

São Paulo, 26 de novembro de 2018.

À  
**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM**  
 Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)  
 Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar, Centro  
 Rio de Janeiro-RJ  
*e-mail:* [audpublicaSDM0418@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0418@cvm.gov.br)

**Ref.: Sugestões sobre a Audiência Pública SDM nº 04/2018**

Prezado(a) Senhor(a) Superintendente,

**VELLOZA ADVOGADOS ASSOCIADOS**, sociedade com sede na Avenida Paulista, nº 901, 17º e 18º andares, na Cidade e Estado de São Paulo, inscrita no CNPJ sob o nº 71.714.208/0001-10, doravante denominado simplesmente “Velloza”, vem à presença de V. Sa. apresentar sua manifestação sobre a minuta da instrução normativa proposta através do Edital de Audiência Pública SDM nº 04/2014 (“Minuta”).

Esta manifestação se dará de forma que o Velloza, inicialmente, apresentará sugestão de texto para a norma e, posteriormente, a justificativa para tal sugestão. Dessa forma, seguem os comentários, os quais foram pautadas pelo desejo de contribuir para a melhoria do Mercado de Capitais doméstico.

**1. PROJETOS CONSIDERADOS PERFORMADOS**

<b>REDAÇÃO PROPOSTA PELA CVM</b>	<b>SUGESTÃO DO VELLOZA</b>
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; II – possuir exposição máxima de 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido por emissor; e	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: <del>I – ser constituída por valores mobiliários representativos de projetos considerados como performados no momento da aquisição pelo fundo;</del> II – possuir exposição máxima de 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido por emissor; e III – possuir Certificados de Recebíveis

III – possuir Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI, ou cotas de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC, exclusivamente de classe sênior.

§ 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.

§ 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.

§ 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.

§ 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.

Imobiliários – CRI, ou cotas de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC, exclusivamente de classe sênior.

~~§ 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.~~

§ 12º 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 §23º deste artigo.

§ 23º 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.

§ 34º 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.

§ 45º 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.

§ 56º Cabe aos intermediários assegurar o

§ 6º Cabe aos intermediários assegurar o cumprimento do § 5º relativamente aos seus clientes.	cumprimento do § 45º relativamente aos seus clientes.
---	---

## 1.1. JUSTIFICATIVA

A presente proposta da CVM para alteração da Instrução CVM nº 555/14 e criação de classe específica de fundo de investimento em ativos de infraestrutura incentivados com base na Lei nº 12.431/11 não obstou a realização de tais investimentos por meio de fundos de investimento já previstos na própria Instrução CVM nº 555/14.

O Mercado de Capitais Brasileiro já conta com fundos de investimento incentivados<sup>1</sup> ao amparo da Lei nº 12.431, constituídos nos termos da Instrução CVM nº 555/14. Desde que tais fundos observem o limite mínimo de 85% (oitenta e cinco por cento) dos seus patrimônios líquidos aplicados em ativos previstos no Artigo 2º da Lei nº 12.431/11, sujeitar-se-ão ao regime tributário previsto no referido diploma legal.

Nesse contexto, observamos que a restrição trazida na proposta do Artigo 131-B, que proíbe os FI-Infra destinados a investidores não qualificados de investir em projetos “não performados”, não se aplica aos demais veículos de investimento constituídos de acordo com a Instrução CVM 555/14, que podem ser “fundos incentivados” sob o ponto de vista tributário, independentemente de sua classe.

Os investimentos em infraestrutura, na maioria das vezes, são feitos na modalidade *project finance*, em que a principal fonte de receita para pagamento da dívida do financiamento vem do seu fluxo de caixa operacional. Como o próprio Artigo 2º da Lei nº 12.431/2011 designa<sup>2</sup>, o objetivo da lei é a captação de recursos com vistas em **implementar** projetos de infraestrutura. Ao vedar a possibilidade de aquisição de ativos incentivados de projetos “a performar” por FI-Infra destinados a investidores não qualificados, somente seria possível a aquisição de ativos incentivados (i) em mercado secundário ou, talvez, (ii) em ampliações de projetos já operacionais.

No mercado secundário, as oportunidades de investimento em ativos incentivados vinculados a projetos já performados são menos atrativas (taxas/rentabilidades menores), justamente em razão da mitigação do risco de implementação do projeto, em que o próprio mercado ajusta o preço.

<sup>1</sup> São exemplos de fundos de investimento que investem em ativos incentivados: Sparta Debêntures Incentivadas FIC RF CP; XP Debentures Incentivadas CP FIC FIM; CA Indosuez Infraestrutura Incentivado CP FIC FIM; AZ Quest Debêntures Incentivadas FIC FIM CP; Brasil Plural Debentures Incentivadas 30 CP FIC FIM; Brasil Plural Debentures Incentivadas 45 CP FIC FIM; BNP Paribas Debêntures Incentivadas de Infraestrutura Plus FIM; RB Capital Debêntures Incentivadas FIC FIM CP; GF Debentures Incentivadas CP FIC FIM; Daycoval Debentures Incentivadas CP FIM; Fator Debentures Incentivadas FI RF CP; Órama Debentures Incentivadas CP FIM; etc.

<sup>2</sup> Art. 2º. “No caso de debêntures emitidas por sociedade de propósito específico (...) relacionados à captação de recursos com vistas em **implementar** projetos de investimento na área de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação (...)” (grifo nosso).

As situações de ampliações de projetos já operacionais são mais restritas e colocam os FI-Infra destinados a investidores não qualificados em desvantagem aos demais fundos, incluindo aqueles de outras classes (*e.g.*, renda fixa ou multimercado).

A verdade é que tal restrição para os FI-Infra destinados a investidores não qualificados será um incentivo à constituição de fundos de investimento de outras classes para que se atinja a finalidade de investir em projetos “a performar” ao amparo da Lei nº 12.431/11.

Em vista do exposto, assim como é possível para as demais classes de fundos regulados pela Instrução CVM nº 555/14 investir em ativos incentivados relacionados a projetos não performados, sugerimos a essa d. Comissão a exclusão da restrição imposta pelo inciso I do Artigo 131-B, com a conseqüente exclusão do seu parágrafo primeiro.

## 2. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O Velloza reitera que considera louvável a iniciativa desta Autarquia de aprimorar e modernizar as disposições da Instrução CVM 555/14 e agradece a oportunidade de manifestação ora concedida.

Por fim, colocamo-nos à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos sobre as sugestões indicadas nesta correspondência através dos dados de contato abaixo:

Felipe Marin Vieira  
felipe.marin@velloza.com.br  
Telefone: (11) 3145-0462

Atenciosamente,

---

**VELLOZA ADVOGADOS ASSOCIADOS**