é mandatória.

23. No item 21, entendemos que a alternativa (i) atende aos objetivos do legislador e do regulador, além de ser mais simples, e sua implementação seria alterar o caput da proposta de Art. 131-A e suprimindo os §§ 5º e 6º, de forma que o artigo passaria a ter a seguinte redação:

“Art. 131-A. Os Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura – FI-Infra são aqueles definidos no art. 3º da Lei nº 12.431, de 2011, que tenham por objetivo o enquadramento no regime tributário estabelecido naquela Lei e sejam classificados, na forma do art. 109, como “Renda Fixa”.”

~~§ 5º Os recursos que excedam o limite de que trata o § 4º deste artigo poderão ser aplicados em:~~

~~I— títulos públicos federais ou privados pré-fixados ou indexados à taxa SELIC ou a outra taxa de juros, ou títulos indexados a índices de preços, com prazo máximo a decorrer de 375 (trezentos e setenta e cinco) dias, e prazo médio da fração destes títulos na carteira do fundo inferior a 60 (sessenta) dias;~~

~~II— cotas de fundos de investimento classificados em conformidade com o disposto nos arts. 111 ou 113 desta Instrução;~~

~~III— cotas de fundos de índice que apliquem nos títulos de que trata o inciso I deste parágrafo e atendam ao disposto no § 6º deste artigo;~~

~~IV— operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais; e~~

~~V— derivativos, desde que com a finalidade de proteção da carteira (hedge).~~

~~§ 6º Os títulos privados de que trata o inciso I do § 5º devem ser considerados de baixo risco de crédito pelo gestor.”~~

24. Ainda, com o intuito de tornar o aspecto abordado no item 17 verdadeiro para o FI-Infra, mas ainda mantendo a motivação de origem prudencial presente no Edital, é possível ajustar a proposta para permitir que a majoração dos limites de concentração por emissor para o FI-Infra em relação às regras vigentes para os fundos para investidores em geral (não qualificados) só possa ser utilizado caso sejam observadas determinadas condições.

25. No caso do item 20, subitem (b), há uma clara preocupação em limitar potenciais ativos que historicamente têm uma maior incidência de impactos adversos em seu desempenho. No entanto, uma das importantes inovações trazidas na Instruções CVM nº 554 e 555 foi reconhecer que a carteira de um fundo é gerida por um gestor profissional regulado pela CVM. Logo, não haveria a necessidade de que todos os ativos que componham a carteira de um fundo destinado a investidores em geral (não qualificados) tenham que ser ativos que podem ser comprados por investidores em geral (não qualificados). Optou-se, no entanto, por limitar o tamanho da exposição a esses ativos. Isso fica claro, por exemplo, na Instrução CVM nº 539 ao considerar um fundo como investidor profissional independentemente de seu público alvo, e, na ICVM 555, ao permitir que um fundo para investidores em geral (não qualificado) possa comprar até 20% de fundos para investidores qualificados e até 5% de fundos para investidores profissionais (ambos os percentuais dentro do Limite de Estruturados).
26. Na mesma linha de argumentação do item anterior, vale destacar o comentário apresentado no item 4 em relação à definição de um projeto ser ou não performedo.
27. A proposta do Art. 131-B também traz a possibilidade de majoração do limite de concentração por emissor para Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI e cotas de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC para 20% do patrimônio líquido. Dado nosso entendimento do objetivo do regulador, a possibilidade de majoração do limite de concentração por emissor deve acontecer apenas no caso destes ativos estarem definidos de acordo com o Art. 2º da Lei nº 12.431/2011.
28. A implementação das sugestões dos itens 22 a 27 seria através da alteração da proposta de Art. 131-B para a seguinte redação:

~~“Art. 131-B. A carteira de aplicações de~~ A exposição máxima por emissor para FI-Infra distribuído para investidores que não sejam considerados qualificados nos termos da regulamentação específica, pode ser majorada para 20% (vinte por cento), desde que atenda ~~deve atender~~ aos seguintes requisitos:

I – ~~ser constituída por~~ no caso de valores mobiliários representativos de projetos, considerados como performedos no momento da aquisição pelo fundo;

~~II – possuir exposição máxima de 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido por emissor; e~~

~~III – possuir~~ no caso de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI, ou cotas de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC, que sejam exclusivamente de classe sênior, e em ambos os casos atendam ao definido no art. 2º da Lei nº 12.431, de 2011.

.....

§ 2º Para efeito do disposto ~~no inciso II~~ neste artigo, 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~~ neste artigo, 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.

§ 4º Caso a política de investimento do fundo permita a aplicação nos ativos do inciso I ~~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 destas aplicações, as obrigações previstas neste artigo são atendidas.

.....”

29. Com as alterações propostas no item 28, as propostas de alteração de redação do Art. 1 para os seguintes artigos da ICVM 555 devem ser alteradas:

“Art. 102. ....

.....

§ 10º No caso dos Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura – FI-Infra da Seção IV do Capítulo X os limites por emissor deste artigo podem ser majorados conforme disposto no aplicam-se os limites por emissor elencados art. 131-B.” (NR)

“Art. 126. Os limites estabelecidos nos incisos I e II do art. 103, §§ 6º e 7º do art. 119, e no ~~inciso II~~ de art. 131-B são computados em dobro nos fundos de investimento de que trata este Capítulo.” (NR)

“Art. 129. ....

.....

III – não observância das obrigações constantes dos incisos I a V do art. 56;

IV – aplicação dos seus recursos em qualquer fundo de investimento registrado na CVM; e

V – não observância do limite de concentração por emissor do ~~inciso II~~ de art. 131-B, no caso dos Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura – FI-Infra da Seção IV do Capítulo X desta Instrução.

.....” (NR)



30. Em relação a regras de transição, são duas as preocupações: (i) explicitar que fundos possam ser transformados em FI-Infra mediante aprovação em assembleia; e (ii) esclarecer que o prazo de adequação aos limites também vale para Fundos de Infraestrutura Atuais que passem a ser FI-Infra.

31. Para implementar o proposto no subitem (i) do item 30, sugerimos incluir um parágrafo ao final da proposta do Art. 131-A com a seguinte redação:

“Art. 131-A. ....

.....

§ 5º Fundos que já existem podem passar a se enquadrar no FI-Infra mediante aprovação em assembleia.”

32. Para implementar o subitem (ii) do item 30, a proposta de alteração de redação do Art. 1 para o seguinte artigo da ICVM 555 deve ser alterada para incluir um parágrafo adicional:

“Art. 107. ....

.....

§ 1º Os Fundos de Ações – Mercado de Acesso terão o prazo de 180 (cento e oitenta) dias para atingir os limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo estabelecidos em seus regulamentos, sejam eles fechados ou abertos.

§ 2º Os Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura – FI-Infra terão o prazo disposto na legislação específica para atingir o limite percentual de enquadramento de suas aplicações em ativos financeiros de que trata o art. 2º da Lei nº 12.431, de 2011.

§ 3º Os Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura – FI-Infra terão o prazo de 360 (trezentos e sessenta) dias para atingir os limites dispostos no art. 131-B desta Instrução, contado da data da primeira integralização de cotas, para os fundos abertos, ou da data de encerramento da distribuição, para os fundos fechados.

§ 4º No caso de migração para Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura – FI-Infra, o prazo para atingir os limites do § 3º deste artigo será contado a partir da data da entrada em vigor do novo regulamento.” (NR)

33. Por fim, gostaríamos de elogiar, conforme mencionado no item 13, que a possibilidade de negociação de cotas de FI-Infra fechado em bolsa traz enorme benefícios para o mercado como um todo, seja pela ampliação de capacidade de financiamento de projetos de infraestrutura de longo prazo, seja pela ajuda no gerenciamento de liquidez do FI-Infra.

Esperamos que nossas considerações possam contribuir com os objetivos do Edital e da CVM.

Atenciosamente,

Ulisses Duarte Nehmi  
Diretor de Risco e Compliance