



**Escola Nacional de
Administração Pública**

**ESCOLA NACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA
PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM GOVERNANÇA
E DESENVOLVIMENTO**

**FUNDOS DE DIREITOS CREDITÓRIOS (FIDCs):
INSTRUMENTO PARA A EXPANSÃO DO
FINANCIAMENTO DE PROJETOS DE
INFRAESTRUTURA NO BRASIL**

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

MARCELO DOS SANTOS SOUSA

BRASÍLIA – DF

2020

**FUNDOS DE DIREITOS CREDITÓRIOS (FIDCs):
INSTRUMENTO PARA A EXPANSÃO DO FINANCIAMENTO
DE PROJETOS DE INFRAESTRUTURA NO BRASIL**

Dissertação apresentado ao Programa de Mestrado em Governança e Desenvolvimento da Escola Nacional de Administração Pública - ENAP como requisito para obtenção do título de Mestre em Governança e Desenvolvimento.

Aluno: Marcelo dos Santos Sousa

Orientador: Dr. Mauro Santos Silva

Brasília - DF

2020

- S725f Sousa, Marcelo dos Santos
 Fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs):
 instrumento para a expansão do financiamento de projetos de
 infraestrutura no Brasil / Marcelo dos Santos Sousa --. Brasília, 2020.
 88 f. : il.
- Dissertação (Mestrado -- Programa de Mestrado Profissional em
 Governança e Desenvolvimento) -- Escola Nacional de Administração
 Pública, 2019.
- Orientação: Prof. Dr. Mauro Santos Silva.
 1. Fundo de Investimento - Brasil. 2. Direito Creditório. 3.
 Infraestrutura - Brasil. 4. Governança. 5. Investimento. I. Silva, Mauro
 Santos orient. II. Título.

CDU 336.714(81)

Bibliotecária: Tatiane de Oliveira Dias – CRB1/2230

MARCELO DOS SANTOS SOUSA

**FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS
CREDITÓRIOS (FIDCs): INSTRUMENTO PARA A
EXPANSÃO DO FINANCIAMENTO DE PROJETOS DE
INFRAESTRUTURA NO BRASIL**

Dissertação apresentado ao Programa de Mestrado em Governança e Desenvolvimento da Escola Nacional de Administração Pública - ENAP como requisito para obtenção do título de Mestre em Governança e Desenvolvimento.

Defendida em 07 de maio de 2020.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Mauro Santos Silva, Orientador - ENAP

Prof. Dr. Ian Ramalho Guerriero - ENAP

MSc. Oswaldo Lopez – CAF – banco de desenvolvimento da América Latina

BRASÍLIA

2020

I. DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho, em primeiro lugar, a Deus que me capacitou e me iluminou em mais esta jornada. Aos meus pais que foram responsáveis pela formação da minha base. A minha amada esposa Carina, que sempre foi uma motivadora incondicional e sempre me apoiou, mesmo nos momentos difíceis. Aos meus 4 filhos, Marcelo, Catarina, Murilo e Melissa que são definitivamente meu alento na busca por excelência e por uma melhor qualidade de vida para nossa família.

II. AGRADECIMENTOS

Novamente agradeço a Deus por mais esta conquista. Ao professor Mauro Santos Silva, meu orientador, não somente pelo vasto conhecimento e dedicação empreendida, mas também pela paciência durante estes meses que trabalhamos juntos. Ao professor Ian Guerriero, por seu apoio na no aperfeiçoamento deste trabalho. Finalmente, a todos que fizeram parte desta incrível jornada.

III. EPÍGRAFE

“Life begins at the end of your comfort zone”. Neale
Donald Walsch

IV. LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

AB	Atlantia Bertin Participações S.A
Concessões	
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BCB	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BRICs	Brasil, Rússia, Índia e China
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CI	Comitê de Investimentos
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNPJ	Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica
COFINS	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
CRA	Certificados de Recebíveis do Agronegócio
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliário
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DCP	Direito Creditório Prioritário
EFAMA	European Fund and Asset Management Association
ETF	Exchange Traded Fund
EUA	Estados Unidos da América
EUR	Euro
FGC	Fundo Garantidor de Crédito
FGV	Fundação Getúlio Vargas
FIC-FI-Infra	Fundos de Investimento em Cotas de Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
FIDC B	FIDC BB Votorantim Highland Infraestrutura
FIDC-NP	Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados
FI-Infra	Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura
FIP	Fundos e Investimento em Participações
FIP – IE	Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura

FIP-PD&I	Fundos de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação
FIRF	Fundo de Renda Fixa
FMI	Fundo Monetário Internacional
G30	Grupo dos Trintas
GTMK	Grupo de Trabalho sobre Mercado de Capitais e Poupança a Longo Prazo
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
ICVM	Instrução normativa da Comissão de Valores Mobiliários
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IMK	Iniciativas de Mercado de Capitais
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IR	Imposto de Renda
LCA	Letra de Crédito do Agronegócio
LCI	Letra de Crédito Imobiliário
LF	Letra Financeira
NTN -B	Notas do Tesouro Nacional – NTN, série B
PAC	Programa de Aceleração do Crescimento
PCLD	Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa
PIB	Produto Interno Bruto
PIL	Programa de Investimento de Logística
PIS	Contribuição para o Programa de Integração Social
PNUD	Plano das Nações Unidas para o Desenvolvimento
PPI	Programa de Parcerias de Investimentos
RDB	Recibos de Depósito Bancário
R\$	Reais
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SDI	Secretaria de Desenvolvimento da Infraestrutura
SPE	Sociedade de Propósito Específico
US\$	Dólar Americano
VAM	Votorantim Asset Management

V. LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Desembolsos do BNDES para o setor de Infraestrutura, entre dezembro de 2012 e dezembro de 2019.

Tabela 2: Tipos de Fundos de investimentos para infraestrutura no Brasil.

Tabela 3: Industria de fundos global.

Tabela 4: Quantidade de fundos de investimentos de infraestrutura e PL em dezembro de 2019.

Tabela 5: Detalhes da distribuição das cotas Seniores série I.

Tabela 6: Detalhes da distribuição para os cotistas Mezaninos – Classe A.

Tabela 7: Dados e evolução da carteira do FIDC B.

VI. LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Estrutura para atender os agentes financeiros no financiamento de investimentos de longo prazo.

Figura 2: Demanda por infraestrutura em 2012

Figura 3: Estrutura do FIDC B.

Figura 4: Tabela de escala de rating de crédito.

Figura 5 Rentabilidade das cotas Sêniores.

Figura 6: Fluxograma da estrutura do fundo.

VII. LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Percentual do PIB investido em Infraestrutura e projetado até 2040.

Gráfico 2: Patrimônio líquido acumulado e quantidade de fundos de investimentos nos últimos 8 anos.

Gráfico 3: Volume e quantidade de Debêntures Incentivadas emitidas entre os anos de 2012 a dezembro de 2019.

Gráfico 4: Comparação entre as emissões de debêntures incentivadas e desembolsos do BNDES, entre dezembro de 2012 a dezembro de 2019.

Gráfico 5: % do tipo de investidor que adquiriu as cotas.

VIII. LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Composição da carteira em dezembro de 2015.

IX. RESUMO

Este trabalho apresenta uma análise exploratória e descritiva dos aspectos institucionais dos FIDCs de infraestrutura, que têm o papel de intermediar recursos de poupadores e canalizá-los para o financiamento, comprando debêntures incentivadas, de projetos de infraestrutura. As debêntures incentivadas são instrumentos financeiros isentos de imposto de renda, que beneficia os investidores pessoas físicas e estrangeiros. Para desenvolver o trabalho, foi conduzida uma pesquisa sobre a importância da intermediação financeira, a mitigação de riscos, a redução dos custos de transações, as falhas de mercado e a função institucional do Estado. Foi abordado a importância do investimento em infraestrutura e seus impactos sobre os atores econômicos. Revisou-se o marco regulatório aplicado a indústria de fundos de investimento e os principais números do setor. Além disso, foi analisado os aspectos institucionais das debêntures incentivadas e dos FIDCs Infra. Encontrou-se que as debêntures incentivadas cresceram consistentemente e foram constituídos 3 FIDCs de infraestrutura nos últimos 9 anos. Foi estudado, ainda, o caso do FIDC BB Votorantim Highland Infraestrutura, que foi o primeiro fundo lançado no mercado e entendeu-se que seus aspectos institucionais, desafios operacionais e algumas lições. Finalmente, compreendeu-se que os atributos dos FIDCs de infraestrutura são robustos para que estes instrumentos possam contribuir na expansão de investimentos para o setor.

Palavras Chaves: FIDCs, Infraestrutura, debêntures incentivadas, investimentos, intermediação financeira.

X. ABSTRACT

This work presents an exploratory and descriptive analysis of the institutional aspects of the infrastructure FIDCs, which have the role of intermediating resources from savers and channeling them to financing, buying incentivized bonds, the infrastructure projects. Incentivized bonds are financial instruments exempt from income tax, for individuals and foreign investors. To carry out this work was researched the importance of financial intermediation, risk mitigation, reduction of transaction costs, market failures and the institutional function of the State. It was addressing the importance of investment in infrastructure and its impacts on economic actors. The regulatory framework applied to the investment fund industry and the sector's main figures were reviewed. Besides, it was analyzed the institutional aspects of the incentivized bonds and of the infrastructure FIDCs. It was found

that the incentivized bonds grew consistently and 3 infrastructure FIDCs were set up in the last 9 years. It was also studied the case of FIDC BB Votorantim Highland Infraestrutura, which was the first fund launched on the market and it was understood its institutional aspects, operational challenges, and some lessons. Finally, it was understood that the attributes of the infrastructure FIDCs are robust so that these instruments can contribute to the expansion of investments for the sector.

KEYWORDS: FIDCs, Infrastructure, incentivized bonds, investments, financial intermediation.

SUMÁRIO

I. DEDICATÓRIA.....	v
II. AGRADECIMENTOS.....	vi
III. EPÍGRAFE.....	vii
IV. LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS.....	viii
V. LISTA DE TABELAS.....	x
VI. LISTA DE FIGURAS.....	x
VII. LISTA DE GRÁFICOS.....	x
VIII. LISTA DE QUADROS.....	xi
IX. RESUMO.....	xii
X. ABSTRACT.....	xii
1. INTRODUÇÃO.....	1
2. INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA, FALHAS DE MERCADO E INSTITUIÇÕES.....	3
2.1 Intermediação financeira.....	4
2.2 Falhas de mercado, externalidades e assimetria de informação.....	8
2.3 Instituições, governança e custos de transação.....	12
3. INFRAESTRUTURA E A INDUSTRIA DE INVESTIMENTOS NO BRASIL.....	14
3.1 Investimento em infraestrutura.....	14
3.2 O marco regulatório da indústria de fundos de investimento no Brasil.....	21
3.3 Perfil da Indústria de Fundos de Investimento em Grandes Números.....	26
4. FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS DE INFRAESTRUTURA.....	31
a. Aspectos institucionais das debêntures incentivadas.....	32
b. Aspectos institucionais dos FIDCs Infra.....	38
c. FIDCS de infraestrutura: uma análise do caso do FIDC BB Votorantim Highland infraestrutura.....	44
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	60
REFERÊNCIAS.....	63
ANEXO 1.....	68

1. INTRODUÇÃO

Este trabalho apresenta uma análise dos aspectos institucionais dos FIDCs de Infraestrutura – FIDCs Infra, que por sua vez, captam recursos de investidores privados e financiam, via debêntures incentivadas, projetos de longo prazo de infraestrutura, classificados como prioritários pelo Governo Federal. As debêntures incentivadas, instituídas pela Lei 12.431 de 2011, são uma nova classe de ativos emitidos pelos projetos de infraestrutura que outorgam aos seus compradores a isenção de imposto de renda.

O investimento produtivo de longo prazo em infraestrutura é peça chave para promover a produtividade, a competitividade e o crescimento econômico de um país. No caso do Brasil, historicamente o setor público foi o grande responsável pelo financiamento do setor, onde utilizava recursos orçamentários, mesmo em momentos de crise. Contudo, em função das recorrentes restrições fiscais, ficou inviável utilizar esta fonte com abundância e como consequência, foi observado que em 2018, o investimento no setor caiu para um dos seus índices mais baixos, representando apenas 2% do Produto Interno Bruto - PIB. Dados da Secretária de Desenvolvimento da Infraestrutura, ligada ao Ministério da Economia, estabeleceu uma meta de investimento em infraestrutura, que deveria ser de 3,8%, entre 2020 a 2022, em 2023 este percentual deveria alcançar 5,3% e permanecer constante até 2040, em relação ao PIB, para que o Brasil alcance um estoque de infraestrutura de aproximadamente 60% do PIB, no mesmo período, e consequentemente um crescimento sustentável (BRASIL, 2019d).

Observando as restrições enfrentadas pelo setor público, fica demonstrado que o Governo precisa desenvolver alternativas que aumente o investimento e o estoque de infraestrutura no país. O setor privado, através da intermediação financeira, apresenta-se como uma alternativa a esta realidade, dado sua relevância no contexto local e global. Segundo Brasil (2019b), estes investidores possuem mais de R\$ 870 bilhões em ativos e quando organizados, via mercado de capitais, podem canalizar parte destes valores aos projetos de infraestrutura.

O Governo tem a discricionariedade de atuar como interventor no mercado e deveria exercer isso, misturando as características de Estado normativo, regulador e positivo para estimular o aperfeiçoamento das políticas públicas ligadas ao setor de infraestrutura, bem como deveria constituir arranjos institucionais híbridos que busquem implementar transações eficientes entre os agentes, diminuindo a assimetria de informação e os custos de transações.

Foi observado que o Brasil conta com instrumentos institucionais que podem apoiar o financiamento de projetos de infraestrutura via debêntures incentivadas. O primeiro é a Lei 12.431/11, em seguida o foi constituído o Programa de Parcerias de Investimentos – PPI, o terceiro foi o Grupo de Trabalho sobre Mercado de Capitais e Poupança a Longo Prazo – GTMK e por último a Secretaria de Desenvolvimento da Infraestrutura – SDI, ligada ao Ministério da Economia.

O Programa de Parcerias de Investimentos – PPI foi criado em 2016 com a missão de fortalecer a coordenação das políticas públicas de investimento em infraestrutura e a promoção de parcerias com o setor privado. A Lei 12.431, criada em 2011, isentou o imposto de renda incidente sobre os rendimentos das debêntures incentivadas e fundos de infraestrutura que compram debêntures incentivadas de emissores responsáveis pela a implementação de um projeto de infraestrutura, considerado prioritário pelo Governo Federal.

Uma medida importante tomada pelo Governo foi a reformulação da atuação dos bancos públicos, no que tange o financiamento aos projetos de infraestrutura. Foi observado que estes bancos passaram a atuar também no financiamento da etapa conhecidas como modelagem dos projetos, que pese, é uma das fases mais crítica dos mesmos, pois não sendo bem realizada poderia comprometer toda a vida do empreendimento. Esta mudança de paradigma vem sendo bem aceita pelo mercado, pois possibilita a criação de um estoque de projetos. Dito isso, um instrumento financeiro que vem apoiando no fomento do financiamento de longo prazo dos projetos de infraestrutura, seja na etapa de implementação ou de expansão dos projetos, são as debêntures incentivadas, que são títulos isentos de imposto de renda para as pessoas físicas e investidores estrangeiros e que podem ser adquiridas diretamente pelos investidores através do mercado de capitais.

Não obstante, existe uma outra opção, no qual os investidores, para diversificar seus portfólios de investimentos e mitigar os potenciais riscos associados aos projetos de infraestrutura, podem comprar as debêntures incentivadas, que seria através da aquisição de cotas de fundos de investimentos. Estes fundos podem ser abertos, de renda fixa, regulados pela ICVM 555/14, ou fechados, regulados pela ICVM 356/01; que são conhecidos como os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios de infraestrutura, ou FIDCs Infra. Neste sentido, os gestores e estruturadores destes fundos jogam um papel relevante e para obterem êxitos, devem contar com um profundo conhecimento de mercado, bem como, acessos aos *stakeholders* que geram as demandas para os fundos.

O presente trabalho tem como objetivo estudar os aspectos institucionais dos FIDCs Infra que captam recursos de investidores no mercado de capitais, via os instrumentos conhecidos como debêntures incentivadas, e financiam os projetos de infraestrutura, considerados prioritários para o Governo Federal. O problema abordado na pesquisa foi: Os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios de infraestrutura são instrumentos capazes de contribuir com a expansão do estoque da infraestrutura no Brasil?

Foi realizado uma análise exploratória e descritiva sobre os FIDCs Infra, com o objetivo de investigar sua configuração institucional no âmbito da intermediação financeira, associado ao seu potencial de expandir os investimentos no setor de infraestrutura. Ademais, foi realizado uma revisão documental, uma análise de dados disponíveis em diversos materiais sobre o tema e um estudo de caso, onde foi selecionado o FIDC BB Votorantim Highland infraestrutura. O estudo deste caso mostrou-se apropriado, pois trata-se do primeiro FIDC de infraestrutura lançado no mercado. Através dele, foi possível observar um caso real, seus principais problemas de implementação e de gestão apresentados ao longo dos últimos 7 anos de existência do fundo e levantar as evidências capazes de aperfeiçoar e potencializar este tipo de instrumento.

O presente trabalho está dividido em 3 capítulos. Após a introdução, será apresentado o capítulo 1, que analisa a contribuição da teoria econômica ao estudo da intermediação financeira, passando pelas falhas de mercado, assimetria de informação e instituições. O capítulo 2, busca caracterizar a infraestrutura como um vetor de crescimento econômico e compreender a configuração da indústria de fundos de investimento no Brasil. Finalmente o capítulo 3, faz uma leitura dos novos instrumentos criados para financiar projetos de infraestrutura no Brasil, provenientes da Lei 12.431/11, que são os casos das debêntures incentivadas e dos fundos de investimentos de infraestrutura e por fim, será realizado uma análise do caso do FIDC BB Votorantim Highland infraestrutura.

2. INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA, FALHAS DE MERCADO E INSTITUIÇÕES

Este capítulo apresenta os alguns conceitos econômicos em relação a intermediação financeira, o papel das instituições e as falhas de mercado. Foi pesquisado sobre a importância da intermediação na alocação de recursos eficientes no mercado, mitigação dos riscos e na redução dos custos das transações. O texto também coloca luz sobre a função institucional do Estado sobre o mercado, seja no seu papel de promotor dos incentivos necessários para seu pleno funcionamento, ou no seu papel de interventor e/ou regulador, no intuito de mitigar as falhas que limitam o seu pleno desenvolvimento.

2.1 Intermediação financeira

Levine (1997) argumenta que existia uma divergência entre os economistas em relação a importância da intermediação financeira e seus impactos no desenvolvimento econômico. Uma corrente de teóricos, entre eles Joan Robinson, Robert Lucas e Nicholas Stern, não relacionam ou até mesmo ignoram que a intermediação financeira tenha alguma relevância no desenvolvimento econômico. Outra corrente, que contam como nomes notáveis como Walter Bagehot, John Hicks e Joseph Schumpeter, refutam o argumento supracitado e defendem que a intermediação financeira é relevante para o desenvolvimento econômico, pois, a sua prática, entre os agentes econômicos, implica em fomento ao investimento de longo prazo, que pode ser associado a infraestrutura, um maior grau de inovação dos agentes econômicos, ganhos financeiros, mitigação de custos de transações, redução da assimetria de informação, entre outros benefícios (LEVINE, 1997, p. 688).

Os altos custos de aquisição de informações e de realizar transações provocavam fricções entre os agentes econômicos e foram os gatilhos para o surgimento do mercado e/ou sistema financeiro organizado. Com o desenvolvimento do mercado financeiro e de seus intermediários, observou-se uma redução destes custos e a mitigação dos riscos associados as transações entre os agentes econômicos. Esta forma organizada de realizar transações, aumentou a eficiência do sistema financeiro e provocou uma melhor alocação dos recursos na economia. Desta maneira, o mercado financeiro foi organizado em cinco funções específicas, que estão divididas em: 1) facilitar as transações e mitigar seus riscos; 2) alocar recursos entre os agentes econômicos; 3) fortalecer a governança corporativa; 4) mobilizar a poupança; e 5) intermediar as trocas de mercadorias e serviços (LEVINE, 1997).

Levine (1997) aborda que existem dois tipos de riscos a ser observados e mitigados. Os riscos idiossincráticos, que são aqueles associados aos riscos de projetos, inerentes as empresas e associados as alternativas de diversificação de portfólio e os riscos de liquidez. Além disso, a facilidade de realizar as transações seria a consequência de um mercado organizado. Liquidez é a facilidade e a agilidade no qual um agente econômico consegue transformar um ativo em dinheiro. Por exemplo, quando se adquire dois ativos: de um lado, uma concessão de rodovia, ativo de infraestrutura rodoviária, localizado no Brasil, administrado por uma única empresa privada e valor total investido/valor de mercado de R\$ 1 bilhão. Do outro lado, um ativo

financeiro, *bond*,¹ de curto prazo, emitido pelo Tesouro americano, de propriedade de um único credor e de igual valor do ativo rodoviário. Agora, em uma situação de necessidade de venda de ambos os ativos, observa-se que o *bond* é mais líquido que a concessão rodoviária, dado a facilidade de vender o *bond* no mercado organizado e convertê-lo em dinheiro; em um menor espaço de tempo. Portanto, o risco de liquidez surge associado a incerteza de que um ativo possa converter-se em um meio de troca aceitável, em um dado período. Para mitigar este risco, o sistema financeiro conta com instrumentos que visam diminuir estas incertezas.

A segunda função específica do sistema financeiro é a alocação de recursos eficientes no mercado. Os serviços de intermediação financeira são realizados por agentes especializados que fornecem serviços, com o objetivo de reduzir a assimetria de informação e diminuir os custos de transações na hora da efetivação dos negócios. Citando caso análogo, quando um investidor precisa comprar ações de uma determinada empresa, ou quando uma empresa precisa captar um financiamento de longo prazo para um ativo de infraestrutura, eles podem recorrer a um intermediário financeiro no mercado, que os proverão de informações necessárias para uma apropriada tomada decisão (LEVINE, 1997).

A terceira função da intermediação financeira é a governança corporativa. Esta por sua vez é relevante, pois, ajuda na mitigação dos custos de transações e riscos associados ao agente-principal, regulando suas relações. A quarta função é sobre a mobilização de poupança que é caracterizada pela canalização de recursos de poupadores e a sua alocação em ativos no mercado. Sem considerar esta função, múltiplos investidores e muitos processos de produção e investimentos de longo prazo estariam fadados a falta de capital. Para ser colocado em ação, o processo de mobilização de recursos inicia-se com criação de instrumentos financeiros, que servem para que as pessoas poupem, diversifiquem seus portfólios e recebam uma remuneração adequada quando seu capital é alocado apropriadamente em um determinado ativo. A última função é a facilitação do comércio que busca diminuir os custos de transação, a especialização dos processos e da produção para aumentar a competitividade e produtividade dos agentes econômicos e conseqüentemente da economia (LEVINE, 1997, p. 691 a p. 702).

As funções específicas do sistema financeiro influenciam diretamente dois canais que fazem parte da equação de crescimento econômico dos países, que são: i) a acumulação de capital, que se materializa, por exemplo, depois da venda de mercadorias produzidas e

¹ Um *bond* é um instrumento financeiro classificado como dívida corporativa, no qual é emitido por uma empresa ou por um governo com a finalidade de captar recursos no mercado financeiro para satisfazer suas necessidades de financiamento. Disponível em: <https://bit.ly/3bWj4t5>

contabilizada pelo retorno sobre o investimento realizado. Este retorno (lucro), que quando reinvestidos pelas empresas, acarreta formação de mais capital. As funções da intermediação financeira impactam neste canal influenciando a taxa de retorno e alterando o nível de ganho dos agentes; e ii) na inovação tecnológica, que por sua vez, fomenta o desenvolvimento e a aplicação de novas tecnologias aos meios de produção. Quando bem sucedida, seus resultados impactam positivamente a produtividade das empresas, aumentando seu grau tecnológico e contribuindo para o aumento da competitividade. As funções da intermediação financeira impactam neste canal alterando o nível de taxa de inovação tecnológica das empresas (LEVINE, 1997, p. 691 a p. 694).

O relatório do G30 (2013) ressalta que o crescimento econômico está associado ao investimento de longo prazo produtivo. O estímulo a este tipo de investimento contribui para a geração de empregos, fomenta a aplicação de recursos a ativos fixos tangíveis e intangíveis e renova e/ou aumenta a infraestrutura de um modo geral, contribuindo para o desenvolvimento econômico. O investimento de longo prazo necessita ser continuamente fomentado, pois ele é essencial para diminuir as várias brechas existentes nos países em desenvolvimento e para sustentar o crescimento econômico, durante um período de desalavancagem e de consolidação fiscal, dos países desenvolvidos. O nível de investimento dos países implicados no relatório² gira em torno de 27% do PIB. Os investimentos em equipamentos e softwares ficaram na média de 8,8%, que é maior do que os investimentos em infraestrutura, que gira em torno à 2,87%³ (G30, 2013, p. 20 e p. 21).

O financiamento de longo prazo, através do mercado financeiro, demanda produtos, serviços e stakeholders adequados. A figura 1, desenvolvida pela *McKinsey Global Institute*⁴ e utilizada no relatório do G30 (2013), demonstra, abaixo, a estrutura do processo de intermediação financeira, onde o mercado financeiro precisa contar com uma estrutura robusta para ser eficiente. Destacam-se os seguintes elementos: i) os provedores de recursos, que podem ser os investidores pessoas físicas, corporações, governos locais ou internacionais; ii) o sistema de intermediação, que são compostos pelos bancos, companhias de seguros, fundos de pensão, gestores de recursos, veículos alternativos de investimentos, etc.; iii) os instrumentos financeiros, que são os fundos de investimento, empréstimos, debêntures incentivadas, etc.; e

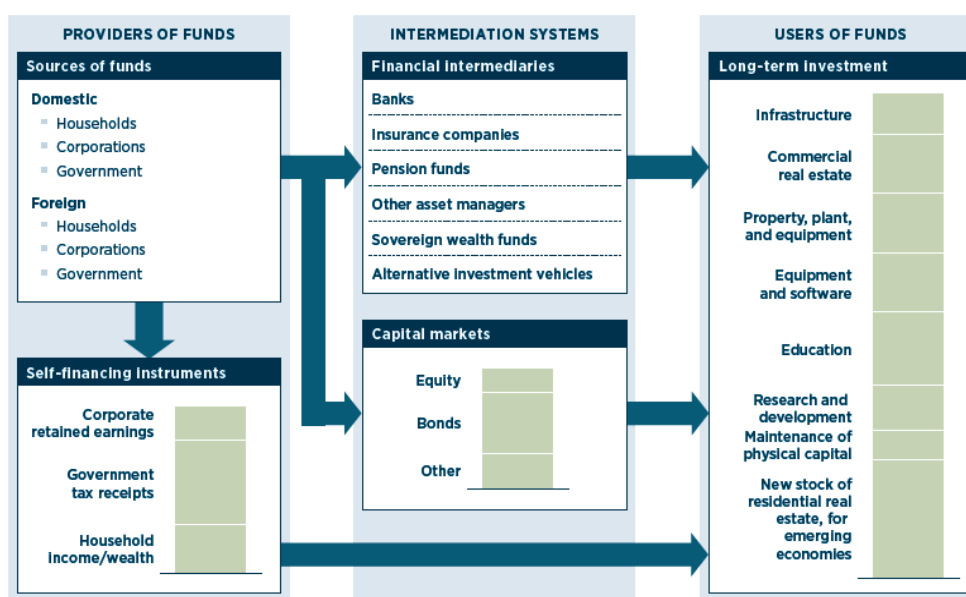
² O estudo considera as economias do Brasil, China, França, Alemanha, Índia, Japão, México, EUA e Inglaterra. Por sua vez, estes países somados, representam cerca de 60% do PIB mundial.

³ Foram considerados no cálculo os países: Brasil, França, Alemanha, Índia, Japão, México, EUA e Inglaterra. A China ficou de fora da estatística, pois representou um investimento, no período, de 10% em infraestrutura.

⁴ <https://www.mckinsey.com/mgi/overview>

por fim, iv) os usuários dos recursos, que atuam nos setores de infraestrutura, construção civil, ou são as plantas de empresas, equipamentos e softwares, educação, pesquisa e desenvolvimento, etc. (G30, 2013, p. 21).

Figura 1
Estrutura para atender os agentes financeiros no financiamento de investimentos de longo prazo



Fonte: (G30, 2013, p. 21).

Para a estrutura demonstrada na figura 1 funcionar, é necessário um sistema de intermediação financeira capaz de canalizar os recursos dos poupadores e encontrar os usuários que necessitam de financiamento. Os financiamentos de longo prazo devem ser providos por aqueles investidores comprometidos com o horizonte de longo prazo e calibrados pelo seu apetite de risco, oportunidades de investimentos e retornos, promovendo a adequada alocação dos recursos na economia. Ativos de infraestrutura, são usuários massivos de recursos financeiro e de longo prazo. O sistema financeiro de intermediação financeira global tem um papel relevante, pois é capaz de contribuir para um crescimento econômico sustentável dos países, uma vez que tem a capacidade de facilitar a diversificação dos fluxos financeiros entre países, regulando-os a nível global, canalizando os recursos nas jurisdições que pudessem se desenvolverem e oferecerem riscos e retornos adequadamente ao capital investido (G30, 2013, p.21 e p. 22).

Por fim, Levine (1997, p. 689) e G30 (2013) destacam que a intermediação financeira é importante e contribuem positivamente para o crescimento da economia. A literatura revisada, sugere que um sistema financeiro bem estruturado, com instrumentos funcionais e eficientes, mercado organizado e instituições sólidas, levam a redução natural da assimetria de informação e dos custos de transação entre os agentes econômicos e possibilita o aumento do volume de investimentos. Além disso, investimentos de longo prazo associado a infraestrutura, contribuem com este processo de crescimento econômico. Por sua vez, estes elementos implicam um conjunto de atributos positivos para a economia, que são: i) melhores taxas de investimento; ii) melhor alocação de recursos e tomadas de decisões; iii) um ambiente de fomento a inovação; e iv) produtividade.

2.2 Falhas de mercado, externalidades e assimetria de informação

Stiglitz (2017) observa que para um Estado ser competente, deveria trabalhar com o objetivo de diminuir a assimetria de informação, as falhas de mercados e garantir os incentivos mínimos necessários para o funcionamento de suas instituições no mercado, considerando que os mercados são imperfeitos. A implementação de um conjunto de regras, freios e contrapesos pelo Estado, deveria levar a um ambiente institucional adequado, que contribuísse para a previsibilidade nos meios de trocas e que não privilegiasse um restrito grupo de instituições. Para que estas regras protejam, por exemplo, os direitos de propriedade/indenização dos interessados, possibilitando que um empreendedor participe de um processo licitatório de um ativo de infraestrutura específico, obtenha um contrato de financiamento de longo prazo com um determinado credor e que goze de segurança em seu investimento, considerando que os contratos serão respeitados, possibilitado assim, honrar sua obrigação com o credor, na data acordada.

Foi observado que Estado e o Mercado (setor privado) são instituições e que conceitualmente um não deveria atuar no lugar do outro, ou seja, o mercado deveria prover produtos e serviços de natureza privados, enquanto o Estado deveria prover estritamente serviços públicos, tendo suas arenas de atuação bem delimitadas. Todavia, atualmente eles vêm atuando de forma complementar. Muitas vezes, por um lado, observa-se o setor privado atuando em serviços básicos, como educação ou saúde. Por outro lado, observa-se o Estado atuando de forma relevante em setores estratégicos e de capital intensivo como: infraestrutura, pesquisa e desenvolvimento, concessão de garantias, financiamentos as pequenas empresas, entre outros, dado que o setor privado muitas vezes não tem interesse ou incentivos necessários para atuar

nestes mercados. Caberia assim, o Estado organizar os mercados e buscar dar incentivos para que o privado possa entrar em setores que habitualmente não ocupam. Observa-se ainda outro papel relevante do Estado, que é o de intervir no funcionamento dos mercados, para garantir o funcionamento geral do mesmo e equilibrar as forças entre seus os competidores através da regulação (STIGLITZ, 2017).

Stiglitz (2000) adverte que o conceito do ótimo de Pareto se aplica na economia quando os agentes atingem a curva de possibilidade de produção, ou seja, a plena eficiência nas trocas e no processo de produção. Entretanto, esta curva pode representar distorções aos agentes econômicos, nestes casos, os resultados dos mercados não são satisfatórios e como consequência, ocorrem as falhas de mercado.

Ainda sobre o conceito de Pareto, Stiglitz (2000) argumenta que a economia somente é eficiente em determinadas circunstâncias ou condições. Existem seis importantes condições que demonstram que os mercados não são eficientes, conhecidas como falhas de mercados e sua identificação, constituem em argumentos favoráveis para a intervenção do Estado na economia. As seis falhas de mercado são: competição imperfeita, provisão de serviços públicos, externalidades, mercados incompletos, informação imperfeita e o desemprego e outras falhas econômica. Neste trabalho, não será detalhado todas as falhas de mercado, desta forma, foram delimitadas as falhas de mercados associados a externalidade e assimetria de informações que são implicadas no problema investigado e detalhadas abaixo:

a) Externalidades: são aquelas falhas associadas a casos de que as atividades desenvolvidas por indivíduos, empresas e governos afetam outros grupos. Estas atividades, geram efeitos positivos ou negativos e podem ser remuneradas ou não. Por exemplo, se um indivíduo planta um jardim na frente de sua casa, ele brinda a oportunidades de terceiros contemplá-lo, ou em um extremo, contribui para o aumento da renda de um apicultor vizinho que tem sua produtividade potencializada em função deste jardim. Este exemplo é considerado uma externalidade positiva. Um segundo exemplo poderia ser uma atividade de extração de petróleo em uma determinada bacia por dois agentes econômicos que poderia gerar uma externalidade negativa, sempre quando fosse observado uma maior extração por parte do agente A em detrimento ao agente B.

Um terceiro exemplo, seria no caso de uma instalação de um novo empreendimento, seja pelo setor público ou pelo privado. A sua instalação poderia causar efeitos negativos a comunidade, como no caso de uma implantação de uma hidroelétrica que pode gerar danos

econômicos a população ribeirinha, em função do represamento do rio. Neste caso, é necessário ter uma governança adequada para dirimir, *ex-ante*, se o empreendedor ou o Governo deve ou não indenizar os ribeirinhos. Este levantamento, conseqüentemente levará a um incremento no custo de implementação do projeto. Existem outras externalidades que não são identificadas na hora de desenhar um projeto e que os custos associados ao mesmo devem ser discutidos *ex-post* (COASE, 1960, p. 1 a p. 8).

b) Assimetria de informação: algumas atividades de Estado se justificam pela falta de informações do mercado. Em tal sentido, o Estado busca regular várias atividades econômicas com o objetivo de melhorar a fiscalização e a difusão de informação para todos os *stakeholders*.

O Estado pode estabelecer uma série de normas e regras para obrigar as empresas e prestadores de serviços fornecerem uma adequada informação ao mercado, mitigando o risco da informação imperfeita que gera gastos adicionais aos agentes. Por exemplo, problemas de saúde poderiam ser evitados com uma melhor propagação das informações entre os interessados. Os gastos alocados em informação, neste caso, podem ser associados a investimentos em pesquisa, desenvolvimento e difusão de informação para melhorar servir as pessoas (STIGLITZ, 2000, p. 92 a p. 100).

Em relação a intermediação financeira, observou-se que a assimetria de informação é um problema e entender esta abordagem é determinante para perceber o comportamento dos agentes na economia. O equilíbrio de mercado acontece quando a demanda e a oferta estão equilibradas. Quanto se encontra uma alta demanda e uma baixa oferta no mercado, os preços sobem, sendo que se a equação for investida os preços caem. Os provedores de financiamentos que atuam como intermediários financeiros, para encontrar um equilíbrio de mercado, buscam equalizar a função da oferta e da demanda. Entretanto, o que se observa às vezes no mercado, são o excesso de demanda associado a diminuição da oferta de crédito, derivado de informação imperfeita e/ou uma restrição de liquidez dos provedores de financiamentos. Nestes casos, ocorrem a racionalização do crédito. Estes desequilíbrios podem vir por problemas associados a curto prazo, quando a economia enfrenta um fato exógeno, como em caso de uma pandemia e que pode ser superado no curto e médio prazo, ou associados a longo prazo, que pode ser explicado por crises aguda ou por desequilíbrios fiscais recorrentes (STIGLITZ e WEISS, 1981, p. 393).

Sabendo que existe uma assimetria de informação no mercado financeiro, os bancos, por sua vez, buscam proteger-se, no seu papel de intermediador financeiro, quando vão conceder um financiamento a uma agente. Eles buscam mitigar seus riscos para preservar sua rentabilidade e capital. O problema derivado da mitigação de riscos é, geralmente, o racionamento do crédito, seja pelo lado do aumento da taxa de juros ou pela diminuição de volume de crédito oferecido aos agentes, que implica aumentando dos custos das transações. Para mitigar os seus riscos, os bancos praticam: i) a seleção adversa, que tem como tarefa selecionar bons pagadores. Neste caso, a taxa de juros pode ser um termômetro para saber se um potencial cliente está disposto ou não a pagar para obter um financiamento. Quando taxa de juros é alta, comparando com a média de mercado, e em caso de que o cliente aceite-a, se observará uma maior probabilidade de o cliente não repagar financiamento tomado, e o banco pode não emprestar os recursos para este determinado cliente; e ii) efeito incentivado, que é a buscar por clientes que estão dispostos a pagar um certo nível de juros, desde que possam aumentar os níveis de garantias, para diminuir a alavancagem em uma estrutura de financiamento. Ambas abordagens derivam do conceito de informação imperfeita nos mercados de financiamento, podendo levar a majoração dos custos dos financiamentos e gerar a racionalização de crédito no mercado (STIGLITZ e WEISS, 1981, p. 393 a p. 394).

As falhas de mercados não são excludentes e geralmente, a existência de mercados incompletos deve-se, em parte, por problemas de assimetria de informação. Ao observar as falhas de mercados, Stiglitz (2000) destaca que a intervenção do Estado se justifica em vários aspectos, vis-à-vis seu papel regulador. Desta forma, o Estado deveria utilizar um conjunto de ferramentas capazes de mitigar ou evitar as falhas de mercado, podendo atuar na regulação dos mercados, evitando a cartelização de setores econômicos, combatendo a inequidade da distribuição de renda, prevenindo a atuação de grupos ou indivíduos em seu próprio interesse, que tomam decisões erradas mesmo com o acesso à informação, entre outros. Enfim, o Estado deveria buscar fortalecer seu papel, seja pelo lado normativo/regulador; promovendo uma intervenção e não se descuidando dos limites que isso implique. Ou pelo lado positivo; ocupando-se em descrever e explicar o que realmente faz, por exemplo, quais são suas principais políticas públicas, para que servem, e quais são suas vantagens e consequências para os interessados.

2.3 Instituições, governança e custos de transação

Entende-se por instituições um conjunto de indivíduos, individual ou em grupos, ou os Governos que buscam cooperarem e se completarem dentro de um ambiente institucional formal ou informal. Quando formal, este ambiente é precedido e regido de regras que regulam suas interações como: as eleições, o direito à propriedade, as regras contratuais estabelecidas, entre outros, dentro de uma estrutura legal conhecida e confiável, de modo que a finalidade seja garantir o funcionamento da atividade econômica e a segurança jurídica das instituições (DAVIS e NORTH, 1972, p. 7).

O termo governança tem um significado muito amplo, assim para este trabalho foi delimitá-lo e foi chamado de arranjo institucional. Um arranjo institucional, bem constituído, busca implementar transações eficientes entre as distintas instituições que o compõe e procura fazer que as regras pactuadas entre as partes sejam respeitadas, como as ordens de mercado e ordens intencionais. Os arranjos institucionais podem ser classificados em 3 classes: a) hierarquia, que tem um rígido controle administrativo, não possui incentivos e possui instâncias bem definidas e tribunais para dirimir conflitos; b) mercado, que é liderado por uma clara relação de incentivos, baixo controle administrativo, regras e normas bem estabelecidas que são fáceis de serem implementadas de uma forma autônoma; c) híbridos que seria utilizar elementos dos dois arranjos citados, para buscar um objetivo econômico comum, além disso, sua viabilidade dependerá de sua credibilidade e capacidade de fazer cumprir com o que foi pactuado, caso contrário pode haver várias penalidades (WILLIANSO, 2005, p. 1 a p. 16).

Os investimentos específicos podem ser classificados como ativos de infraestrutura. Estes, geralmente, possuem uma localização geografia específica, função determinada, características físicas singulares, capital humano restrito, custo de investimento elevado, e mecanismos que regulam suas operações. Para ativos com estas características o setor privado, desde uma perspectiva de mercado, não é capaz de gerenciá-los, uma vez que estes ativos não permitem competição e são considerados monopólios naturais. Além disso, estes ativos possibilitam uma manipulação oportunista de seus operadores, quando não são bem concebidos, estruturados ou regulados pelo poder concedente. Por outro lado, quando bem estruturado, regulado e gerido, apesar dos riscos inerentes a construção e operação dos mesmos, eles têm a função de contribuir ao processo de desenvolvimento econômico de uma região e de país (FIANI, 2014, p. 60, p. 63).

Um exemplo de modelo de híbrido seria uma empresa operando um ativo de infraestrutura, investimento específico, através de uma concessão e em um ambiente regulado, ou seja, onde a companhia através de um processo licitatório ganhou o direito de operar um ativo por um determinado período e não vai sofrer concorrência do mercado em função da proteção dada pelo poder concedente, através de um contrato, estabelecido dentro das regras de um arranjo institucional híbrido.

A crítica a este modelo repousa em ambas instituições. Que poderia ser *ex-ante*: quando constatado uma baixa capacidade do poder concedente em proporcionar bons projetos de infraestrutura e/o um inadequado contrato de concessão, pelo lado do concessionário, seria em sua habilidade de obter financiamentos, desenvolver bons projetos executivos de engenharia e executar uma obra de qualidade. Ou *ex-post*: quando o concessionário não consiga atingir as metas pactuadas no contrato ou quando poder público demonstre baixa capacidade de regulação. Tais casos, poderiam levar o poder concedente ao rompimento do contrato de concessão ou em caso de omissão, poderia dar uma falsa impressão de que o Governo esteja promovendo a livre concorrência em seus processos licitatórios e como consequência, a substituição da empresa no final do período de concessão poderia se tornar viciada. (FIANI, 2014, p. 59 e p. 60).

Assumindo que os contratos são incompletos, se observa que existe um custo de transação nos investimentos específicos. Fiani (2014) indica que este fato leva a necessidade de um arranjo institucional capaz de promover os ajustes posteriores as celebrações dos contratos, que são necessários para evitar custos não desejados e a judicialização das transações. Esta governança é definida como arranjos institucionais híbridos que combinam incentivos e controles administrativos semelhante ao mercado e outros elementos semelhantes a rigidez da hierarquia. São aplicadas em contratos onde o poder público necessita fazer a coordenação sem perder a autonomia de certas decisões.

Quanto aos custos de transação, são observados sempre no âmbito dos contratos estabelecidos entre as instituições e quando uma ação precisa ser desempenhada de forma satisfatória por uma das partes. Por exemplo, um contrato para a construção e operação de uma rodovia, que é um investimento específico, concedido por um governo Estadual a uma empresa privada, a partir de uma licitação. Assim os custos de transações podem ser divididos em custos explícitos (*ex-ante*) ou implícitos (*ex-post*). Os custos explícitos estão associados ao planejamento, desenho, negociação, acordos, salvaguardas e formalizações que são

despendidos para buscar provar a credibilidade, a integridade e a formalização dos contratos por ambas instituições (pública e privada). Os custos implícitos estão associados aos custos de observância e execução dos contratos, principalmente relacionados as disputas sobre a mal concepção de projetos e incertezas que podem aparecer durante a execução de um contrato, ou o não cumprimento de obrigações contratuais. (WILLIAMSON, 1985, p. 20, p. 29 a p. 41).

3. INFRAESTRUTURA E A INDUSTRIA DE INVESTIMENTOS NO BRASIL

Este segundo capítulo aborda a importância do investimento sustentado e continuado em infraestrutura e seus impactos a todos os atores econômicos de um país. Traz também, um relato sobre o marco regulatório brasileiro aplicado a indústria de fundos de investimento, incluindo os FIDCs Infra, passando pelas principais leis e atores do mercado. Finalmente, foi realizado uma análise dos principais números do setor, usando fonte nacionais e internacionais, que busca responder se o mercado de capitais no Brasil é relevante.

3.1 Investimento em infraestrutura

Uma infraestrutura de qualidade gera externalidades positivas e aumenta a produtividade de um país. Os países desenvolvidos vêm há décadas colocando o investimento em infraestrutura como peça chave em suas estratégias de Estado, para garantir ou manter sua competitividade e o nível de desenvolvimento econômico alcançado ao longo dos anos. Já os países que negligenciam este tema, ou gerenciam de forma precária os investimentos em infraestrutura, vêm observando, no mínimo, uma estagnação ou uma diminuição de sua produtividade e, conseqüentemente, do crescimento de suas economias, comparada com as economias desenvolvidas (PEREIRA e ANDRAZ, 2013, p. 1).

Pereira e Andraz (2013) argumentam que direcionar um mínimo de investimento em infraestrutura, em relação ao PIB, é fundamental para que os países melhorem o desempenho de suas economias ao longo do tempo. Pois, quando considerado que uma empresa apenas produz bens e serviços, dado um nível adequado de custos de produção, ponderados pelo retorno de seus investimentos, se torna claro, que o fator, infraestrutura apropriada, contribui para a tomada de decisão em produzir ou não determinado bem. Desta forma, uma infraestrutura adequada impacta positivamente na redução dos custos de produção, no retorno sobre os investimentos e na produtividade total dos agentes econômicos. Contudo, a infraestrutura é um fator de produção que o empreendedor não controla, ou seja, é uma atividade externa as empresas e que dependem plenamente da capacidade dos Governos em coordenar os esforços de investimentos.

Pereira e Andraz (2013) observam que os Governos precisam, dentro de suas políticas públicas, priorizar, coordenar e promover os investimentos de longo prazo em infraestrutura. Podem também, possibilitar esquemas de financiamentos alternativos, por exemplo, atraindo o setor privado: com o objetivo de manter um nível adequado de estoque de infraestrutura (rodovias, água, energia, portos e aeroportos). Pereira e Andraz (2013, p. 7) argumentam que o investimento público atrai o capital privado (*crowd in*) e este esforço conjunto de investimento em infraestrutura leva ao aumento da produtividade marginal do setor privado e consequentemente do aumento do produto da economia no longo prazo.

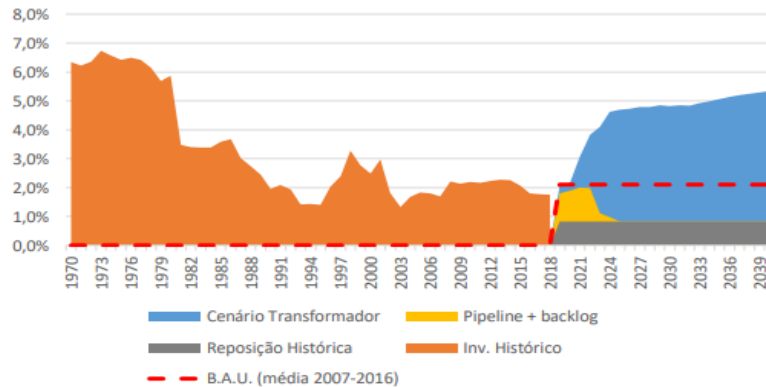
Considerando o vital papel do setor de infraestrutura, grandes investimentos são necessários para sustentar a atividade econômica de um país. Foi observado que os subsetores da infraestrutura, como o da logística, energia e água, são conhecidos como de capital intensivo, desta forma, eles requerem um grande volume de investimentos para se viabilizarem. Os investimentos contínuos no setor de infraestrutura provocam a diminuição dos custos de produção e contribui para a expansão do PIB. Desta forma, as evidências apontam que ao aumentar os gastos em infraestrutura em 1% do PIB, ocorreria um aumento de produtividade e uma expansão de 11% do PIB per capita. (FERREIRA E DUTRA, 2011, p.173 a p. 179).

Dados da McKinsey & Company (2019) alertam que os países em desenvolvimento necessitaram investir US\$ 2 trilhões nos próximos 15 anos em infraestrutura, para manterem um crescimento do PIB sustentado, sendo capital a atração de novas fontes de financiamento para o setor. Neste contexto, foi observado que o Brasil incorre no recorrente problema encontrado em outros países, baixo investimento no setor de infraestrutura. Tal problema deveria ser sumamente combatido, uma vez que o baixo investimento em infraestrutura desencadeia um fraco desempenho da economia.

Um estudo lançado em junho de 2019, pela Secretária de Desenvolvimento da Infraestrutura, ligada ao Ministério da Economia, conforme descrito no gráfico 1, aponta que foi realizado um investimento médio de 2% em relação ao PIB em infraestrutura entre 2011 e 2018. O mesmo estudo estabeleceu uma meta de aumentar o estoque de infraestrutura do país, saindo do atual 36%, dados de 2019, para 61% em 2040. Este salto no volume do estoque de infraestrutura implicaria um investimento médio de 3,8%, entre 2020 a 2022, em 2023 este percentual deveria alcançar 5,3% e permanecer constante até 2040 em relação ao PIB. Em termos de valores, o montante estimado de investimentos chegaria à casa dos R\$ 10 trilhões até 2040 (BRASIL, 2019d).

Gráfico 1

Percentual do PIB investido em Infraestrutura e projetado até 2040



Fonte: (BRASIL, 2019d, p. 24).

Detalhando os dados dos setores de infraestrutura, Ferreira e Dutra (2011) observam que o setor em geral apresenta problemas de: i) planejamento estratégico, ii) carência de investimentos ou iii) regulatório. Estes problemas são associados a visão de curto prazo, que historicamente, foi desenvolvida por seus governantes e que não combinam com o horizonte de longo prazo, inerente ao setor de infraestrutura. As consequências são evidentes: baixa qualidade nos serviços, alto custo logístico para as empresas e perda de produtividade comparada com outros países.

Dados da pesquisa da CNT (2019a) indicam que o setor de rodovias no Brasil, possuem uma extensão de aproximadamente 1.720.700 km, das quais 213.453 km ou 12,4% são pavimentadas. Das rodovias pavimentadas, a pesquisa estudou as principais rodovias do país, que somou uma extensão de 108.863 Km. A pesquisa apontou, como um resultado geral, que as rodovias foram classificadas em 59% como regular, ruim ou péssimo, apresentando algum tipo de problema e 41% foram classificadas como ótimo ou bom. Ao abrir os dados, foi observado que da extensão total dos 108.863 km pesquisados, 22.079 km ou 20,3% eram rodovias concedidas a iniciativa privada e 86.784 km ou 79,7% era de gestão pública. De uma forma geral, a performance das rodovias concessionadas, classificadas como ótimo ou bom, foi de 76,5%, já a performance das rodovias sob administração pública, classificadas como ótimo ou bom, ficou em 32,5%. Esta diferença pode indicar uma restrição de disponibilidade orçamentaria, por parte do setor público e a necessidade de investimento dirigidos a este tipo de ativo.

O setor ferroviário no Brasil, segundo o relatório da CNT (2018), possuía, em 2017, 29.074 km e transportou cerca de 538.780.350 toneladas úteis. Além disso, a densidade ferroviária era baixa, de apenas 3,6 km/1.000 km², quando comparada com outros países, tais como Estados Unidos que possui uma densidade de 29,9 km/1.000 km², a China 12,9 km/1.000 km², ou até mesmo em relação a países da América do Sul, como a Argentina com 13,3 km/1.000 km² ou o Chile que possuía 9,6 km/1.000 km². Os dados indicam a necessidade de expansão deste modal e que levaria a vultosos investimentos (CNT, 2019).

Os dados acima mostram que é necessário reestabelecer a capacidade de planejamento estratégico, articulação setorial, de investimentos em infraestrutura, de regulação, para que o setor de infraestrutura possa voltar a crescer e ajudar o Brasil na direção de diminuir o abismo econômico existente entre os países desenvolvidos. Assim, o esforço exige tanto, expandir o investimento público quanto desenvolver alternativas de financiamento privado. Desta forma, é dado que o investimento Público, via orçamento fiscal, é a fonte mais importante de financiamento a infraestrutura em quase toda a parte do mundo, mesmo em momentos de crise, não obstante, em função das restrições fiscais e do aumento do endividamento do setor público no Brasil, tornou-se restritivo que o Governo continue sendo o principal financiador do setor de infraestrutura no país (BRASIL, 2019c, pág. 11).

Considerando as necessidades crescentes de financiamento no setor de infraestrutura, McKinsey & Company (2019) argumenta que somente o investimento público não será suficiente. Desta forma, é necessário contar com os recursos dos investidores, locais e internacionais privados. Os ativos derivados dos projetos de infraestrutura podem ser considerados uma nova classe de ativos e a experiência e apetite destes investidores, podem não somente contribuir com recursos, mas também com o incremento na governança dos projetos. Segundo Brasil (2019d, p. 17) levantou que existem cerca de US\$ 100 trilhões de recursos de investidores internacionais investidos em ativos de baixa rentabilidade ao redor do mundo e que ao depender do tipo de risco e retorno, um percentual deste montante poderia ser canalizado para investir em projetos de infraestrutura.

No Brasil, segundo dados do relatório de estabilidade da previdência complementar foi encontrado que atualmente existem 297 entidades, pública e privadas, em funcionamento e que juntas, administram cerca de R\$ 873 bilhões em ativos, estas entidades são consideradas investidores institucionais. Quanto a estratégia de investimentos destas entidades, foi encontrado que a rentabilidade média da carteira no período que compreende o período de

09/2017 a 09/2019, foi de 9,4% ligeiramente superior ao *benchmark* que era de 8,4%. Os mesmos são isentos de IR, assim não gozam de benefício fiscal quando alocam seus recursos em instrumentos isentos. Também foi achado que 62% destes ativos foram alocados na compra de títulos Públicos Federais ou em operação compromissada. Além disso, 13% destes recursos, foram alocados em títulos privados, que incluem os investimentos em fundos ou debêntures de projetos de infraestrutura, demonstrando que existe um potencial de recursos que podem ser canalizados para o setor de infraestrutura (BRASIL, 2019b, p.5 a p. 11).

Ao olhar para o lado da demanda dos projetos de infraestrutura, é importante destacar que foi estabelecido instrumentos institucionais que sustentam o financiamento de projetos de infraestrutura via debêntures incentivadas. O primeiro é a Lei 12.431/11, em seguida o foi constituído o Programa de Parcerias de Investimentos – PPI, o terceiro foi o Grupo de Trabalho sobre Mercado de Capitais e Poupança a Longo Prazo – GTMK e por último a Secretaria de Desenvolvimento da Infraestrutura – SDI, ligada ao Ministério da Economia, tem como mandato “[...]endereçar os principais problemas do país no setor de infraestrutura, divididos em três grandes eixos: i) Redução da participação do governo em projetos de infraestrutura; ii) Desenho de mercados setoriais que permitam o irrestrito investimento privado; e iii) Análise de Projetos e Planejamento de Longo Prazo” (BRASIL, 2019d, p. 4).

Quanto a Lei 12.431/11 será detalhada no capítulo 4 desta dissertação. Sobre o PPI, o mesmo foi criado em 2016, com a missão de planejar os investimentos de longo prazo em infraestrutura no Brasil, priorizar, promover e acompanhar os estudos de projetos de infraestrutura e fortalecer a coordenação das políticas de investimento em infraestrutura por meio de parcerias com o setor privado. Desde sua criação, mais de 193 projetos foram classificados como prioritários e 124 foram leiloados ou renovados, representando mais de R\$ 253,3 bilhões em investimentos, a serem realizados nos próximos anos e R\$ 46,4 bilhões arrecadados em outorgas ou bônus que entrou no caixa do Governo Federal. O setor que obteve destaque foi o de concessão de petróleo e gás, que respectivamente levantou R\$ 28 bilhões em outorga e R\$ 176,8 bilhões em investimentos. Quanto a privatização de ativos de energia elétrica, o governo arrecadou R\$ 2,2 bilhões, com uma expectativa de investimento na ordem de R\$ 11 bilhões. Atualmente existem 69 projetos qualificados na carteira do PPI e que estão sendo preparados para serem licitados, cujo a previsão de investimento supera os R\$ 113 bilhões em investimentos (BRASIL, 2019c, pág. 39 e 40 e pág. 49).

Outro instrumento institucional criado foi o GTMK, em 2018, que foi convertida na Iniciativas de Mercado de Capitais⁵ - IMK subordinado à Secretaria de Políticas econômicas do Ministério da Economia. O IMK tem como finalidade promover o diálogo com os *stakeholders*, em vista de aprofunda o mercado de capitais e fomentar o aumento de poupança. Além disso, o grupo está trabalhando, particularmente, no aperfeiçoamento da Lei 12.431/11, como o objetivo de ampliar o volume de financiamento vindo deste instrumento. Esta ação institucional por parte do Governo é importante, pois sinaliza ao mercado o empenho em resolver os problemas e melhorar o ambiente regulatório. Isso leva a uma maior competição entre os agentes e, por fim, pode resultar em um maior nível de investimento no setor.

Por último, em 2019, foi criado a SDI pelo decreto 9.745/2019, com a atribuição de coordenar as metas de investimentos em infraestrutura, coordenar e articular a elaboração, implementação e monitoramento das políticas públicas de infraestrutura de longo prazo, promover a transparência no setor, dialogar com o setor privado, entre outras (BRASIL, 2019d).

As informações apresentadas acima são positivas e chamam a atenção para o tema de coordenação executiva, existência de demanda e de oferta retraídas para os financiamentos aos projetos de infraestrutura e ferramentas institucionais montadas para fomentar o desenvolvimento do setor. Neste particular, o mercado de capitais pode ser um importante aliado para aproximar a demanda da oferta e viabilizar os financiamentos de longo prazo. Os bancos de desenvolvimento seguirão sendo relevantes no financiamento de infraestrutura, porém alguns ajustes em suas estruturas e em seus papéis já foram observados.

Sobre o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES, Barboza, Furtado e Gabrielli (2019) informam que historicamente foi considerado o grande financiador de operações de longo prazo para os diversos setores da economia no Brasil, sendo que o foco eram os projetos de infraestrutura. Foi observado que a proporção da carteira de infraestrutura em relação a carteira total dos financiamentos do banco, nos últimos 8 anos, ficou em um patamar médio de 37%.

A tabela 1 demonstra que o banco vem diminuindo drasticamente sua participação no setor de infraestrutura. Os desembolsos do BNDES por setor, acumulado mês a mês, em (R\$ milhões constantes), atingiram seu pior patamar em 2019. Foi observado que os desembolsos acumulados em dezembro de 2019, direcionados a infraestrutura, foram de aproximadamente R\$ 25 bilhões. Ao comparar esta cifra, com o volume desembolsado em dezembro de 2012,

⁵ Informação sobre as iniciativas de Mercado de Capitais emitidas pelo Ministério da Economia. Disponível em: <https://bit.ly/2uNv1Kl>

onde o montante representava cerca de R\$ 80 bilhões, a queda representou cerca de 72%. As maiores quedas ocorreram nos subsetores de telecomunicações, transporte ferroviário e transporte rodoviário.

Tabela 1

Desembolsos do BNDES para o setor de Infraestrutura, entre dezembro de 2012 e dezembro de 2019

(Em Milhões de Reais)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Infraestrutura	79.923	88.672	92.605	67.467	29.393	32.086	31.529	24.910
Energia elétrica	28.468	28.351	25.439	26.861	10.883	16.666	16.376	13.408
Construção	1.358	2.131	3.680	2.775	2.137	601	591	558
Transporte rodoviário	23.588	30.410	28.272	8.886	5.334	7.410	7.281	4.385
Transporte ferroviário	3.645	3.832	5.433	6.226	1.281	1.390	1.366	323
Outros transportes	5.563	5.926	5.376	9.587	3.226	3.029	2.977	2.455
Atv. aux. Transportes	7.053	11.148	13.990	8.650	3.321	1.724	1.694	2.549
Serv. utilidade pública	2.984	2.997	3.226	1.901	1.301	1.161	1.141	1.126
Telecomunicações	7.218	3.832	7.158	2.564	1.902	101	99	102
Outros	46	44	29	17	9	4	4	3

Elaboração do autor.

Fonte: (BNDES, 2020).

Um ponto observado nos últimos dois anos, acompanhando as atividades dos bancos públicos, foi o reposicionamento deles no financiamento a infraestrutura. Eles passaram a ser mais demandados na formulação e modelagem de projetos, que ao ser licitado, poderão ser financiados e co-financiados pelo mercado de capitais. Brasil (2019, p. 35) indicou ainda que era necessário estruturar novos projetos de infraestrutura (formulação e modelagem) devido que a carteira de projetos estudada em anos anteriores está próxima do fim. Para isso, seria necessário alocar R\$ 2,4 bilhões em 2019, 4 bilhões em 2020 e 5 bilhões em 2021 para criar uma carteira de projetos e induzir o investimento em infraestrutura. Neste sentido, foi indicado o direcionamento de recursos humanos e financeiros do BNDES para cumprir com este objetivo.

Wajberg e Castro (2016) observam que o BNDES facilitou o compartilhamento de garantias nos projetos de infraestrutura quando co-financiados com instrumentos de mercado de capitais. O banco passou a aceitar a cláusula de vencimento antecipado cruzado, onde, no caso de um emissor estiver em atraso com uma ou mais obrigações em qualquer financiamento

recebido pelo projeto, todo o projeto estará inadimplente, este mecanismo faz com que os credores passem a exigir o pagamento antecipado ou acionamento das garantias do mesmo. Também foi observado que o banco passou a bonificar os projetos que tinham esquemas mistos de financiamento, financiamentos tradicionais e financiamentos levantados nos mercados de capitais.

3.2 O marco regulatório da indústria de fundos de investimento no Brasil

A Lei nº 4.728/65 organiza e disciplina o mercado de capitais no Brasil. A Lei estabeleceu o Conselho Monetário Nacional - CMN e o Banco Central do Brasil – BCB que têm como principais funções: i) facilitar o acesso do público as informações sobre os produtos de investimentos; ii) proteger os investidores contra a má gestão dos agentes financeiros; iii) evitar fraudes e a manipulação do mercado; iv) assegurar a observância das boas práticas comerciais; v) disciplinar a utilização do crédito no mercado de capitais; e vi) regular a atividade de corretora de títulos imobiliários e de câmbio (BRASIL, 1965, p. 1).

A mesma Lei, também regulamentou o sistema de distribuição de títulos de valores mobiliários que é composto de: i) bolsas de valores e das sociedades corretoras; ii) instituições financeiras autorizadas a operar no mercado de capitais; iii) sociedades ou empresas que tenham por objeto a subscrição de títulos para revenda, ou sua distribuição no mercado; e iv) sociedades ou empresas que tenham por objeto atividade de intermediação na distribuição de títulos ou valores mobiliários Brasil (BRASIL, 1965, p. 2).

Continuando com a revisão do marco regulatório da indústria de fundos do Brasil, foi observado que a Lei nº 6.385/76 foi instituída de forma a complementar a Lei nº 4.728/65, dispendo sobre o mercado capitais e regulamentando a Comissão de Valores Mobiliários - CVM, que é uma entidade autárquica de regime especial, vinculada ao Ministério da Economia, com personalidade jurídica e patrimônio próprio, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária (BRASIL, 1976, p. 1 e p. 3).

Posteriormente entrou em vigor, em 2001, a Lei nº 10.303 que modernizou as Leis nº 6.385/76 e a 6.404/76. A Lei 10.303/01 deixa claro que os valores mobiliários, ofertados publicamente, podem ser de renda fixa ou de renda variável. Os instrumentos de renda fixa são: os títulos públicos e Tesouro Direto (crédito público); as debêntures, nota comercial, Certificado de Depósito Bancário (CDB), os cupons, direitos, notas comerciais Recibos de Depósito Bancário (RDB), Certificado de Recebível Imobiliário (CRI) e Certificados de

Recebíveis do Agronegócio (CRA), Letra de Crédito Imobiliário (LCI), Letra de Crédito do Agronegócio (LCA), Letra Financeira (LF), fundos de crédito (crédito privado). Os instrumentos de renda variável são: as ações, bônus e fundos de ações (BRASIL, 2001a, p. 13 e p. 14).

Sobre a Lei nº 6.385/76, em seu art. 4º, reforçou que as principais competências do CMN e da CVM são a estimulação da formação de poupança, a sua aplicação em valores mobiliários, a promoção do mercado de capitais incluindo sua regulação e a proteção dos interesses dos investidores (BRASIL, 1976, p. 1 e p. 3).

Outro papel importante desempenhado pela CVM é a regulação dos fundos de investimentos através de normativa infra legal que é chamada de Instrução Normativa CVM - ICVM. Um fundo de investimento é uma comunhão de recursos, formado sob forma de condomínio, sob um Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica (CNPJ) e destinado à aplicação em um ou mais ativos financeiros. Ele é dividido em cotas e os investidores são chamados de cotistas. O fundo de investimento pode ser aberto, quando permite resgate a qualquer momento ou fechado, onde suas cotas somente são resgatadas no prazo final do fundo (BRASIL, 2014b, p. 7).

A gestão de um fundo de investimento depende de um ecossistema de prestadores de serviços especializados, regulados e autorizados pelo CMN, BCB e CVM. Estes prestadores estão divididos em Administrador, Gestor, Distribuidor, Custodiante, Auditor Independente, Agência de Risco, entre outros. O fundo de investimento para ser constituído e funcionar, depende de prévio registro na CVM (BRASIL, 2014b, p. 9 e p. 10).

Quanto a receita gerada pelo um fundo de investimento, pode ser auferida através da cobrança da taxa de administração, da taxa de *performance* e taxa de carregamento do fundo. As despesas do fundo devem ser geridas pelo Administrador que devem zelar para que ela não exceda a receita, pois a mesma não pode ser aumentada sem uma prévia autorização da assembleia geral de cotistas. A taxa de *performance* é estabelecida no regulamento do fundo e é definida com base a um índice. Assim, se a o fundo tiver uma rentabilidade superior ao índice estabelecido como referência, o fundo recebe um percentual do excedente denominado taxa de *performance* (BRASIL, 2014b, p. 52).

Sobre a tributação, os cotistas estão sujeitos ao pagamento do Imposto sobre Operações Financeiras - IOF e Imposto de Renda - IR sobre os rendimentos dos fundos de investimentos. Atualmente o IR varia entre 15% a 22,5%, esta alíquota está atrelada ao tempo de permanência

do cotista no fundo, quanto mais tempo ele passa como cotista, melhor. Por exemplo, os investidores que permanecem mais de 720 dias têm que recolher uma alíquota de 15% sobre os rendimentos (BRASIL, 2015).

Sobre os tipos de investidores, os mesmos podem ser classificados como: i) qualificados - pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros acima de R\$ 1 milhão; ii) profissionais - aqueles que possui mais de R\$ 10 milhões em investimentos. Ambos devem operar regularmente no mercado e ter capacidade técnica atestada por escrito sobre tal condição, perante as autoridades de regulação e de supervisão. Além disso, aqueles gerem patrimônios de terceiros, são considerados Investidores Institucionais. Os demais são considerados investidores não especializados, não qualificados ou de varejo (BRASIL, 2014a, p. 2 e p. 3).

Em relação a distribuição, toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários nos mercados primários e secundários devem observar as ICVMs⁶ 400/03 e 476/09. As distribuições reguladas pela ICVM 400/03 são dirigidas a todos os tipos de investidores, é necessário o registro prévio e autorização da CVM, é mais demorada em seu processo de estruturação, precisa ser preparado um prospecto e é exigido ampla divulgação dela e tem o objetivo de atingir o maior número de investidores possível. Já as emissões reguladas pela ICVM 476/09 são mais simples, porém limitada, podendo ser divulgado para um número máximo de 75 investidores e subscrito por 50 deles, não há necessidade de prospecto registrado na CVM, nem de ampla divulgação. O objetivo da emissão via ICVM 476/09 é agilizar o processo de colocação de papéis no mercado e atender a um grupo de investidores qualificados e previamente identificados.

Os fundos de investimentos são qualificados como fundos de dívida corporativa (dívida ou *debt*) ou fundos de participações societárias (participação ou *equity*), Stowell (2012) argumenta que estas duas classes de fundos são parecidas, pois, ambas reúnem uma comunhão de recursos de investidores, geridos por um gestor profissional e que investem em ativos com o objetivo de auferir lucro. Segundo a CVM os fundos são classificados em dois tipos: i) padrões e ii) estruturados. Os fundos padrões são regulados pelas ICVM 555/2014 e ICVM 606/2019 e classificado em 5 classes: a) Fundos de renda fixa; b) Fundos de ações; c) Fundo multimercados; d) Fundo cambial; e, e) Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura e Fundos De Investimento em Cotas de Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura.

⁶ ICVMs 400/03 e 476/09, disponíveis em: <https://bit.ly/37MMfvI> e <https://bit.ly/2T5ZP7N>

O perfil, conforme estabelecido na ICVM 555/2014, dos fundos padrões podem ser abertos: quando permitem a compra e o resgate de cotas a qualquer momento. Ou fechados: quando existe um período definido para investir no fundo e uma data fixa para resgatar suas cotas. As cotas dos fundos padrões devem ter o seu cálculo realizado diariamente, para garantir a sua liquidez. A distribuição de cotas de fundos abertos não precisa de registro na CVM, já para os fundos fechados é requerido; para o público em geral via ICVM 400/03 e para os investidores qualificados, via ICVM 476/09. Os fundos de dívida classificados como renda fixa, que é o caso dos Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura (FI-Infra) e os Fundos De Investimento em Cotas de Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura (FIC-FI-Infra) devem possuir um *benchmark* que pode ser o Certificado de Depósito Interbancário (CDI) ou a Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC).

Já os fundos estruturados são classificados em 6 classes: a) Fundos De Investimento Imobiliário; b) Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados; c) Fundos e Investimento em Participações; d) Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional; e) Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura e Fundos de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação; e f) Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (Padronizado).

Os fundos estruturados são mais sofisticados que os fundos padrões. Os Fundos de Investimento em Participações (FIPs) não foi objeto de análise neste trabalho, mas são importantes, pois existe uma subcategoria dirigida ao financiamento de infraestrutura. Os FIPs têm o perfil de adquirem totalmente ou parte de ações de uma empresa e são considerados ativos menos líquidos. Além disso, quando o fundo de participação adquire ações de um empreendimento, sempre eles participam da gestão do ativo e geralmente a estratégia de saída é estabelecida em um horizonte de longo prazo, 5, 10 ou mais anos, não existindo amortização de principal ao longo do período investido por parte do projeto, qualificado como fundo fechado. Quanto ao perfil dos investidores dos FIPS, geralmente, são investidores qualificados e cada fundo contam com poucos investidores, entre 20 e 40, com teses de investimentos semelhantes. Quanto a estrutura de capital dos ativos investidos, projetos de infraestrutura por exemplo, geralmente possuem 70% de dívida, assim, os sócios dos ativos, em média possuem 30% dos empreendimentos (STOWELL, 2012).

Os fundos de dívida, tendem a ser mais líquidos, comparados com os fundos de participações. Os ativos adquiridos pelos fundos são debêntures ou outros ativos com semelhantes características, emitidos pelo empreendimento. Quando o fundo de dívida adquire esta classe de ativos, ele não participa da gestão da companhia. No caso de projetos de infraestrutura, o fundo pode representar 70% da estrutura de capital do empreendimento. Quanto aos investidores, admitem-se vários tipos, que são determinados pelo tipo de emissão elegida pelo estruturador. Quanto a liquidez, estes fundos contam com amortização de principal e juros, que podem ser pagos a cada 6 meses e seus investidores podem transacionar suas cotas, dependendo do tipo: fundo, aberto ou fechado, diretamente com os gestores ou através do mercado organizado (STOWELL, 2012).

Segundo a ICVM 356/01, os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) podem ser aberto ou fechados, destinados apenas para investidos qualificados, suas classes de cotas devem ser classificadas por uma agência de classificação de risco, suas cotas são calculadas de maneira mensal e anual, com metodologia adequada para avaliação dos ativos e os fundos fechados terão suas cotas distribuição seguindo a ICVM 400/03.

Dentro dos 11 tipos de fundos regulados pela CVM, a tabela 2, apresenta as principais características dos 3 tipos de fundos de investimentos utilizados no financiamento a infraestrutura no Brasil.

Tabela 2: Tipos de Fundos de investimentos para infraestrutura no Brasil

<p>Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura – FI-Infra e Fundos De Investimento em Cotas de Fundos Incentivados de Investimento em Infraestrutura – FIC-FI-Infra (Classe Renda Fixa)</p>	<p>Os Fundos são regidos pela Instrução CVM 555, que recebeu os ajustes necessários através da Instrução CVM 606, de acordo com entendimento da CVM, para acomodar algumas peculiaridades derivadas da Lei nº 12.431/11, que contém, por exemplo, limites de aplicação em determinados ativos como exigência para a obtenção do benefício tributário por seus cotistas. A Lei isentou pessoas físicas e estrangeiros da cobrança de imposto de renda sobre os rendimentos de debêntures, CRI e FIDC destinados ao financiamento de determinados projetos de infraestrutura. A Autarquia considera que as Instruções CVM 555 e 606 confere ampla proteção aos investidores, possibilitando que os FI-Infra também sejam direcionados para investidores que não sejam considerados qualificados ou profissionais, conforme regulamentação específica. Esta classe de fundos pode comprar debêntures emitidas por sociedade de propósito específico (SPE), Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), cotas de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC), Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura e os Fundos de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação e outros ativos financeiros (<i>Debt</i>).</p> <p style="text-align: right;">Continua na próxima página.</p>
--	--

<p>Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (Padronizado) – FIDC e FIC FIDC.</p>	<p>Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (<i>Debt</i>). Um FIDC padronizado só pode aplicar seu capital em direitos creditórios que não apresentem um risco elevado ou natureza incerta.</p>
<p>Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura – FIP – IE e Fundos de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I)</p>	<p>Dispõe sobre os Fundos de Investimento em Participações (<i>Equity</i>) em Infraestrutura e os Fundos de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e inovação e altera a Instrução CVM nº 406, de 27 de abril de 2004.</p>

Elaboração do autor.

Fonte: Instruções CVM 356, 460, 555, e 606. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/index.html>

As emissões de debêntures incentivada ou de fundos de infraestrutura, no mercado de capitais, podem utilizar os dois tipos de distribuição, ICVM 400/03 ou 476/09 na canalização de recursos para os projetos de infraestrutura. O estruturador da oferta terá que definir o tipo de emissão na etapa de estruturação do instrumento. Por exemplo, se optar por uma oferta ICVM 400/03, o objetivo deveria ser atingir o máximo de investidores possíveis e pulverizar a emissão nos distintos tipos de investidores. O risco neste caso, seria não conseguir obter o valor mínimo da emissão, dado alguma condição de mercado, e ter que cancelar a mesma. No caso de optar por uma emissão ICVM 476/09, o estruturador buscaria os investidores qualificados e isso significa que o estruturador deveria identificar, *ex-ante*, um potencial grupo de investidores, que tenham interesse no instrumento para que o mesmo possa ter sucesso.

3.3 Perfil da Indústria de Fundos de Investimento em Grandes Números

A indústria de fundos de investimentos segue crescendo globalmente. A estatística analisada, obtida da *European Fund and Asset Management Association* – EFAMA, contempla dados coletados em 47 países, dos quais estão os mais relevantes do mercado que são: Estados Unidos da América - EUA, os países da Europa, Austrália, Brasil, Canadá, Japão e China. No terceiro trimestre de 2019, esta indústria alcançou, incluindo os dados de fundo de fundos, a cifra de € 51.1 trilhões em ativos e uma quantidade de 135 mil fundos, no que se refere aos fundos regulados. Referente ao fluxo de caixa líquido, a nível mundial, a indústria somou € 622 bilhões no mesmo período (EFAMA, 2019, p. 1 a p. 3).

Olhando os detalhes dos dados da EFAMA (2019), a indústria de fundos se divide em várias classes de fundos, de curto e longo prazo. A classe que representa os fundos de longo prazo, se subdivide em subclasses e entre as mais relevantes se destacam: i) os fundos de investimentos em participação atingiu o valor aproximado de € 22 trilhões globalmente e ii) os fundos de investimentos em dívida chegou a cifra de cerca de € 11 trilhões globalmente no terceiro trimestre de 2019.

A tabela 3 descreve a estatística por países, onde os EUA representam próximo de € 24,4 trilhões de ativos na indústria de fundos, o que representa 48% da mesma, no período analisado. Em relação ao Brasil, o mesmo é considerado um *player* relevante neste ecossistema e aparece na 8º posição, no terceiro trimestre de 2019, com a marca de € 1,8 trilhão em total de ativos, sendo que um pouco mais da metade deste valor, € 1 bilhão, estão alocados em 3.169 mil fundos de dívidas. Dados, do terceiro trimestre de 2019, apontam que as captações líquidas dessa classe de fundos de dívida chegaram à casa dos € 2,1 bilhões (EFAMA, 2019, p. 19 e p. 20).

Tabela 3
Industria de fundos global

#	País	Ativos	Captações líquidas
		totais em Fundos € (trilhões) 3º trimestre de 2019	em fundos de dívida (<i>bond</i>) € (bilhões) 3º trimestre de 2019
1	EUA	24,3	120
2	Luxemburgo	4,5	33
3	Irlanda	2,9	40
4	Alemanha	2,3	2,5
5	França	1,9	-8
6	Austrália	1,9	0
7	Japão	1,8	0
8	Brasil	1,8	2,1
9	China	1,6	23
10	Reino Unido	1,6	-1

Elaboração do autor.

Fonte: (EFAMA, 2019).

Um dado que chama a atenção é que Luxemburgo e Irlanda, juntos, consolidaram € 7,4 bilhões ou aproximadamente 14% da indústria global. Historicamente estes países praticaram taxações sobre a renda abaixo do patamar de outros países e conseguiram atrair não somente a

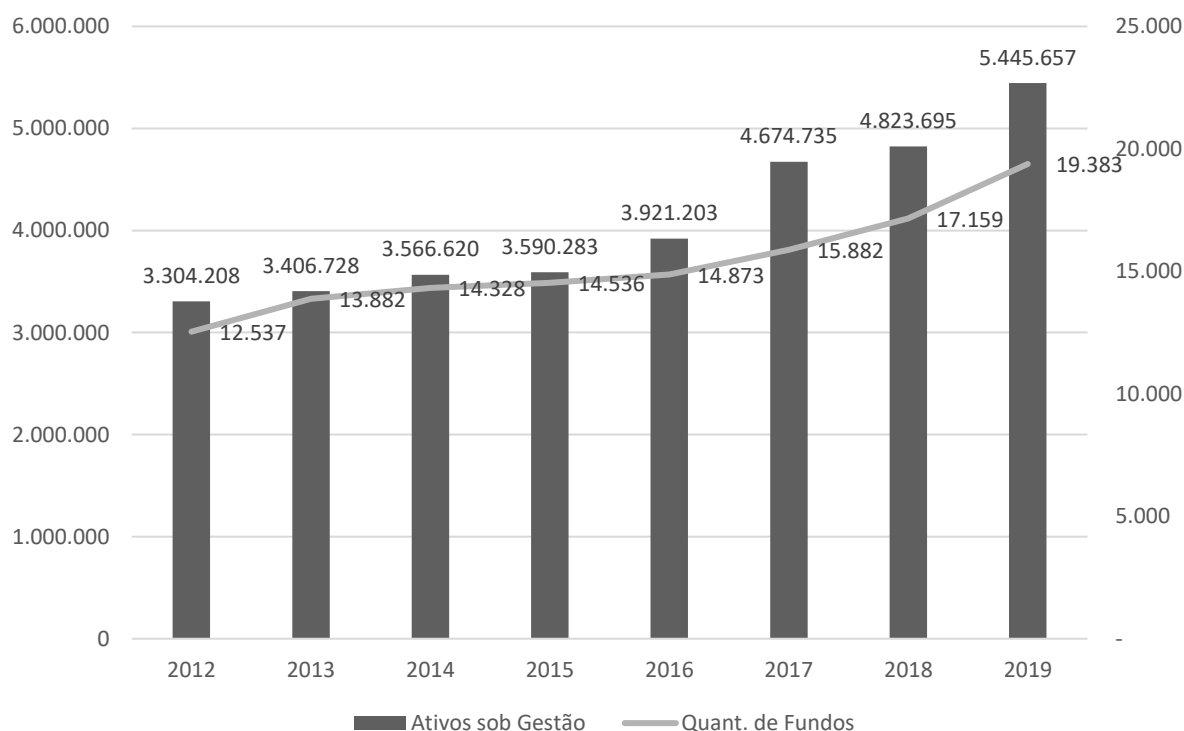
indústria de fundos, mas grandes empresas⁷, que em suas jurisdições de origem pagavam impostos acima dos praticados nestes países.

O Gráfico 2 consolida a estatística sobre a indústria de fundos de investimentos no Brasil, os dados não destoam da tendência mundial e demonstra que a indústria cresceu e segue relevante no contexto local e internacional. Nos últimos 8 anos, em moeda constante, os ativos sob gestão, ou também como são conhecidos: patrimônio líquido, cresceram uma média de 7,28%, descontados os efeitos da inflação calculado pelo índice IGP-DI⁸. Em dezembro de 2019, a cifra alcançou o montante de R\$ 5,4 trilhões. Na mesma toada, a quantidade de fundos de investimentos cresceu de forma acentuada, atingindo um média constante de 6% no mesmo período, chegando ao acumulado de 19.383 fundos no mesmo, ou seja, em 2019 foram abertos 2.224 novos fundos de investimentos (ANBIMA, 2019, p. 2 e p. 13):

Gráfico 2

Patrimônio líquido acumulado e quantidade de fundos de investimentos nos últimos 8 anos

(Em milhões de Reais)



Elaboração do autor.

Fonte: (ANBIMA, 2019).

⁷ Fonte: <https://bit.ly/2Y2x6ox>, <https://bit.ly/2VES6QV> e <https://bit.ly/3551Yqb>

⁸ Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI), calculado pela Fundação Getúlio Vargas – FGV, disponível em <<https://bit.ly/2JxkAp2>>

Quando se analisa mais detalhadamente as cifras disponibilizadas pela ANBIMA, com o corte em janeiro de 2020 foi encontrado que os fundos de investimentos padrões, regulados pela ICVM 555, somados aos fundos de investimentos de Previdência e *ETFs*⁹ atingiram o valor de R\$ 4.8 trilhões. Por outro lado, os fundos de investimentos em participação alcançaram o total de R\$ 295 bilhões e os fundos de investimentos estruturados de dívidas, que são conhecidos como FIDCs e regulados, respectivamente, pelas ICVMs 356/01 e 444/06 atingiram a marca de R\$ 184 bilhões. Finalmente, sobre as captações líquidas datadas de dezembro de 2019, apontam que os fundos 555 levantaram R\$ 148,3 bilhões, os FIPs o montante de R\$ 11,1 bilhões e os FIDCs um total de R\$ 38,5 bilhões (ANBIMA, 2019, p.6).

Quanto ao perfil do investidor, foi observado que os investidores qualificados ou profissionais, em janeiro de 2020, mantiveram investidos cerca de R\$ 4,8 trilhões em fundos de investimentos, ou seja, uma concentração de 88% do patrimônio líquido da indústria de fundos do Brasil. Já os Investidores Institucionais¹⁰ administram um patrimônio líquido no valor próximo a R\$ 1,8 trilhões (ANBIMA, 2019, p.6).

Existem 3 categorias de fundos derivados da Lei 12.431/11 que são utilizados para financiar os projetos de infraestrutura e que brindam aos Fundos de Investimentos um benefício fiscal, isenção do Imposto de Renda sobre os rendimentos auferidos pelos fundos, que são repassados aos cotistas. Segundo Brasil, a primeira categoria contempla os Fundos de Investimento em Renda Fixa denominados FI-Infra e/ou FIC-FI-Infra são regulados pelas ICVM 555/14 e ICVM 606/19, onde pelo menos 85% de seu Patrimônio Líquido (PL) deverá ser aplicado em ativos relacionado a dívida de infraestrutura, entretanto existe uma flexibilidade na norma, que autoriza que nos primeiros 2 anos o mesmo mantenha um mínimo de 67% do PL aplicados em ativos de infraestrutura.

O segundo contempla os FIPs – IE e/ou FIPs-PD&I que são regulados pela ICVM 460/07 e devem manter no mínimo 90% do PL investido em ações, bônus de subscrição, debêntures, conversíveis ou não em ações, ou outros títulos de emissão de empresas sociedades anônimas, de capital aberto ou de capital fechado.

Os últimos são os FIDCs, denominados de FIDCs Infra, que devem manter no mínimo 85% de seu PL em ativos relacionado a dívida de infraestrutura, entretanto também existe uma flexibilidade na norma, que autoriza que nos primeiros 2 anos, o mesmo, mantenha um mínimo

⁹ *Exchange-Traded Fund (ETF)*. É um fundo de investimento negociado em Bolsa de Valores como se fosse uma ação. Disponível em: <https://bit.ly/3294PwI>

¹⁰ Seguradoras, Fundos de Pensões, Empresas de Capitalização, Institutos de Previdência e Entidades Abertas de Previdência Complementar

de 67% de seu PL aplicados em ativos de infraestrutura. A tabela 4 apresenta que em dezembro de 2019, os três tipos de fundos somados, acumulavam um PL de R\$ 20,9 bilhões e somavam um total de 128 fundos de investimentos (BRASIL, 2019a, p. 32 a33 e p. 35 a p. 36).

Ao comparar o perfil das 3 classes de fundos destinadas a canalizar recursos para o setor de infraestrutura, FIPs – IE e/ou FIPs-PD&I, FI-Infra e/ou FIC-FI-Infra e os FIDCs Infra, foi observado que os FIPs – IE e/ou FIPs-PD&I, comparados com os fundos de dívidas, são mais limitados no que tange a contribuir com a expansão do estoque da infraestrutura no Brasil, dado a sua natureza. Uma restrição identificada foi em sua a sua estrutura de capital, que geralmente, participam com cerca de 30% de seus recursos na estrutura de capital de um dado empreendimento de infraestrutura, por exemplo. Outra restrição apresentada pelos FIPs – IE e/ou FIPs-PD&I foi que os investidores são, em sua maioria, qualificados e que compartilham teses semelhantes de investimento, o que limita a quantidade de investidores disponíveis para este tipo de fundo. E por último, esta classe de fundo é considerada ilíquida por ser difícil a sua negociação no mercado secundário. Conforme a tabela 4, esta classe de ativos representa 13,3% da quantidade de fundos e 11,5% do patrimônio líquido dos fundos de investimento em infraestrutura.

De acordo com a tabela 4, os FI-Infra e/ou FIC-FI-Infra são os fundos que mais contribuíram com a expansão do estoque da infraestrutura no Brasil. Esta classe de ativos representa 84,3% da quantidade de fundos e 80,8% do patrimônio líquido dos fundos de investimento em infraestrutura, em 2019. Estes fundos podem ser abertos ou fechados, porém, ao examinar os regulamentos de alguns destes fundos¹¹, foi constatado que a tendência deles são do tipo aberto, pois tem uma facilidade de ser lançado no mercado, uma vez que não requer registro na CVM e pode ser adquirido por qualquer tipo de investidor.

Além disso, os FI-Infra e/ou FIC-FI-Infra necessitam divulgar diariamente o valor de suas cotas e manter-se aberto para movimentação. Neste sentido, apesar de serem mais representativos em termos de volume e quantidade, podem carregar alguns riscos implícitos para o mercado, dado que o perfil de investidor que adquire as cotas do fundo poderia não ser o adequado para o fundo e manter o fundo com liquidez diária, considerado que os ativos são de infraestrutura de logo prazo, poderia ser considerado um desafio, pois necessitaria comprar

¹¹ Foram pesquisados 5 fundos, que juntos formam um PL de R\$ 4,2 bilhões ou 25% do PL dos fundos desta categoria. Os 5 fundos eram abertos. Disponível em: <https://bit.ly/2xYPbt7>; <https://bit.ly/3cPdWqw>; <https://bit.ly/2yLPEic>; <https://bit.ly/2Y3FTXg> e <https://bny.mn/2S5w87q>

papéis com os melhores *rating* para que possa ser vendidos no mercado secundário em caso de pressão por liquidez.

Os FIDCs Infra direcionados a financiar projetos de infraestrutura, segundo a tabela 4, representam 2,4% da quantidade de fundos e 7,7% do patrimônio líquido dos fundos de investimento em infraestrutura em 2019. Não obstante, os fundos FIDCs se diferenciam dos FI-Infra e/ou FIC-FI-Infra e dos FIPs – IE e/ou FIPs-PD&I, pois eles são fundos de dívida fechados, com *rating* atribuído em suas classes de cotas e adquiridos por investidores qualificados. Estes fundos não permitem resgates, e para que um cotista possa se desfazer de suas cotas, ele tem que negociá-las no mercado secundário. Este ponto é relevante, pois não traz pressão de liquidez diária para o fundo. Estes atributos fazem com que os FIDCs Infra se tornem uma alternativa para financiar a expansão do estoque da infraestrutura no Brasil, por se posicionarem mais adequado, seja da ótica do investidor quando do tomador.

Tabela 4

Quantidade de fundos de investimentos de infraestrutura e PL em dezembro de 2019

(Em bilhões de Reais)

Tipo	Quantidade	Patrimônio Líquido
FI-Infra e FIC- FI-Infra	108	R\$ 16,9
FIPs – IE e FIPs –PD&I	17	R\$ 2,4
FIDCs ou FIDCs Infra	3	R\$ 1,6
Total	128	R\$ 20,9

Em milhões de Reais (R\$).

Elaboração do autor.

Fonte: (BRASIL, 2019a).

4. FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS DE INFRAESTRUTURA

Neste último capítulo, foi realizado uma análise institucional sobre os aspectos das debêntures incentivadas e dos FIDCs Infra que surgiram com a promulgação da Lei 12.431/11. Foi observado que a Lei proporcionou a criação de uma nova classe de ativos, que ao longo dos últimos 9 anos ganharam força e, em 2019, passou a ser uma das principais alternativas de financiamento aos projetos de infraestrutura no Brasil. Além disso, foi estudado se as

debêntures incentivadas tinham as características e atributos adequadas para serem adquiridas pelos FIDCs Infra e se tornarem uma alternativa para a expansão do estoque da infraestrutura no Brasil. Por fim, foi realizado um estudo de caso do FIDC BB Votorantim Highland Infraestrutura, que tem uma relevância para o setor, pois foi o primeiro FIDC de infraestrutura lançado no mercado.

a. Aspectos institucionais das debêntures incentivadas

Um dos instrumentos que vem sendo utilizado para financiar os projetos de infraestruturas são as debêntures incentivadas. De acordo com a cartilha, o que são debêntures¹², elaborada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - ANBIMA, as debêntures são valores mobiliários que representam uma obrigação de médio e longo prazo, por parte do emissor e que garante a seus possuidores (debenturistas) o direito de receber o valor investido, mais juros e correções. De acordo com as Leis nº 6.385/76, nº 6.404/76 e a nº 10.303/01, as debêntures servem para que as companhias levantem recursos de médio e longo prazo, dívida, no mercado de capitais para financiar seus projetos.

Visando qualificar o instrumento de debêntures, segundo Brasil (2011), o Governo Federal promulgou em 24 de junho 2011 a Lei 12.431, que atribuiu uma classe especial a este instrumento chamado de debêntures incentivadas. Estes novos instrumentos têm como característica principal isentar ou reduzir IR sobre os rendimentos auferidos pelos investidores. Desta forma, a política de incentivos tributários do novo instrumento consiste em aplicar uma alíquota de imposto de renda sobre os rendimentos de: i) 0% (zero por cento) para as pessoas físicas e estrangeiros, exceto para aqueles domiciliados em países que não tribute a renda ou que a tribute à uma alíquota máxima inferior a 20% (vinte por cento); e ii) de 15% (quinze por cento) para as pessoas jurídicas. Para o Governo, esta isenção representa uma renúncia fiscal. A finalidade primordial das debêntures incentivadas seria canalizar recursos de poupadores, via mercado de capitais, para expandir a oferta de financiamentos para os projetos de infraestrutura. Elas também são adquiridas pelos distintos fundos de crédito ligados à infraestrutura.

Para um projeto de infraestrutura emitir uma debênture incentivada, se faz necessário uma autorização ministerial antes de ir a mercado. Com a finalidade de desburocratizar este tramite, foi regulamentado o Decreto nº 8.874 de outubro de 2016 que prioriza a aprovação de

¹² Disponível em: <https://bit.ly/2V7np6T>

determinados projetos. O decreto buscou facilitar o processo de autorização ministerial com o objetivo de alavancar a emissão desses novos papéis.

Brasil (2011) estabelece as características mínimas para que as debêntures sejam consideradas incentivadas, que são:

- Devem ter um prazo médio superior a 4 anos;
- Vedação de recompra dos títulos pelo emissor ou partes relacionadas nos primeiros 2 anos da emissão e à liquidação antecipada por meio de resgate ou pré-pagamento, salvo na forma a ser regulamentada pelo Conselho Monetário Nacional;
- Deve apresentar a inexistência de compromisso de revenda assumido pelo comprador;
- Os rendimentos deverão ser pré-fixados e os pagamentos de juros, quando existir, com intervalos de, no mínimo, 180 (cento e oitenta) dias;
- Comprovação de registro junto ao BACEN e CVM;
- Procedimento simplificado que demonstre o objetivo de alocar os recursos obtidos com a operação em projetos de investimento, em prazo igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses da data de encerramento da oferta pública;
- Devem ser emitidas por: a) Concessionária, permissionária, autorizatória ou arrendatária, constituídas sob a forma de sociedade por ações; b) sociedades controladoras das pessoas jurídicas, desde que constituídas sob a forma de sociedade por ações; e c) uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) constituída sob a forma de sociedade por ações;

Com o advento das debêntures incentivada, foi instituído uma inovação no setor financeiro e no de infraestrutura e estes ativos podem ser considerados uma nova *asset class*¹³. Brasil (2019a) resume que as debêntures incentivadas possuem benefícios tributários para seus detentores e são instrumento alternativos para a expansão do financiamento de longo prazo para os projetos de infraestrutura definidos como prioritários pelo Governo Federal.

A Lei 12.431/11 estabelece que os projetos de infraestrutura dos emissores de debêntures, precisam ser qualificados como prioritários pelo Ministério setorial. Assim, para que um emissor possa fazer uma emissão, ele deve contar com uma autorização prévia do Ministério correspondente. Os recursos captados, pela emissão, devem ser dirigidos ao

¹³ An asset class is a grouping of investments that exhibit similar characteristics and are subject to the same laws and regulations. Asset classes are made up of instruments which often behave similarly to one another in the marketplace. Fonte: <https://bit.ly/2P3dk76>

financiamento do projeto, que pode ser os investimentos futuros ou reembolsos de gastos incorridos até 24 meses antes de sua emissão.

Analisando o volume histórico de emissões de debêntures incentivada, foram observados que o volume levantado pelos projetos financiados por estes instrumentos. Em 2018, o volume de capital mobilizado por meio deste instrumento foi de R\$ 23,8 bilhões. Ao comparar este volume com os 1,7% do PIB, aplicados em infraestrutura, ou seja, algo em torno de R\$ 115 bilhões, as emissões representaram aproximadamente 20% do total investido em infraestrutura no Brasil, que é uma cifra representativa.

Conforme demonstrado no gráfico 3, entre 2012 e 2019 o volume de emissões deram um salto, passando de um volume de R\$ 3,6 bilhões em 2012 para a marca de R\$ 33,7 bilhões em 2019. Considerando o PIB de 7,3 trilhões em 2019¹⁴ e que em 2018 o Brasil investiu 1,7% do PIB em infraestrutura, corrigindo este percentual pela inflação acumulada, IPCA¹⁵, de 2018, que foi de 3,75%, encontra-se uma projeção de investimento de 1,76% em infraestrutura em relação ao PIB de 2019, ou um valor estimado de R\$ 128 bilhões. Quando se comparara esta cifra com o valor emitido via debêntures, que foi de R\$ 33,7 bilhões em 2019, as debêntures incentivadas representam aproximadamente 1/4 dos investimentos em infraestrutura no país, ou seja, um crescimento de 6% comparado com o ano anterior que demonstra o amadurecimento do instrumento e o potencial do mesmo para elevar o financiamento do setor de infraestrutura.

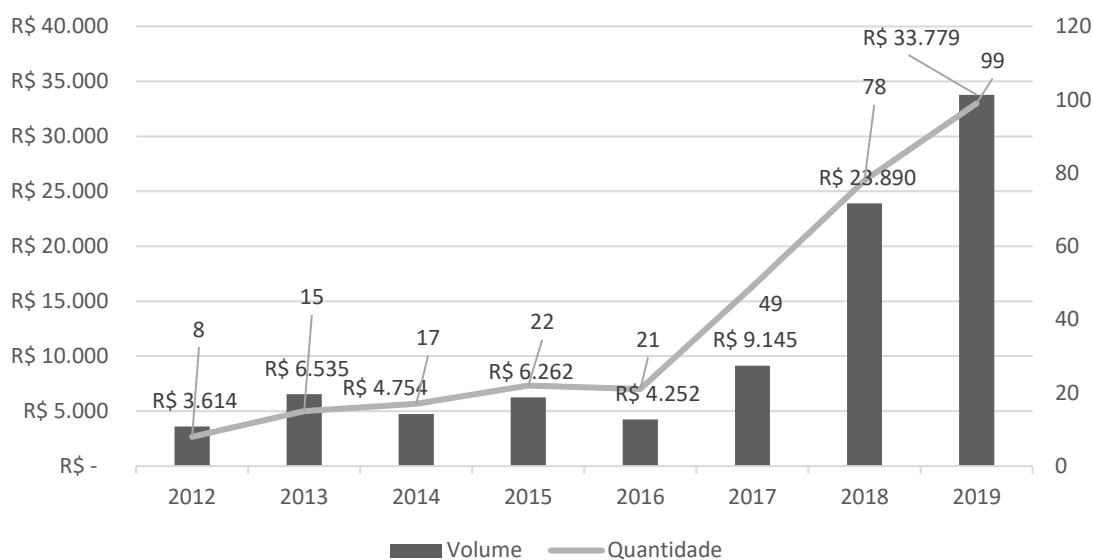
¹⁴ Fonte: IBGE, disponível em: <https://bit.ly/2xWSgtH>

¹⁵ Fonte: IBGE, disponível em: <https://bit.ly/2VypXuC>

Gráfico 3

Volume e quantidade de Debêntures Incentivadas emitidas entre os anos de 2012 a dezembro de 2019

(Em Milhões de Reais)



Elaboração do autor.

Fonte: (BRASIL, 2019a).

Ao realizar uma depuração dos dados do Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas de dezembro de 2019, extraídos de Brasil (2019a), foram encontrados vários elementos interessantes, como os descritos a seguir:

- 74% das emissões foram dirigidas para financiar projetos associados ao setor de energia elétrica, devido aos leilões de transmissão que ocorrem em 2017 e 2018;
- 23% foram alocados no setor de logística e 3% divididos em saneamento e telecomunicações;
- A remuneração média das debêntures ficou na casa de 1% acima do NTN-B¹⁶, considerando que o papel não tem tributação o investidor contabilizou a diferença a seu favor;
- Os prazos médios de vencimento dos papéis ficaram próximo aos 10 anos, sendo que a moda ficou estabelecida em 7 anos, ademais, alguns papéis chegaram a 25 anos de prazo;

¹⁶ Notas do Tesouro Nacional – NTN, série B. São títulos emitido pelo Governo Federal que são remunerados por dois componentes: i) atualização do valor nominal pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA e ii) com o pagamento de juros semestralmente. O resgate do principal é dado em parcela única, na data do seu vencimento. Disponível em: <https://bit.ly/2Y4uEy1>

Quanto a distribuição destes papéis, ao longo dos 9 anos de da Lei, foi observado que os principais compradores das debêntures incentivadas foram, as instituições financeiras, que apesar de não terem o incentivo fiscal, representam 33,8% dos compradores. Em grande maioria, o objetivo de comprarem estes papéis são para compor sua vasta carteira proprietária de ativos. Estes investidores são qualificado e possuem uma gama de profissionais para fazer a seleção, análises de compra e venda desta classe de ativos. Em segundo lugar, com 31,9%, ficaram as pessoas físicas, que possuem incentivos fiscais. Nesta classe de investidores, encontramos tanto aqueles com o perfil qualificado, como outros, sem nenhum tipo de qualificação. Em terceiro lugar, com 19,1%, estão fundos de investimentos, que se forem classificados como FI-Infra, FIC-FI-Infra ou FIDCs Infra, gozam de incentivos fiscais. Assim como a instituições financeiras, estes fundos contam com uma equipe multidisciplinar e especializada para gerir todos o processo de compra e venda das debêntures de infraestrutura (BRASIL, 2019a).

A publicação recente da CVM (2019, p. 363 e p. 364), em um de seus capítulos, versa sobre a importância verificação e adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente e obrigam os intermediários financeiros a realizar uma verificação para determinar e classificar o perfil do investidor (*Suitability*). A aquisição de ativos financeiro implica em risco e sua tolerância pode ser classificada em baixa, média ou alta. Geralmente os investidores qualificados não são avessos ao risco e tem alta capacidade, própria ou de terceiros, para analisar os ativos que investem. Os investidores pessoas físicas, tirando os investidores qualificados, são menos sofisticados e têm menor grau de experiência, acesso a informações, equipes de suporte, ou capacidade analítica/técnica para revisar os diversos aspectos que envolvem um ativo de infraestrutura, que são em sua grande maioria complexos. Além disso, estes investidores podem erroneamente adquirir debêntures incentivadas somente considerando um atributo oferecido: o benefício fiscal oferecido.

Analisando o prospecto definitivo da oferta pública de distribuição de uma emissão de debêntures incentivadas, com benefício tributário nos termos do artigo 2º da lei nº 12.431/11, da emissora Engie Brasil Energia S.A., que teve sua oferta encerrada em 7 de agosto de 2019, conforme publicado em seu anúncio de encerramento¹⁷, levantou o valor de R\$ 1.600.000.000,00 (um bilhão e seiscentos milhões de reais) e era destinado para vários perfis de investidores, foi observado um alerta sobre a inadequação da oferta a certos investidores:

¹⁷ Aviso de encerramento: disponível em: <https://bit.ly/2KzGvfh>

O investimento nas Debêntures não é adequado a investidores que: (i) não tenham profundo conhecimento dos riscos envolvidos no investimento em Debêntures ou que não tenham acesso à consultoria especializada; (ii) necessitem de liquidez com relação às Debêntures a serem subscritas, tendo em vista a possibilidade de serem pequenas ou inexistentes as negociações das Debêntures no mercado secundário; e/ou (iii) não estejam dispostos a correr o risco de crédito de empresa do setor privado e/ou dos setores em que a Emissora atua. Para uma avaliação adequada dos riscos associados ao investimento nas Debêntures, os investidores deverão ler a seção “Fatores de Risco Relacionados à Oferta e às Debêntures”, nas páginas 95 a 100 deste Prospecto, bem como os itens “4.1 Fatores de Risco” e “4.2 Riscos de Mercado” do Formulário de Referência incorporado por referência a este Prospecto, antes de aceitar a Oferta (ENGIE, 2019, p. 81).

Os resultados das emissões de debêntures incentivadas demonstram que o mercado de capitais está aquecido, os instrumentos amadureceram, é relevante e pode ser considerado como ator chave para fazer frente a redução dos investimentos públicos ao setor de infraestrutura. A emissão destes papéis também podem ser considerados como uma opção para, em conjunto com BNDES e outros bancos públicos, somar esforços para aumentar a oferta dos financiamentos a projetos de infraestrutura, que por sua vez, levaria a um aquecimento da economia e contribuiria, no médio e longo prazo, ao tão esperado *catching up*, que busca diminuir o fosso entre o país e as economias mais desenvolvidas.

O gráfico 4 compara os desembolsos do BNDES, direcionados para infraestrutura e o volume de emissões de debêntures incentivadas, entre o período de 2012 a 2019. Em 2019, o volume combinado das duas fontes de financiamento alcançou o montante de R\$ 59 bilhões. Nos últimos anos, as debêntures incentivadas ganharam tração e cresceram cerca de 60%, entre 2018 e 2019, e passaram o volume de desembolsos concedidos pelo BNDES. Isto implica uma mudança de fonte de recursos para infraestrutura, reforça que os investidores privados estão compreendendo melhor as características do instrumento e que houve uma mudança na estrutura do BNDES.

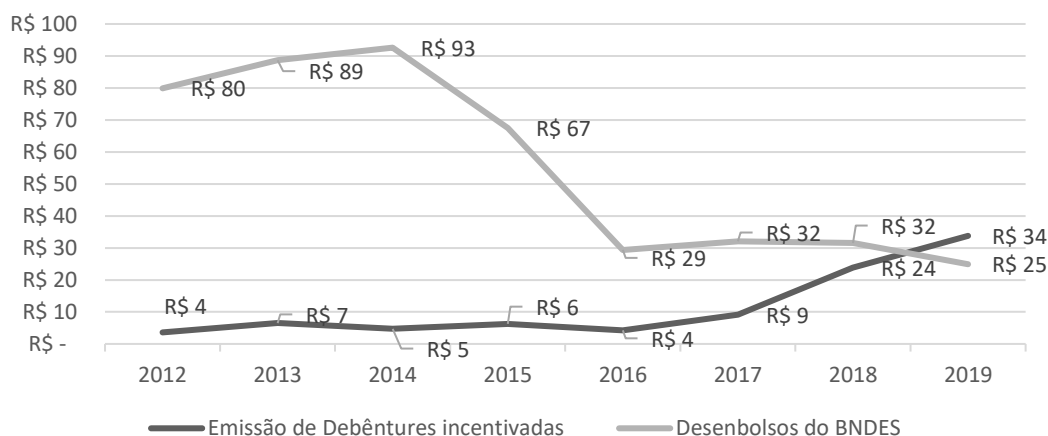
Neste particular, BNDES (2020a) aponta que em junho de 2019 iniciou uma reestruturação e uma de suas atividades passou a ser conhecida como o banco de serviço para o Estado, apoiando os entes federativos em projetos de PPP, de desestatização e de modernização. Associado a esta mudança, o banco observou um contexto econômico em 2019 com baixa taxa de juros de curto e longo prazo, inflação controlada, desemprego na casa dos 11%, restrições fiscais, entre outros. Estes fatos, pressionaram os indicadores operacionais da

instituição, refletindo em seu desempenho operacional e como consequência observou-se uma contração de 20,2% no volume de seus desembolsos, entre 2018 e 2019. Além disso, em 2019, o BNDES teve que liquidar compromissos com o Tesouro Nacional na ordem de R\$ 100 bilhões, alcançando o montante de R\$ 410 bilhões, pagos entre 2015 e 2019. Os resultados destes pagamentos impactaram a carteira de crédito da instituição que passou de R\$ 497 bilhões em 2018 para R\$ 441 bilhões em 2019, uma redução de cerca de 11%.

Gráfico 4

Comparação entre as emissões de debêntures incentivadas e desembolsos do BNDES, entre dezembro de 2012 a dezembro de 2019.

(Em bilhões de Reais)



Elaboração do autor.

Fonte: (BRASIL, 2019a e BNDES, 2020).

b. Aspectos institucionais dos FIDCs Infra

Segundo abordado em capítulos anteriores, a intermediação financeira é importante para viabilizar o crescimento sustentável da economia. Neste sentido, os fundos de investimentos, em seu papel de intermediários financeiros, exercem uma função importante na articulação de recursos entre os poupadores e tomadores. Junior aborda que:

Essa intermediação gera, além da aproximação entre os agentes econômicos, a compatibilização de prazos e riscos que em geral são diferentes entre os vários agentes econômicos, além de propiciar liquidez aos diversos títulos. Assim o mercado financeiro é extremamente importante como indutor da alocação mais eficiente dos recursos. E em particular os fundos de investimento exercem o papel de intermediários atingindo uma gama imensa de investidores e de empresas, já que em suas carteiras há um conjunto de títulos voltados para o seu financiamento (JUNIOR, 2016, p. 2).

A importância dos fundos de investimentos, como vetor de mobilização de recursos, está associada a pelo menos cinco fatores que são:

- i) a competitividade dos fatores determinantes da rentabilidade ponderada pelo risco;
- ii) o baixo custo de transação para investimento em segmentos de mercados complexos, que demandam gestão especializada e volume expressivo de recursos para o alcance de uma escala mínima de eficiência;
- iii) a estrutura de incentivos tributários relacionados ao IOF e ao IR;
- iv) a disponibilidade de constituição de carteiras com diferentes perfis de liquidez;
- e v) a possibilidade de constituição de carteiras com padrão elevado de diversificação de riscos (SILVA, 2019, p. 16).

Os fundos de investimentos de infraestrutura jogam um papel importante no setor, pois é uma ferramenta de mitigação de risco do investidor e atuam em prol do desenvolvimento do mercado.

Nos últimos anos, foram criadas duas classes de fundos de investimentos de dívida para financiar os projetos de infraestrutura. A primeira classe contém os fundos de renda fixa abertos, classificados como padrões, que são os fundos regulados pela ICVM 555/14 e 606/19. Eles alcançaram a cifra de R\$ 16,9 bilhões de ativos, estão distribuídos em 108 fundos, suas cotas são geralmente adquiridas por investidores pessoas físicas e atingiram um número de 189 mil cotistas em dezembro de 2019. Este trabalho não estudará a arquitetura desta classe de fundos.

De uma forma geral, os principais ativos comprados pelos fundos de dívidas são as debêntures incentivadas. Estes fundos são geridos, em sua grande maioria, por gestores profissionais, que por sua vez possuem experiências em diversos setores e, em grande medida, não sofrem ingerências de seus cotistas.

A segunda classe de fundos de dívida estabelecida foram os FIDCs Infra que são regulados pela resolução CMN nº 2907/01¹⁸, pela ICVM 356/01 e pela Lei 12.431/11, e são definidos como:

Uma comunhão de recursos que destina parcela preponderante do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em direitos creditórios. Os direitos creditórios são os direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, warrants e contratos. A Cessão de direitos creditórios é a transferência pelo cedente, credor originário ou não, de seus direitos creditórios para o FIDC, mantendo-se inalterados os restantes elementos da

¹⁸ RESOLUÇÃO Nº 2907 que autoriza a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de aplicação em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Disponível em: <https://bit.ly/37z6HQo>

relação obrigacional. Portanto, o cedente é aquele que realiza cessão de direitos creditórios para o FIDC (BRASIL, 2001b, p. 1 e 2)

Neste estudo não foi analisado os FIDCs de forma ampla, ou seja, aqueles que compram papéis definidos como renda fixa de empresas. Sendo assim, o objetivo deste trabalho é analisar os FIDCs Infra, que nasceram com a promulgação da Lei nº 12.431/11 e têm como objetivo canalizar recursos de investidores (passivo) para comprar papéis de infraestrutura (ativos), que são as debêntures incentivadas de infraestrutura, os certificados de recebíveis imobiliários e outros ativos aceitos pela Lei, onde o fim seja financiar a implementação de projetos de investimento na área de infraestrutura.

A Lei 12.431/11 e a ICVM 356/01, segundo Brasil (2011) e Brasil (2001b) estabeleceram algumas características para que os FIDCs Infra possam ser enquadrados como incentivados, que são:

- O fundo deverá ter prazo superior a 6 anos;
- Vedação ao pagamento total ou parcial do principal das cotas nos dois primeiros anos a partir da data de encerramento da oferta pública, exceto em hipótese específica definidas em seu regulamento;
- Vedação à aquisição de cotas pelo originador ou cedente ou por partes a eles relacionadas, exceto se tratar de cotas subordinadas;
- Prazo de amortização parcial de cotas de no mínimo, 180 (cento e oitenta) dias;
- Comprovação que as cotas estejam admitidas a negociação em mercado organizado de valores mobiliários ou registrados em sistema de mercado organizado;
- Procedimento simplificado que demonstre o objetivo de alocar os recursos obtidos com a operação em projetos de investimento;
- Obrigatoriedade de contrato de cessão de direitos creditórios (ativos de infraestruturas) entre o emissor e o fundo;
- Contará com liquidação antecipada;
- Podem adquirir ativos de um único cedente;
- Nos primeiros 90 dias, o fundo deve ter no mínimo, 50% de seu patrimônio investidos em direitos creditórios;
- Depois dos 90 dias e até o final do ano 2, o fundo deverá investir, no mínimo, 67% do seu patrimônio líquido em ativos de infraestrutura;

- Depois do ano 2, a alocação mínima deverá ser de 85% do patrimônio líquido em direitos creditórios e a parcela restante poderá ser alocada em títulos ou fundos que compram papéis emitidos pelo Governo Federal;

Ainda de acordo com a Lei 12.431/11, os tipos de investidores que podem ter benefícios em aplicar neste tipo de fundo são, geralmente as pessoas físicas e os investidores estrangeiro, dado que estes recebem o benefício fiscal pleno, ou seja, não pagam IR sobre os rendimentos auferidos pelo fundo. Não obstante, pelas características das debêntures incentivadas, que são ativos de investimentos de longo prazo, também deveriam ser atrativos para os investidores Institucionais. Desta forma, a política de incentivos tributários consiste em aplicar uma alíquota de imposto de renda sobre os rendimentos de: i) 0% (zero por cento) para as pessoas físicas e estrangeiros, exceto para aqueles domiciliados em países que não tribute a renda ou que a tribute à uma alíquota máxima inferior a 20% (vinte por cento); e ii) de 15% (quinze por cento) para as pessoas jurídicas.

Outros aspectos observados pelo investidor, quando estão investindo em ativos de infraestrutura, segundo CVM (2019) seria o risco de não receber o retorno esperado nem o capital investido em um fundo de investimento, que por sua vez que tem de gerir os riscos associados aos projetos que compõem sua carteira. De fato, ao adquirir cotas de um FIDC Infra, os investidores devem observar os fatores de risco, estes por sua vez, precisam ser dimensionados e mitigados. Entre os principais riscos se destacam:

- Risco de Mercado: associados as flutuações dos preços dos ativos de sua carteira em razão de fatores associados a liquidez, política de crédito, políticas macrofiscais, podendo os ativos do fundo sofrerem perda de valor que poderia impactar o valor das cotas do fundo;

- Risco de crédito: associado a solvência dos emissores dos ativos, que tomaram recursos do fundo para financiar seus projetos, que podem ser afetados por fatores macroeconômicos ou de liquidez e isso pode desencadear inadimplência resultando a não liquidação do título na data de vencimento;

- Riscos de Liquidez: associado as cotas ou aos ativos do fundo. Nas cotas, está ligada na dificuldade de o cotista vender suas cotas no mercado secundário, no caso dos fundos fechados. Ou nos ativos do fundo, que ocorre quando o fundo não consegue se desfazer do ativo, impossibilitando atender os compromissos de resgate;

- Risco de repactuações com o emissor: do ponto de vista do emissor, por ele ter que administrar uma série de riscos endógenos e exógenos ao projeto, poderia surgir, ao longo

do prazo da emissão, a necessidade de fazer alguma repactuação com os debenturistas. Neste particular, se for necessário negociar alguma condição associada a emissão, por exemplo: prazo ou pagamento de juros, os acordos podem ser complexos, caso existisse uma quantidade grande de investidores pessoas físicas detentores das debêntures, pois ao chamar uma assembleia geral de debenturistas, o emissor pode não alcançar o quórum necessário para as devidas deliberações. Para mitigar este risco, o FIDC Infra apresenta-se como um veículo capaz de lidar com estes obstáculos. Ele tem duas vantagens, seja para os investidores quanto para os emissores: a) a especialização técnica para negociar com o emissor e encontrar uma solução aos problemas apresentados e b) a representatividade institucional que protege os interesses de seus cotistas, sempre levando as pautas para serem deliberadas nas assembleias de debenturista quando exigido em regulamento, que visa evitar a paralisia do empreendimento;

- Risco de demanda: associado a demanda projetada e a demanda apurada na data que o ativo entra em operação. Havendo uma demanda abaixo do esperado, isso impactaria negativamente o fluxo de caixa do projeto e, por conseguinte, a capacidade de pagamento dos compromissos do projeto assumidos com o fundo (CVM, 2019, p. 116 e p. 117).

Com base a estas informações, e outras tantas que os investidores avaliam diuturnamente antes de realizar seus investimentos, foi encontrado, do lado da demanda, dois tipos de potenciais investidores ávidos a comprarem ativos associados a infraestrutura que são os investidores institucionais e os investidores pessoas físicas. Neste particular, observou-se que os fundos de pensões, que representam uma parte dos investidores institucionais, administravam ativos na ordem de R\$ 873 bilhões. Particularmente, este grupo de investidores não encontram dificuldades na hora de analisar e gerenciar ativos de infraestrutura, pois possuem em suas equipes pessoas capacitadas a lidar com este tema ou pode contratar intermediadores financeiros para os assessorarem. Desta forma, este tipo de investidor consegue tanto comparar as debêntures ou cotas dos fundos de infraestrutura. Não obstante, ao decidir comprar uma cota de fundo, ele estaria realizando uma diversificação em suas carteiras, que poderia ser estratégica para mitigar os potenciais riscos apresentados.

Em relação as cotas dos FIDCs Infra, segundo a ICVM 356/01, podem ser simples, chamadas de cotas sêniores ou mais sofisticadas, que são chamadas de subordinadas. Sobre a condição de resgate, alguns fundos têm prazo determinado e outros são de prazo indeterminado, o que significa que os cotistas somente podem sair desta última classe, ao negociar suas cotas no mercado secundário.

Até a presente data, foram estabelecidos 3 FIDCs Infra no país, com patrimônio líquido na ordem de R\$ 1,6 bilhão. Considerando que a necessidade de investimento em infraestrutura para 2019 foi estimada em 1,76% em relação ao PIB de 2019, ou um valor estimado de R\$ 128 bilhões, o patrimônio líquido dos FIDCs Infra em 2019 representou 1,25% da necessidade de investimento em infraestrutura no mesmo ano. O primeiro FIDCs Infra lançado no mercado foi o BB Votorantim Highland Infraestrutura em 2013. Como características gerais: fundo é do tipo fechado, com um prazo de 20 anos de duração, possuía em 2019 um PL de aproximadamente R\$ 334 milhões, conta uma estrutura de 3 classes de cotas, possui uma consultoria de investimento internacional que o assessora e uma rentabilidade alvo estabelecida para as cotas. Este fundo será detalhado no estudo de caso mais adiante.

O segundo FIDCs Infra foi lançado no mercado em 2018 pela Vinci Partners e chamado de Vinci energia sustentável fundo de investimento em direitos creditórios. Como características gerais, o fundo é do tipo fechado, possuía em 2019 um PL de aproximadamente R\$ 411 milhões, com um prazo de 15 anos de duração, conta uma única classe de cota, possuía foco no segmento de energia renovável.

O fundo mais recente, lançado em 2019, é o FIDC Kinea Infra I que tem como características principais: fundo aberto, único cotista que é o Kinea Infra - Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios de Infraestrutura que por sua segunda vez, segundo Kinea (2020) é um fundo fechado, com classe única de cotas, prazo indeterminado de resgate, possuía em 2019 um PL de aproximadamente R\$ 888 milhões, a liquidez é dada por negociações das cotas na Bolsa de Valores B³, o principal investidor é a pessoa física, o fundo aplica, no mínimo 95% do seu patrimônio em cotas de FIDC Kinea Infra I. O fundo Kinea Infra I é o fundo que compra e faz a gestão das debêntures incentivadas no mercado de capitais.

As vantagens em investir em um fundo de investimento, incluindo o FIDC Infra, seria a possibilidade, segundo CVM (2019, p. 94) de contar com uma gestão profissional de seus recursos, diversificação de seu patrimônio, diluição de custos de transação e o agrupamento de recursos em um fundo que tem vários cotistas, para investir em ativos, que sozinho o investidor não seria capaz de realizar. Em relação às desvantagens, seria falta de autonomia para a tomada de decisões, pois as decisões críticas de um fundo precisam ser levadas à deliberação de assembleia, submissão às regras impostas pelo fundo, etc.

Os FIDCs Infra são produtos financeiros sofisticados e que necessitam contar com gestão profissional que são, segundo a CVM (2019, p. 94 e p. 95), um conjunto de prestadores de serviços, altamente capacitados e especializados, que atuam no mercado diariamente e que são regulados pela ANBIMA e pela CVM. Além disso, estes profissionais necessitam possuir um conjunto de certificações e requisitos para atuar no mercado. Para o caso dos FIDCs Infra estes profissionais precisam ser especialistas em ativos de infraestrutura, para garantir uma boa originação e gestão dos portfólios. Estes profissionais compram e vendem ativos suficientemente atrativos que conjugam riscos, rentabilidades e prazos acertados para que o fundo possa remunerar seus investidores e seus promotores de forma adequada. Este desafio obriga aos gestores uma excelente coordenação entre a demanda (ativos) e a oferta (investidores). Pelo lado da oferta, é necessário ter uma estreita relação com os investidores para que eles possam entender as nuances do FIDC Infra e comprometer capital no fundo. Do lado da demanda, é necessário ter uma forte relação com os emissores e bancos de investimento, para ter acesso a um conjunto de debêntures incentivadas que possuam rentabilidade e risco aderentes as políticas de investimentos do fundo.

Em síntese, considerando a importância da intermediação financeira, que existem falhas de mercados, que a cooperação entre as instituições é relevante e que ampliar o estoque de infraestrutura é vital para o crescimento econômico do país. Somando ao fato que o Governo, ao longo dos anos, estabeleceu um conjunto de instrumentos institucionais que são a base para fomentar o financiamento de projetos de infraestrutura. Considerando ainda, que o Brasil tem um mercado de capitais desenvolvido, sendo factível canalizar recursos de investidores para financiar os projetos de infraestrutura. Todavia, para isso acontecer, os investidores necessitariam eleger um instrumento que mitigasse seus riscos, que baixasse os custos de transação e que possuísse uma gestão profissional. Além disso, sob a hipótese de que os investidores pudessem avaliar arriscado investir diretamente nas debêntures incentivadas, mesmo tendo a possibilidade de fazer isso. Finalmente, os FIDCs Infra, conforme instituídos, e pelas diversas vantagens comparadas e apresentadas, seriam uma fonte alternativa de financiamento e um instrumento funcional capaz de contribuir com a expansão do estoque de infraestrutura e para o crescimento econômico do Brasil.

c. FIDCS de infraestrutura: uma análise do caso do FIDC BB Votorantim Highland infraestrutura

O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC BB Votorantim Highland Infraestrutura (de agora em diante, FIDC B) da Votorantim Asset Management - VAM, teve

seu registro de funcionamento emitido pela CVM no dia 19 de novembro de 2013. O FIDC B é regido por um regulamento próprio, pela Lei Federal nº 12.431 de 2011, pela Resolução CMN nº 2.907 de 2001, e pela ICVM nº 356/01 (VAM, 2013).

Segundo estabelecido no Prospecto do FIDC B, VAM (2013), na década anterior ao seu lançamento (2002-2012) o Brasil era um dos países emergentes mais ativos do mundo, tinha experimentado um crescimento significativo naqueles anos e mesmo com a crise internacional de 2008, seguiu sem sentir muito seus impactos. Naquela época, o PIB brasileiro tinha passado a barreira dos US\$ 2,0 trilhões e a renda per capita estava em US\$ 10 mil por ano. O grande motor da economia era a agricultura, não obstante o parque industrial estava diversificado, liderado pela produção de automóveis. O país também experimentava uma mobilidade social e uma diminuição da pobreza, puxado pelos programas de inclusão social estabelecidos à época que mudou em grande medida, quando comparado com o atual cenário econômico.

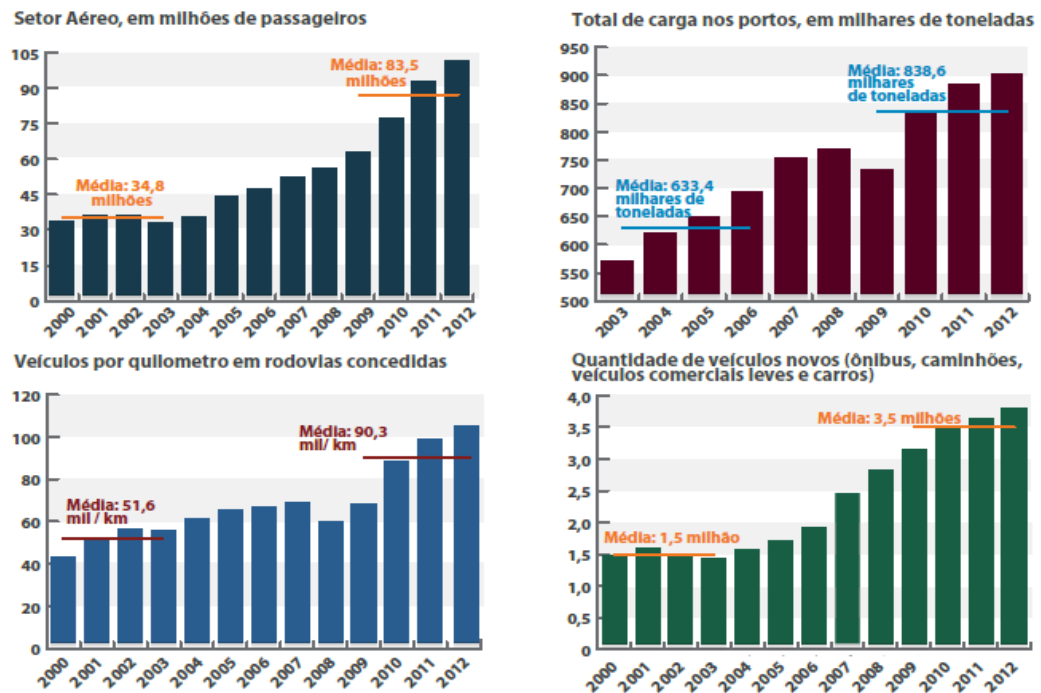
Em relação a infraestrutura, os dados apontavam que os projetos eram financiados, historicamente, pelo setor público. Porém, a partir década de 1990, quando iniciou o programa de privatizações e parcerias, o país conseguiu atrair grandes empresas para o setor e por conseguinte, algum capital privado para financiar os projetos. Entre 2002 e 2012 os investimentos no setor triplicaram e em 2012, alcançaram a cifra de aproximadamente R\$ 200 bilhões (BRASIL, 2013).

Na ocasião, existia uma euforia por Brasil e uma confiança do mercado internacional no país. Em 2007, foi criado o Programa de Aceleração do Crescimento – PAC, que era um programa de grande envergadura e que tinha em seu núcleo a elevação de investimentos públicos, cuja meta era elevar para 3,27%, em 2010, os investimentos em infraestrutura em relação ao PIB (VAM, 2013).

O diagnóstico apontava que a infraestrutura posta não era suficiente para suportar o dinamismo do comércio exterior que crescera 4 vezes e dos aeroportos e rodovias que tinham duplicado sua demanda, nos últimos 10 anos. Ademais, existia um potencial de crescimento no horizonte, dado que os principais setores logísticos estavam próximo de seus pontos de saturação, conforme observado na figura 2, o estoque de infraestrutura do Brasil era inferior à dos países dos BRICs (Brasil, Rússia, Índia e China) e muito longe do nível de infraestrutura dos Estados Unidos. Além disso, o governo tinha adotado medidas para estimular o investimento, tais como: redução de taxas de juros, retomada do planejamento estratégico, desonerações e a execução de grandes obras de infraestrutura (BRASIL, 2013).

Figura 2

Demanda por infraestrutura em 2012



Fonte: (Brasil, 2013, p. 34).

Com este cenário, era necessário iniciar um novo ciclo de investimentos, e em 2012, foi lançado o Programa de Investimento de Logística – PIL que tinha como objetivo promover uma parceria com o setor privado e estava focado no aumento dos investimentos na logística nacional. Assim:

De modo a viabilizar os projetos de investimentos em infraestrutura, que somarão cerca de R\$ 470 bilhões nos próximos anos, o Governo regulamentou uma série de benefícios tributários e burocráticos, inclusive para investidores não-residentes, para modernos instrumentos de financiamento, tais como as debêntures de infraestrutura e os **fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs)** (BRASIL, 2013, p.6, grifo do autor).

A previsão de investimento para infraestrutura estava na ordem de R\$ 470 bilhões, divididos em: a) R\$ 242 bilhões para o setor de logística (rodovias, portos, aeroportos e ferrovias; b) R\$ 148 para o setor energia elétrica; e c) R\$ 80 bilhões para o setor de petróleo e gás. Além disso, ainda tinha os investimentos programados, na ordem de quase R\$ 50 bilhões, para suportar grandes eventos que iria receber, Copa de 2014 e as Olimpíadas Rio 2016 (BRASIL, 2013).

Em 2013, o Governo Federal anunciou vários leilões de concessões nas áreas de rodovias, ferrovias, aeroportos, portos, e a primeira licitação do pré-sal. Para o setor de eletricidade, o Governo tinha um robusto planejamento para projetos de geração (33 mil MW) e transmissão (23 mil km de novas linhas) associados a contratos de longo prazo. Estes projetos tinham um orçamento de aproximadamente US\$ 235 bilhões. Além disso, o Governos estava implementando uma série de desonerações fiscais a fim de viabilizar os mesmos, e uma das medidas foi a promulgação da Lei 12.431 em 2011. Não obstante, os investimentos não aconteceram na velocidade planejada.

Do ponto de vista macroeconômico¹⁹, no início de 2013, o país possuía as condições favoráveis para atrair o investimento privado, a saber: estabilidade monetária, inflação na casa dos 6,15% (6,22% em janeiro de 2012), a SELIC estava em 7,25% (12,25% em janeiro de 2012), o juros real estava em 1,1% ao ano, a dívida externa equilibrada, o Brasil possuía o grau de investimento (*investment grade*), as reservas internacionais crescente; taxa de câmbio atrativa, no patamar de R\$ 2,00 por cada dólar americano; e um risco país na casa dos 173.

Neste contexto, foi estruturado o FIDC B com o objetivo de proporcionar um retorno de longo prazo aos seus cotistas, respeitando os critérios de elegibilidade dos ativos, a política de investimento estabelecida em seu regulamento, o cumprimento da legislação aplicável e a respectiva classe de cotas, para remunerar seus investidores por meio da aplicação dos recursos na aquisição de Direitos Creditórios Prioritários – DCPs, disponíveis no mercado e emitidos por Sociedades de Propósitos Específicos – SPEs, concessionárias de projetos de infraestrutura, e demais emissores amparados pela Lei 12.431.

Considerando que em 2013, os investidores observaram a taxa SELIC cair para a casa de um dígito, os juros reais para um patamar de 1% e o Brasil apresentava um cenário positivo ao investimento de longo prazo. Isso levou, naturalmente, a busca por investimentos mais atrativos. As opções que existiam no mercado, em renda fixa eram: as LCA e LCI; CRA e CRI; CDB e fundos de renda fixa; debêntures e debêntures incentivadas e um novo instrumento, o FIDC Infra.

As LCA são títulos ligado ao financiamento do setor agrícola e a LCI são títulos ligados ao financiamento do setor imobiliário. Ambos papeis são emitidos por instituições financeira, são de curto e médio prazo (menor que 5 anos), isentos de IR e cobertos pelo Fundo Garantidor

¹⁹ Fonte: BCB. Disponível em: <https://bit.ly/2VRdXVk>

de Crédito - FGC²⁰. O CRI é um título ligado ao setor de imobiliário, de longo prazo e CRA é um título ligado ao setor agrícola que tem um prazo médio de 5 anos. Ambos são isentos de IR, mas não são cobertos pelo FGC. O CDB é um título emitido pelos bancos e os fundos são veículos de investimentos que compram ativos de renda fixa de curto e médio prazo. Eles não são isentos de imposto de renda e em 2013, ambos tinham a cobertura do FGC. As debêntures comuns são títulos emitidos por empresas, sem isenção de IR e podem ser de curto e médio prazo. As debêntures incentivadas são títulos emitidos por projetos de infraestrutura, de longo prazo e com isenção de IR. O FIDC Infra é um veículo que pode comprar debêntures incentivadas, de longo prazo e que goza de isenção do IR (CVM, 2019).

Considerando que a LCA, LCI, CRA, debênture comuns, fundos e o CDB serem considerados de curto e médio prazo, não seria justo compará-los com os FIDC infra, debêntures de infra e os CRI, que são títulos de longo prazo e que de alguma forma são comparáveis. Os investidores já conheciam o CRI e o mercado ofertava poucas opções de instrumentos de longo prazo. Naquele momento, a Lei 12.431/11 tinha acabado de ser promulgada e os primeiros títulos lastreados a ela começaram a ser emitidos no mercado com o propósito de fomentar o setor de infraestrutura que tinha um horizonte positivo pela frente.

Ao observar a Lei 12.431/11 e os aspectos que pudessem caracterizar a demanda e a oferta por um fundo de infraestrutura, os gestores planejaram e lançaram o FIDC B. Neste sentido, o objetivo geral do FIDC de infraestrutura era captar recursos de investidores privados para comprar valores mobiliários que financiassem projetos de infraestrutura e, além dos benefícios típicos de se investir em um fundo de investimento, os FIDCs de infraestrutura, em particular, eram isentos de imposto de renda sobre os rendimentos auferidos e considerados atrativos para os investidores pessoas físicas e investidores domiciliados no exterior, o fundo era um instrumento útil para o mercado.

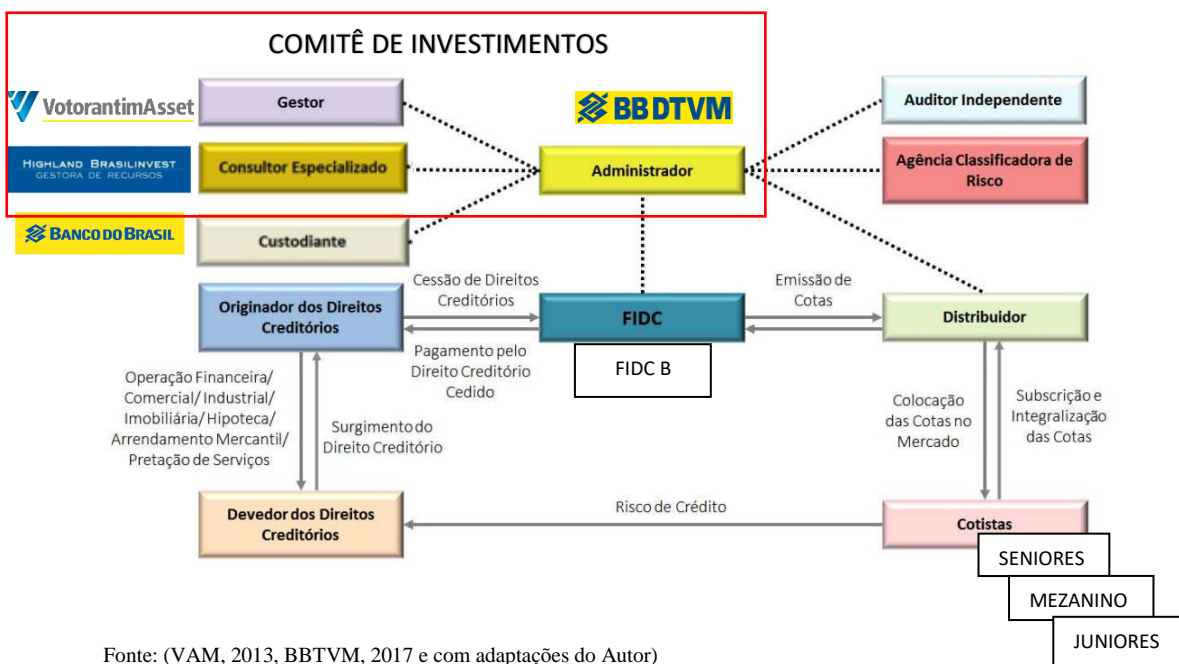
Sobre as características do FIDC B, ele era um fundo fechado, onde as cotas somente podem ser resgatadas na data de seu vencimento. A duração do fundo era de 20 anos, divididos em período de investimento, que abrange os primeiros 2 anos; período estabelecido para aquisição dos DCPs, e o período de desinvestimento que seriam os subsequentes 18 anos; onde o fundo faria a gestão dos ativos comprados, a amortização e pagamento de juros para os cotistas.

²⁰ Fonte: FGC. Disponível em: <https://bit.ly/2KNJp0h>

O público alvo do FIDC B foram os investidores pessoas físicas ou jurídicas que adquiriram o valor de mínimo de R\$ 25 mil. O fundo não foi recomendado para aquele investidor que está à procura de um título com alta liquidez e que não estejam dispostos a correrem riscos inerentes ao tipo de instrumento financeiro. Quanto as regras de tributação, os cotistas estavam sujeitos à incidência de IOF; caso existisse algum resgate antes de 30 dias. O IR seria isento para os investidores pessoas físicas e investidores domiciliados no exterior. Os investidores institucionais, em grande maioria já eram isentos de IR e as pessoas jurídicas eram tributadas na alíquota de 15%. Quanto ao próprio FIDC B, os rendimentos auferidos pelo mesmo não eram sujeitos ao IR, IOF, Contribuição Social sobre o Lucro Líquido - CSLL, Contribuição para o Programa de Integração Social -PIS, ou Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social - COFINS.

Quanto a Governança, o Comitê de Investimentos - CI seria composto por até 6 membros: 2 indicados pela Administradora, 2 pela Gestora e 2 pela Consultora de Investimento. O CI era responsável pela definição dos critérios de compra e venda dos DCPs, análises das operações, acompanhamento da carteira e gestão estratégica e profissional do portfólio. As decisões seriam dadas por unanimidade. Na figura 3, observa-se um resumo da estrutura do fundo e sua relação entre os diferentes prestadores de serviços, também foi destacado em vermelho a instância responsável pela governança do fundo.

Figura 3
Estrutura do FIDC B



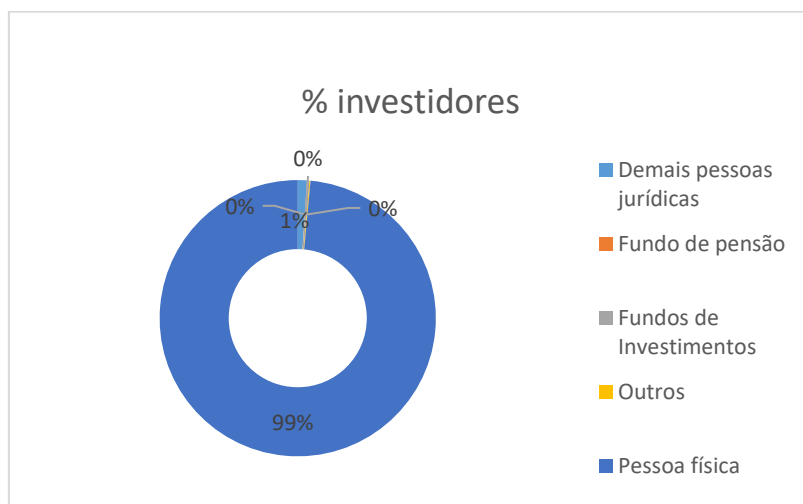
Fonte: (VAM, 2013, BBTVM, 2017 e com adaptações do Autor)

O desempenho da oferta, conforme informação extraída do aviso de encerramento da oferta de distribuição pública das cotas Seniores – série I e das cotas subordinadas Mezanino – classe A, regidas pela ICVM 400/03 e publicado pelo Administrador, BBTVM, em 30 de maio de 2014, foi positiva. O fundo captou no mercado o montante de R\$ 300.010.000,00 (trezentos milhões e dez mil reais).

O gráfico 5 demonstra que 99% dos compradores das cotas seniores e mezaninos foram as pessoas físicas. Ao observar somente a distribuição das cotas seniores, 91% das cotas emitidas foram adquiridas pelas pessoas físicas. A explicação veio pela a escolha do coordenador líder e do coordenador da oferta, que em este particular, era o BB investimentos. Assim, sendo parte do grupo Banco do Brasil, o fundo foi distribuído para os clientes do banco em sua rede agências. Vale notar que o Banco do Brasil era um dos maiores bancos do Brasil com mais 59 milhões de clientes, em 2014. Maiores detalhes do fundo estão disponíveis no Anexo 1.

Gráfico 5

% do tipo de investido que adquiriu as cotas



Fonte: Aviso de encerrado de oferta, disponível em <https://bit.ly/39Y7yeS>

Elaborado pelo Autor

Concluído a fase de captação de recursos, o FIDC B passou para a fase de formação e administração de carteira, no qual comprou no mercado os DCPs. Em dezembro de 2015, segundo o relatório de composição de carteira²¹, emitido pelo gestor, o FIDC B tinha um

²¹ Relatório de composição da carteira dezembro de 2015: Disponível em <https://bit.ly/32fz7ho>

patrimônio líquido de R\$ 383.104.917,00, dos quais 93,7% estavam alocados em DCPs e 6,33% em ativos financeiros ligados a títulos do Governo Federal. No quadro 1, observa-se a composição da carteira do FIDC B que possuía 11 ativos, distribuídos em 5 setores de infraestrutura, a maior exposição individual em um DCP era de 14,89%, todos com *ratings* e rentabilidades aderentes as políticas de investimentos do fundo.

Quadro 1

Composição da carteira em dezembro de 2015.

Emissores das debêntures	Emissão	Séries	Taxa de emissão	Rating público	% PL
Termelétrica Pernambuco III	1a	4	9,11%	AA+(bra) (Fitch)	12,83%
Odebretch Transport / Rota das Bandeiras	1a	Única	7,32%/ 6,70%	A+(bra) (Fitch)	5,32%
Norte Brasil Transmissora de Energia S.A.	1a	2	7,15%	br.AA+ (S&P)	8,94%
Concessionária do Aeroporto Int. de Guarulhos S.A.	1a/2a	4/ Única	7,86% / 6,80%	AA(bra) (Fitch)	8,25%
Concessionária Rodovias do Tietê S/A	1a	Única	8,00%	Aa2.br (Moody's)	12,10%
Santo Antônio Energia S.A.	3a	2	7,49%	AA-(bra) (Fitch)	14,89%
Concessionária Auto Raposo Tavares S.A.	2a	2	5,80%	A1.br (Moody's)	2,56%
Ferreira Gomes Energia S.A.	3a	Única	6,47%	AA+(bra) (Fitch)	11,52%
Transmissora Sul Brasileira de Energia S.A.	2a	Única	6,80%	AA+(bra) (Fitch)	7,29%
Supervia Concessionária de Transporte Ferroviário S.A.	2a	Única	8,20% / 7,50%	AA-(bra) (Fitch)	6,82%
Renova Eólica Participações S.A.	1a	2	7,61%	AA-(bra) (Fitch)	3,25%

O somatório da % do PL dos ativos mencionados acima não atinge 100% do PL do Fundo pois, conforme regulamento item 15.1 → Durante todo o prazo de vigência do Fundo, o mesmo deve manter uma reserva de recursos correspondente a 3% do Patrimônio Líquido ("Reserva de Caixa").

Fonte: Relatório de composição da carteira dezembro de 2015

Em dezembro de 2016, segundo o relatório de composição de carteira²² emitido pelo gestor, o patrimônio líquido do FIDC B alcançou R\$ 428.044.460,00, dos quais 92% estavam alocados em DCPs e 8% em ativos financeiros ligados a títulos do Governo Federal. Com relação a carteira, o FIDC B possuía os mesmos 11 ativos. Os *ratings* e rentabilidades estavam adequados, contudo alguns ativos tiveram seus *ratings* rebaixados. Quanto a rentabilidade acumulada, para a cota mezanino, em 2016 era de 15,51% a.a., e para a cota sênior era de 12,85% a.a.

Em dezembro de 2017, segundo o relatório de composição de carteira²³ emitido pelo gestor, o FIDC B tinha o patrimônio líquido no valor de R\$ 370.146.158,00, bem abaixo do que foi apresentado em 2016, dos quais 91% estavam alocados em DCPs e 9% em ativos financeiros

²² Relatório de composição da carteira dezembro de 2016: Disponível em <https://bit.ly/37QqScK>

²³ Relatório de composição da carteira dezembro de 2017: Disponível em <https://bit.ly/38RjXkW>

ligados a títulos do Governo Federal. Com relação a carteira, o FIDC B possuía 10 ativos. Os *ratings* e rentabilidades estavam adequados, porém, o fundo teve que realizar uma Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa – PCLD da debênture Termelétrica Pernambuco III, no valor de 100% de seu valor de registro em carteira, em função da situação financeira do emissor, impactando a rentabilidade das cotas do fundo. Quanto a rentabilidade acumulada, para a cota mezanino, em 2017 era de -64,63% a.a., e para a cota sênior era de 8,39% a.a.

Em setembro de 2018, segundo o relatório de composição de carteira²⁴ emitido pelo gestor, o FIDC B o patrimônio líquido estava em R\$ 360.559.828,00 dos quais 96% estavam alocados em DCPs e 4% em ativos financeiros ligados a títulos do Governo Federal. Com relação a carteira, o FIDC B possuía com os 10 ativos e os *ratings* seguiam pressionados. Quanto a rentabilidade acumulada, para a cota mezanino, em 2018 era de -12,30% a.a., e para a cota sênior era de 7,51% a.a.

Passados 7 anos, o FIDC B, em setembro de 2019, segundo o relatório de composição de carteira²⁵, apresentou um patrimônio líquido de R\$ 342.506.683,33 dos quais 95% estavam alocados em DCPs e 5% em ativos financeiros ligados a títulos do Governo Federal. Com relação a carteira, o FIDC B possuía 9 ativos, pois 1 ativo tinha sido vendido naquele ano. Os *ratings* seguiam pressionados, porém alguns ativos tiveram mudança de controle acionário, que suscitavam expectativas de melhoras em sua gestão financeira. Quanto a rentabilidade acumulada, para a cota mezanino, em 2018 era de 26,38% a.a., e para a cota sênior era de 6,75% a.a.

A tabela 7 apresenta o resumo de 3 ativos adquiridos pelo FIDC B que não apresentaram variação no *rating* de crédito. O ativo associado a Supervia Concessionária de Transporte Ferroviário S.A. foi liquidado antecipadamente em 2019 depois de um processo de venda da concessão para o grupo japonês Mitsui. Esta liquidação ocorreu em condições adequadas e sem prejuízo financeiro para os cotistas.

²⁴ Relatório de composição da carteira setembro de 2018: Disponível em <https://bit.ly/3c1HQIf>

²⁵ Relatório de composição da carteira setembro de 2019: Disponível em <https://bit.ly/2Ta4rtN>

Tabela 7

Dados e evolução da carteira do FIDC B

Nome	Perfil	Rating em dezembro de 2015	Último rating apurado	Comentários
Ferreira Gomes Energia S.A.	Usina Hidrelétrica na Bacia do Rio Araguari, em Ferreira Gomes (Amapá), com capacidade instalada de 252 MW e investimento total de aprox. R\$ 1,4 bilhão.	AA+(bra) (Fitch)	AA+ (Fitch). Set/19.	Em set/19 representava 14,36% do PL do fundo e o Rating estava estável desde a sua emissão. O impacto do alto custo de aquisição de energia durante o trimestre reverberou no desempenho operacional da empresa. O EBITDA foi negativamente impactado. Deve ser acompanhada a expectativa de custo de aquisição de energia daqui para frente.
Transmissora Sul Brasileira de Energia S.A.	Empresa constituída com o objetivo de reforçar as linhas de transmissão responsáveis pela ligação da Região Sul com o restante do país, adicionando 798 km ao Sistema Integrado Nacional.	AA+(bra) (Fitch)	AA (Fitch). Set/19.	Em set/19 representava 11,17% do PL do fundo e o rating estava estável.
Supervia Concessionária de Transporte Ferroviário S.A.	Companhia operadora de transporte ferroviário do Rio de Janeiro cujo a operação iniciou em 1998, e a concessão tem um período de 25 anos, renovados por mais 25 anos.	AA-(bra) (Fitch)	A-(bra) (Fitch). Set/18.	No primeiro trimestre de 2019, houve a troca de controle acionário da emissora, que deixou de ser detida pela Odebrecht Transport e passou a ser detida pela Mitsui que decidiu liquidar antecipadamente a debênture, sendo que o fundo recebeu integralmente o saldo devedor marcado no preço previsto na curva de juros do título.

Fonte: Relatório de composição da carteira de junho e setembro de 2019 com adaptações do Autor
Elaborado pelo Autor

Não obstante, de uma carteira de 11 ativos comprados pelo FIDC B ao final de 2015, 8 ativos apresentaram algum tipo de problema, que impactou a rentabilidade de seus investidores. Destes 8 ativos, o ativo associado a Termelétrica Pernambuco foi baixado a prejuízo, diminuindo o patrimônio líquido do fundo. Além disso, 4 ativos apresentaram perspectivas de recuperação no curto prazo e 3 não apresentou informações suficientes para determinar se seriam passíveis de recuperação.

A figura 4 apresenta a escala utilizada pelas principais avaliadoras de risco de crédito e o quadro está dividido em três categorias de risco: grau de investimento, grau especulativo e grau de vulnerabilidade de não pagamento.

Figura 4

Tabela de escala de *rating* de crédito

Risco	Fitch Ratings	Moody's	S&P Global Ratings	Categoria
	AAA	Aaa	AAA	Grau de investimento
	AA+	Aa1	AA+	
	AA	Aa2	AA	
	AA-	Aa3	AA-	
	A+	A1	A+	
	A	A2	A	
	A-	A3	A-	
	BBB+	Baa1	BBB+	
	BBB-	Baa3	BBB-	
	BB+	Ba1	BB+	Grau especulativo
	BB	Ba2	BB	
	BB-	Ba3	BB-	
	B+	B1	B+	
	B	B2	B	
	B-	B3	B-	Vulnerabilidade a não pagamento
	CCC	Caa1	CCC	
	CC	Caa2	CC	
	C	Caa3	C	
	D	Ca	D	

Fonte: XP Investimentos²⁶

Para entender o que ocorreu com o fundo, foi analisado a trajetória dos 8 ativos adquiridos e que apresentaram problemas. Foram avaliados os detalhes do perfil dos projetos, o rating inicial e final, informações do gestor e de mercado, para compreender os percalços do mesmos e os desafios enfrentados pelo FIDC B na sua gestão. Foi realizado uma análise documental, onde foram pesquisados os relatórios de composição de carteira do fundo, os relatórios de *rating*, os balanços patrimoniais, informações publicadas em sites de relações com investidores, entre outros. Nesta análise, foi encontrado problemas provenientes da performance dos ativos, associados a crise financeira e por imbróglgios ocasionados pelo envolvimento de alguns promotores dos projetos em problemas de corrupção.

O primeiro ativo analisado foi o da Termelétrica Pernambuco que é uma sociedade anônima de capital fechado, que tinha a autorização para construir e operar uma usina termelétrica (UTE Pernambuco III) a óleo combustível em Igarassu (PE). Com capacidade instalada de 200,7MW e garantia física de 109MW médios, a usina foi conectada ao Sistema Interligado Nacional (SIN), por meio de uma linha de transmissão com 0,8 km de extensão em 230kV até a subestação Pau Ferro, de propriedade da Companhia Hidrelétrica do São Francisco (Chesf). O *rating* em 2015 era AA+(bra) (Fitch) e em setembro de 2018 era de D(bra) (Fitch). Em 2017 o ativo foi baixado a prejuízo. A companhia alegou²⁷ que a usina teve uma demanda excessiva entre 2013 e 2015, atingindo toda a capacidade de geração projetada para 15 anos em

²⁶ Disponível em: <https://bit.ly/3cUp45y>

²⁷ Demonstrações financeiras de 2017. Disponível em: <https://go.aws/2VGoH8P>

3 anos. Tal fato resultou em acionamento judicial da ANEEL e fez que para os anos seguintes, a companhia tivesse que comprar energia no mercado para cumprir seu contrato, devido que teve que parar seus geradores para manutenção ou substituição. Isso acarretou sobrecustos na operação e impactou a liquidez da empresa. O ativo seguiu na carteira do fundo e em 30 de agosto de 2019, o FIDC B recebeu uma parcela do pagamento de receita fixa no valor de R\$ 3,8 milhões para o total das debêntures, que amortiza mensalmente quase 1% do valor nominal da emissão.

O segundo ativo analisado foi o da Odebretch Transport/Rotas das Bandeiras que tinha uma concessão de operação e manutenção de Rodovias que abrange 17 municípios, com intersecção com as principais rodovias do Estado de SP (Dutra, Carvalho Pinto, Fernão Dias, Anhanguera e Bandeirantes). O *rating* em 2015 era A+(bra) (Fitch) e em setembro de 2019 era de BBB (Fitch). A Rota das Bandeiras²⁸ teve 85% de suas ações vendidas para a gestora de recursos Farallon e ao fundo soberano Mubadala, de Abu Dhabi, sendo que cada empresa entrou com 50% na operação. Juntas, as companhias pagaram R\$1,65 bilhão à Odebrecht Transport, que ficou somente com a participação minoritária de 15%. A deterioração do ativo e sua venda pela Odebrecht Transport foi motivado a situação financeira delicada que a empresa se encontrava, devido às implicações de solvência empresarial derivada da operação Lava Jato. Com a entrada dos novos acionistas, a expectativa é a recuperação do ativo.

O terceiro ativo analisado foi o da Concessionária Rodovias do Tietê S/A vencedora da concessão que opera a Rodovia Marechal Rondon – Corredor Leste, com extensão de 415km, interligando mais de 25 municípios no interior do Estado de São Paulo. O *rating* em 2015 era Aa2.br (Moody's) e em setembro de 2019 era de Caa (Moody's). Em março de 2019, a AB concessões comprou os 50% das ações da Lineas International Holding B.V, se tornando o único acionista do projeto. Analisando várias informações publicadas no site da companhia²⁹, foi observado que em 08/11/2019, houve uma assembleia de debenturistas para decidir sobre o vencimento antecipado da debênture, em função do agravamento dos problemas financeiros associados ao sobrecusto do projeto. Nesta assembleia, depois da suspensão de assembleias anteriores, que não chegaram a uma decisão final, contou somente com 33,71% dos debenturistas. Destes, 58,16% votaram pelo não vencimento antecipado da debênture, não obstante, o regulamento, que define as regras da emissão, determina que é necessário a aprovação mínima de 2/3 do quórum presente, como não foi atingido este número, foi declarado

²⁸ Site de relações com investidores

²⁹ Site de relações com investidores da concessionária Rodovias do Tietê. Disponível em: <https://bit.ly/2SKpBjh>

o vencimento antecipado da debênture. Em 11/11/2019, em função da declaração de vencimento antecipado e a desequilíbrio da dívida do projeto, a companhia decidiu protocolar um pedido de recuperação judicial que está em curso. Não foi possível saber se o ativo iria se recuperar com a informação disponível.

O quarto ativo analisado foi o da Norte Brasil Transmissora de Energia S.A. que é uma linha de transmissão de corrente contínua de 600 kV, com extensão de aprox. 2.375 Km, com origem na subestação Coletora Porto Velho (RO) e término na subestação Araraquara 2 (SP). O *rating* em 2015 era br.AA+ (S&P) e em setembro de 2019 era de B- (S&P). O projeto tem performado bem com forte histórico operacional, com níveis médios de disponibilidade superiores a 99% desde o início das operações em 2014 e gerenciamento de custos eficiente. Entendidos com boa avaliação também o estágio operacional do mesmo e a relativamente baixa complexidade da operação, da manutenção e dos investimentos ao longo da vida do ativo. A parte disso, em 2018³⁰ o projeto foi comprado pelo private equity TPG (Texas Pacific Group), não mais tendo envolvimento com a Abengoa, que entrou em colapso financeiro e que tinha paralisado as obras em 2015. Em função da entrada do novo *sponsor*, as avaliações de crédito para a emissão melhoraram, sendo que a Fitch Ratings emitiu um *Credit Opinion* elevando o rating para AA(bra) com perspectiva estável em maio de 2019. A expectativa para o ativo é de se recuperar.

O quinto ativo analisado foi o da Santo Antônio Energia S.A. (SAESA) que é uma Usina Hidrelétrica (UHE), localizada no Rio Madeira, município de Porto Velho, Estado de Rondônia, com capacidade instalada de 3,6GW e investimento total de aproximadamente R\$ 20 bilhões. O *rating* em 2015 era AA-(bra) (Fitch), em janeiro de 2017 caiu para CC (Fitch) e em setembro de 2019 estava em BBB- (Fitch)³¹. Os sócios do empreendimento eram as construtoras Andrade Gutierrez e Odebrecht que foram vinculadas no processo da lava jato, pressionando os negócios destas empresas. Também foi observado um impacto nos custos do projeto devido ao atraso no cronograma de execução das obras e sobrecustos. Além disso, devido um período de poucas chuvas, obrigou a companhia comprar energia no mercado, que gerou sobrecustos, levando a prejuízos operacionais. Os acordos com a CCEE (Câmara de Comercialização de Energia Elétrica) no primeiro trimestre de 2019 contribuíram para um melhor desempenho financeiro e um impacto positivo no EBITDA. Preços spot realizados mais baixos e maior GSF (*Generation Scaling Factor*). A perda líquida continua consumindo o patrimônio dos acionistas tendo seus

³⁰ Informações financeiras 2019. Disponível em: <https://bit.ly/2y4oW11>

³¹ Site de relações com investidores da SAESA. disponível em: <https://bit.ly/3bNNOFu>

covenants impactados, dado o nível de alavancagem. Existiam *waiver* para os *covenants* até pelo menos 2021. A expectativa para o ativo é de se recuperar.

O sexto ativo analisado foi o Renova Eólica Participações S.A. que era uma SPE da Renova Energia S.A, responsável pela construção e gestão de 15 Parque Eólicos, todos localizados na Bahia, com energia vendida no leilão LER/2010 e no leilão A-3/2011. O *rating* em 2015 era AA- (bra) (Fitch) e em setembro de 2019 era de CC (Fitch). Em 2015, a companhia desfez uma aliança com a gigante SunEdison ao mesmo tempo que seus controladores (as distribuidoras CEMIG e LIGHT) passavam por dificuldades financeiras, que impactou a implementação do seu desafiador plano de expansão. Em 2017, o projeto foi vendido para AES Tietê³², que tinha um *rating* 'AA+ (Fitch). O crédito do ativo atualizado pela Fitch com uma observação positiva no *rating* em junho de 2019, devido a uma melhoria significativa na sua estrutura de capital, dado o pré-pagamento da dívida do BNDES. No entanto, o fraco desempenho operacional eólico impactou as receitas no 1S19. A expectativa para o ativo é de se recuperar.

O sétimo ativo analisado foi o da Concessionária Auto Raposo Tavares S.A. Concessão estadual de 30 anos de rodovias que atravessam 27 municípios nos Estados de São Paulo, Paraná, Mato Grosso e Mato Grosso do Sul, com 444 km de extensão. O *rating* em 2015 era A1 (bra) (Moody's) e em setembro de 2019 era de BB- (S&P). No segundo trimestre de 2019, o ativo teve um bom desempenho operacional, em que o tráfego aumentou 10,8% em relação ao 2T18 e 3,6% que foi impactado pela greve dos caminhoneiros. O crescimento ficou acima da média para as concessionárias brasileiras, que chegou a 6,3% no aumento do tráfego. O sócio principal do empreendimento é o Grupo Invepar³³, que por sua vez é controlado pelos maiores fundos de Pensões do Brasil, Petros, Previ e Funcef. O Grupo vem enfrentando problemas de liquidez devidos à dificuldade enfrentada em refinar a dívida da holding. Esta dificuldade pode levar a aceleração de dívidas devido a *covenants* associados a *downgrade* de crédito. Não foi possível saber se o ativo iria se recuperar com a informação disponível.

O oitavo e último ativo analisado foi o da Concessionária do Aeroporto Internacional de Guarulhos S.A. detentora do direito de explorar por 20 anos, o Aeroporto Internacional de São Paulo, no município de Guarulhos. O *rating* em 2015 era AA (bra) (Fitch) e em setembro de 2019 era de BB+ (Fitch). A perda de tráfego devido à parada das operações da Avianca durante o segundo trimestre de 2019 se converteu em perda de receita e EBITDA. A situação

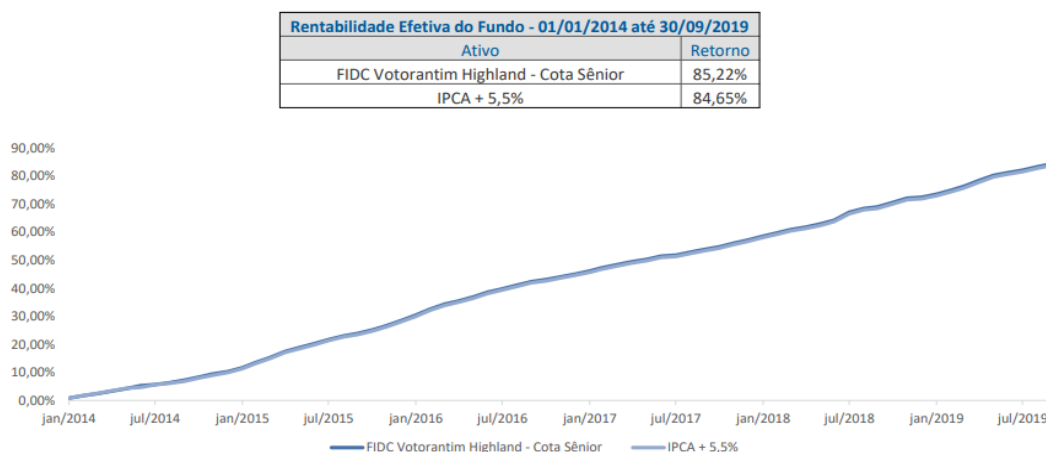
³² Rating AES Tiete. Disponível em: <https://bit.ly/2SbvzJ4>

³³ Relatório de rating. Disponível em: <https://bit.ly/2xWeE6F>

foi um pouco aliviada com o aumento da receita não-tarifária que teve um bom desempenho. A perda de receita da Avianca deveria ser parcialmente compensada com as ações mais altas de outras companhias aéreas a partir do terceiro trimestre de 2019. Quanto a composição acionária do projeto, 51% das ações pertencente à Grupar (Grupo Invepar e ACSA – Airports Company South Africa) e 49%, à Infraero - Empresa Brasileira de Infraestrutura Aeroportuária. Como comentado anteriormente, a Invepar estava enfrentando problemas financeiros. Além disso, o pagamento da outorga fixa vem pressionando os indicadores da concessionária³⁴. A expectativa para o ativo é de se recuperar.

Sobre a rentabilidade acumulada das cotas, a cota sênior tinha uma rentabilidade alvo de IPCA +5,5% a.a., a Mezanino de IPCA+8% a.a. e a Júnior de IPCA+9,5 a.a. A rentabilidade da cota Sênior, conforme demonstrado na figura 5, vem tendo um retorno ligeiramente acima do seu *benchmark*, proporcionando um ganho acumulado positivo, ao longo dos últimos 5 anos, de 85,22%, apesar da crise e da turbulência enfrentada no período, fato que não gerou perdas para esta classe de cotas. Não obstante, a rentabilidade das cotas Mezaninos ficaram, no mesmo período, no patamar de 26,02%, bem longe do *benchmark* e as cotas Júniores tiveram perdas de 100% do capital investido, pois foram usadas para compensar a rentabilidade dos cotistas sêniores e mezaninos.

Figura 5
Rentabilidade das cotas Sêniores



Fonte: Relatório de composição da carteira de setembro de 2019

³⁴ Relatório de rating. Disponível em: <https://bit.ly/2W8G1Ce>

Quanto ao *rating*³⁵ do fundo, segundo a agência de qualificação de risco Fitch, em janeiro de 2016 o rating atribuído as cotas Seniores do FIDC B foi de Asf(bra), e BBB-sf(bra) para as cotas Mezanino, ambas com perspectiva estável. Em abril de 2019, o *rating* passou para BB-sf(bra) com perspectiva negativa para as cotas Seniores e CCsf(bra), com perspectiva estável para as cotas Mezaninos. A deterioração da carteira do fundo, a redução dos índices de subordinação e a baixa de ativo a prejuízo, levaram o rebaixamento dos *ratings* das cotas do fundo.

Uma reflexão sobre o desempenho da carteira de ativos do FIDC B, foi que cerca de 72% dos ativos apresentaram algum tipo de problema, principalmente associados a sobrecustos. Quando isso acontece, uma das hipóteses levantadas seria que os estudos foram sub ou sobre dimensionados, que por sua vez geraria uma matriz de risco inadequada, indicando que o projeto não estava maduro o suficiente para ir a mercado e que indo adiante, impactaria diretamente o mesmo na fase de construção. Caberia um estudo detalhado, para avaliar cada ativo e provar esta hipótese. Outro problema identificado em alguns ativos foi a implicações de seus sócios ou de seus emissores em práticas ilícitas. Este tipo de problema é difícil ser identificado *ex-ante* pelo um investidor ou gestor, pois considerando que se o fato fosse de ciência do mercado, dificilmente um ativo ligado a uma empresa envolvida em práticas ilícitas, seria adquirido.

Apesar de que o FIDC B estava solvente, que dos 8 ativos com problemas, 4 tinham grandes perspectivas de se recuperarem e que os investidores das cotas Sêniores estavam recebendo a rentabilidade esperada, apesar de estarem sendo bancados pelos cotistas subordinados. Neste sentido, uma outra reflexão realizada foi sobre a qualidade dos gestores do FIDC B, que geraram uma performance negativa ao fundo; muito diferente da planejada. A má gestão poderia estar associada aos critérios usados para a seleção das DCPs, onde as suposições analisadas não eram consistentes ou suficientemente resilientes a cenários mais desafiadores, mas também poderia estar associada a uma baixa qualificação da equipe gestora.

Além disso, a má gestão poderia ter sido induzida, caso a hipótese levantada em um dos parágrafos acima fosse comprovada, pelos problemas de má concepção dos projetos. Não obstante, o fato de o fundo não ter quebrado foi um mérito e trabalho desempenhado pela equipe gestora. Apesar de vários problemas, ela foi capaz de dar segmento ao fundo e participar

³⁵ Consultados em: <https://bit.ly/2PisjtU>

ativamente das várias negociações, representando de forma profissional seus cotistas, e deliberando com eles, em assembleias de cotistas, quando fosse necessário.

Os FIDCs Infra são produtos financeiros sofisticados e necessitam contar com um conjunto de prestadores de serviços, altamente capacitados e especializados em ativos de infraestrutura, para garantir uma boa originação e gestão dos portfólios. Desta forma, é necessário comprar ativos suficientemente atrativos que conjuguem risco, rentabilidade e prazo acertados para que o fundo possa remunerar seus os investidores e seus promotores de forma adequada. Este desafio obriga aos gestores uma excelente coordenação entre a demanda (ativos) e a oferta (investidores). Pelo lado da oferta, é necessário ter uma estreita relação com os investidores para que eles possam entender as nuances do FIDC de infraestrutura e comprometer capital no fundo. Do lado da demanda, é necessário ter uma forte relação com os emissores e bancos de investimento, para ter acesso a um conjunto de debêntures incentivadas que possam oferecer rentabilidade e risco aderentes as políticas de investimentos do fundo. Estes fatores poderiam constranger o uso dos FIDCs Infra de uma forma acelerada.

Finalmente, considerando a necessidade de aumentar o volume de investimentos em infraestrutura no país, a quantidade crescente de emissões de debêntures incentivadas e os benefícios fiscais dado aos investidores pessoas físicas e estrangeiros, formam parte dos incentivos que podem catalisar o lançamento de novos FIDCs Infra nos próximos anos. Além disso, os FIDCs Infra oferecem aos seus cotistas a diversificação natural de portfólios, ao comprar parte de várias debêntures incentivadas para balancear suas carteiras e contam com gestores profissionais e especializados. Assim, os FIDCs Infra, conforme instituídos e considerando sua trajetória e fortalecimento institucional, são instrumentos capazes a ajudar a diminuição dos custos de transações e a mitigação das assimetrias de informações, reduzindo as falhas de mercado. Estas propriedades indicam que os FIDCs Infra são uma fonte alternativa de financiamento e instrumentos capazes de contribuir com a expansão do estoque de infraestrutura e para o crescimento econômico do Brasil.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho apresentou uma análise dos aspectos institucionais dos FIDCs Infra, que por sua vez, captam recursos de investidores privados e financiam, via debêntures incentivadas, projetos de longo prazo de infraestrutura, classificados como prioritários pelo Governo Federal. As debêntures incentivadas, instituídas pela Lei 12.431 de 2011, são uma nova classe de ativos emitidos pelos projetos de infraestrutura e que outorgam aos seus compradores a isenção de

imposto de renda. Entre 2011 e 2019, as debêntures incentivadas tiveram crescimento médio de 153%, atingindo um volume, em 2019, de R\$ 33 bilhões, montante este, superior aos desembolsos realizados pelo BNDES no mesmo ano.

Dado a necessidade de aumentar o volume de financiamento em infraestrutura nos próximos anos, considerando as restrições fiscais e o reposicionamento do bancos públicos, os FIDCs Infra oferecem aos investidores (passivos) a opção de diversificação de seus portfólios, contam com gestores profissionais, ajudam na diminuição dos custos de transações e na mitigação das assimetrias de informações, reduzindo as falhas de mercado associada a este tipo de instrumento. Do lado dos projetos (ativos), é um veículo capaz e preparado para adquirir o volume crescente das debêntures incentivadas, sempre quando sejam avaliadas como bons projetos e oferecem rentabilidade e risco aderentes as políticas de investimentos do fundo. A falta de emissões de debêntures incentivadas ou bons projetos poderiam restringir a criação de novos fundos.

As características, de fazer a intermediação financeira dos ativos e passivos no mercado de capitais, agindo de forma profissional, somado ao amadurecimento institucional do instrumento depois de 8 anos de existência e associado à crescente demanda por infraestrutura e fontes de financiamentos, indicam que os FIDCs Infra são instrumentos capazes de contribuir com a expansão do estoque de infraestrutura e para o crescimento econômico do Brasil.

Sobre o estudo de caso, foi analisado o FIDC BB Votorantim Highland Infraestrutura. Baseado em seu histórico, ao longo dos últimos 7 anos, o fundo passou por vários desafios, sobretudo uma crise econômica que iniciou em 2014. Além da crise financeira, o fundo teve que lidar com 8 ativos problemáticos na carteira, seja por problemas de sobrecustos ou de práticas ilícitas de seus sócios ou emissores. Estes acontecimentos, levaram o Gestor a investir tempo e recursos para buscar solucionar os problemas enfrentados. As perspectivas apontam que a grande maioria dos ativos em dificuldade tem grandes chances de serem recuperados. Outro ponto positivo observado, rentabilidade prometida aos cotistas Sêniores foram preservadas, não obstante isso aconteceu dado o sacrifício imposto aos cotistas subordinados.

Quanto as recomendações para potencializar a utilização dos FIDCs Infra, o Governo poderia flexibilizar a isenção tributária, passando o benefício fiscal do investidor para o emissor. Desta forma, o emissor poderia emitir uma debênture incentivada com uma rentabilidade mais alta, permitindo que os investidores institucionais, por exemplo os fundos

de pensões, que já são isentos de IR, comprassem os papéis, permitindo o acesso de mais investidores ao papel. Poderia também promover um ajuste na ICVM 356, que versa sobre a obrigatoriedade de o FIDC atingir uma carteira de 50% em direitos creditórios em um prazo de 6 meses. Atualmente, o desafio enfrentado pelos FIDCs Infra, para garantir a isenção fiscal a seus cotistas, é identificar todos os ativos que irão compor seu portfólio previamente. Com a mudança proposta, aumentar o prazo para 12 meses, facilitaria a seleção de ativos e o fundo teria mais tempo para atender a regulação não teria a ameaça de perder o benefício fiscal.

Em relação aos limites do estudo, foi analisado somente um FIDCs Infra, que neste caso foi o primeiro fundo lançado com o advento da Lei 12.431 em 2013. Os novos fundos lançados posteriormente, apresentam estruturas diferentes e outras estratégias, bem como aproveitaram um cenário macroeconômico menos estressado. Além disso, não foi possível fazer uma investigação comparada, incluindo diversos países, para descobrir se efetivamente as restrições encontradas no Brasil são as mesmas aprestadas em outras jurisdições nem uma análise macroeconômica profunda. Também não foi realizado uma investigação sobre os ativos do fundo para entender se os mesmos tiveram problemas de concepção. Adicionalmente, o trabalho não pendeu nem para um lado de revisão jurídica profunda, nem para o lado da aplicação de modelos econômicos para entender os impactos na economia. Como sugestão de agenda de pesquisa, seria importante continuar com a linha de estudo e conhecer os resultados dos novos FIDCs. Finalmente, seria importante investigar a qualidade dos projetos implementados com o uso das debêntures incentivadas, buscando fazer avaliações de impactos dos mesmos e estudar as implicações sobre a renúncia fiscal, instituída pelo Governo, associados as isenções fiscais sobre os rendimentos auferidos pelas debêntures incentivadas e pelos os FIDCs Infra.

REFERÊNCIAS

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais. Fundos de Investimento – Estatísticas. Consolidado Histórico de Fundos de Investimento: Janeiro/2020. São Paulo. 2020. Disponível < <https://bit.ly/2qQVmvh>>

BBTVM. Manual de Gestão de Risco de Fundos Estruturados. Versão 2. 2017. Disponível em <<https://bit.ly/38QD9z5>>

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social. Séries Setoriais – dezembro de 2019. Rio de Janeiro. 2020. Disponível < <https://bit.ly/2q6LA7S>>

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social. Relatório da administração exercício de 2019. Rio de Janeiro. 2020a. Disponível < <https://bit.ly/2Y5aRhI> >

BARBOZA, Ricardo de M., FURTADO, Mauricio e GABRIELLI, Humberto. A atuação histórica do BNDES: o que os dados têm a nos dizer? Centro de Economia Política. Revista de Economia Política, vol. 39, n° 3 (156), pp. 544-560. São Paulo. 2019. Disponível <<https://bit.ly/2q2UyTK>>

BRASIL. Lei n° 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. 1965. Disponível < <https://bit.ly/2N4zvaZ>>

_____. Lei n° 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. 1976. Disponível < <https://bit.ly/2ONIfTP>>

_____. Lei n° 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. 2001a. Disponível <<https://bit.ly/35XqSIc>>

_____. Instrução CVM n° 356, de 17 de outubro de 2001. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. 2001b. Disponível <https://bit.ly/2SARFW3>

_____. Ministério da Fazenda. Infraestrutura no BRASIL. Projetos, financiamento e oportunidades. Março de 2013. Brasília: MF. 2013. Disponível <<https://bit.ly/2wsX5d9>>

_____. Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica. 2011. Disponível <https://bit.ly/2RVTgnR>

_____. Instrução CVM nº 554 de 17 de dezembro de 2014, dispõe das alterações introduzidas pelas instruções CVM nº 564/15 e 566/15. 2014a. Disponível <<https://bit.ly/2r3Gd6F>>

_____. Instrução CVM nº 555 de 17 de dezembro de 2014, dispõe das alterações introduzidas pelas instruções CVM nº 563/15, 564/15, 572/15, 582/16, 587/17, 604/18, 605/19, 606/19 e 615/19, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. 2014b. Disponível <<https://bit.ly/2r3Gd6F>>

_____. Ministério da Economia. Instrução normativa RFB nº 1585, de 31 de agosto de 2015, que dispõe sobre o imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos e ganhos líquidos auferidos nos mercados financeiro e de capitais. 2015. Disponível <<https://bit.ly/2p3empO>>

_____. Decreto nº 8.874 de 11 de outubro de 2016. Regulamenta as condições para aprovação dos projetos de investimento considerados como prioritários na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, para efeito do disposto no art. 2º da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011, e revoga o Decreto nº 7.603, de 9 de novembro de 2011. 2016a. Disponível <<https://bit.ly/2GAQpLT>>

_____. Instrução CVM nº 578 de 30 de agosto de 2016. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. 2016b. Disponível <<https://bit.ly/2SVpUpY>>

_____. Ministério da Economia. Secretaria De Política Econômica, Secretaria Especial de Fazenda. Boletim Informativo de Debêntures Incentivadas. Dezembro de 2019. Edição 73. Brasília: ME. 2019a. Disponível <<https://bit.ly/2wsX5d9>>

_____. Ministério da Economia. PREVIC. Relatório de estabilidade da previdência complementar. Brasília: ME. 2019b. Disponível <<https://bit.ly/32mFHC0>>

_____. Presidência da República. Programa de Parceria de Investimentos – PPI. Relatório de Gestão 2018. Brasília: PPI. 2019c. Disponível <<https://bit.ly/32oFgqR>>

_____. Ministério da Economia. Secretaria Especial de Produtividade, Emprego e Competitividade – SEPEC. Secretaria de Desenvolvimento da Infraestrutura – SDI. Pró-Infra - Caderno 1: Estratégia de Avanço na Infraestrutura. Brasília: ME. 2019d. Disponível <<https://bit.ly/2KHPfjB>>

CNT – Nacional de Aprendizagem do Transporte. Planos CNT de transporte e logística 2018.– Brasília: CNT, 2018. Disponível <<https://bit.ly/2zu7aYR>>

_____. Conjuntura do transporte. Desempenho do setor.– Brasília: CNT, 2019. Disponível <<https://bit.ly/2S6vHcL>>

_____. Pesquisa CNT de rodovias 2019.– Brasília : CNT: SEST SENAT, 2019a. Disponível <<https://bit.ly/3cOeywD>>

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. Mercado de valores mobiliários brasileiro. 4. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019. <<https://bit.ly/2SaqEZ8>>

COASE, R. H. The Problem of Social Cost. Journal of Law and Economics. The University of Chicago. Volume 3. 1960.

ENGIE. Prospecto definitivo da oferta pública de distribuição de debêntures. Florianópolis, SC. 2019. Disponível <<https://bit.ly/357fZDC>>

EFAMA - European Fund and Asset Management Association. International Statistical Release: Worldwide Regulated Open-ended Fund Assets and Flows - trends in the third Quarter of 2019. Bruxelas. 2019. Disponível <<https://bit.ly/316RAvL>>

DAVIS, Lance E.; NORTH, Douglas C. Institutional change and American economic growth. Cambridge: Cambridge University Press, 1971.

FERREIRA, Pedro C. e DUTRA, Joísa C. Impactos da Infraestrutura sobre a competitividade. In. BONELLI, R. (Org.). A agenda de competitividade do Brasil. Instituto brasileiro de Economia. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2011. Cap. 6.

FIANI, Ronaldo. Capacidades Estatais e Democracia: arranjos institucionais de políticas públicas. Brasília: Ipea, 2014.

G 30 - Group of Thirty. Long-term Finance and Economic Growth. Washington, D.C. 2013.

JUNIOR, William E. A Importância dos Fundos de Investimento no Financiamento de Empresas e Projetos. Investimento em foco. Estudos sobre investimentos. São Paulo. Fundação Getúlio Vargas. 2016 <<https://bit.ly/2SDxczQ>>

KINEA. Kinea infra - fundo de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios de infraestrutura. Prospecto de distribuição pública primária de cotas da 5ª (quinta) emissão. 2020. <<https://bit.ly/2P722yN>>

LEVINE, R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. Journal of Economic Literature. Vol. XXXV, p 688-726. 1997

MCKINSEY & COMPANY. Unlocking private-sector financing in emerging-markets infrastructure. Capital Projects & Infrastructure and McKinsey Center for Government. 2019. Disponível <<https://mck.co/2yCMmOl>>

PEREIRA, Alfredo M. e ANDRAZ, Jorge M. On the economic effects of public infrastructure investment: A survey of the international evidence. Journal of economic development. Vol. 38, nº4. EUA. 2013

SILVA, Mauro S. Fundos de investimento e financiamento de projetos de infraestrutura: uma leitura da configuração institucional e do desempenho operacional do FI-FGTS. Brasília: Ipea, jun. 2019. (Texto para Discussão, n. 2486).

STIGLITZ, Joseph E; WEISS, Andrew. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. The American Economic Review, American Economic Association, vol. 71. 1981.

STIGLITZ, Joseph E. La Economía del Sector Público. España. Antoni Bosch, editor S.A. 2000.

_____. Markets, States and Institutions. Roosevelt Institute Working Paper. 2017

STOWELL, David (David P.) Investment banks, hedge funds, and private equity. 2nd ed. Academic Press is an imprint of Elsevier. Massachusetts, United States. 2012

VAM - VOTORANTIM ASSET MANAGEMENT. FIDC BB Votorantim Highland Infraestrutura. Prospecto Definitivo de Distribuição Pública das cotas Seniores - Série I e das cotas Subordinadas Mezanino - Classe A. Brasil. 2013. Disponível <<https://bit.ly/3bSMPuW>>

WAJNBERG, Daniel; CASTRO, Elisa C. Debêntures de projetos de infraestrutura: uma comparação entre as experiências brasileira e internacional. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, n. 46, p. 103-161, dez. 2016.

WILLIAMSON, Oliver E. The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting. New York: The Free Press, 1985.

_____. The Economics of Governance. American Economic Review. University of California, Berkeley, 2005.

ANEXO 1

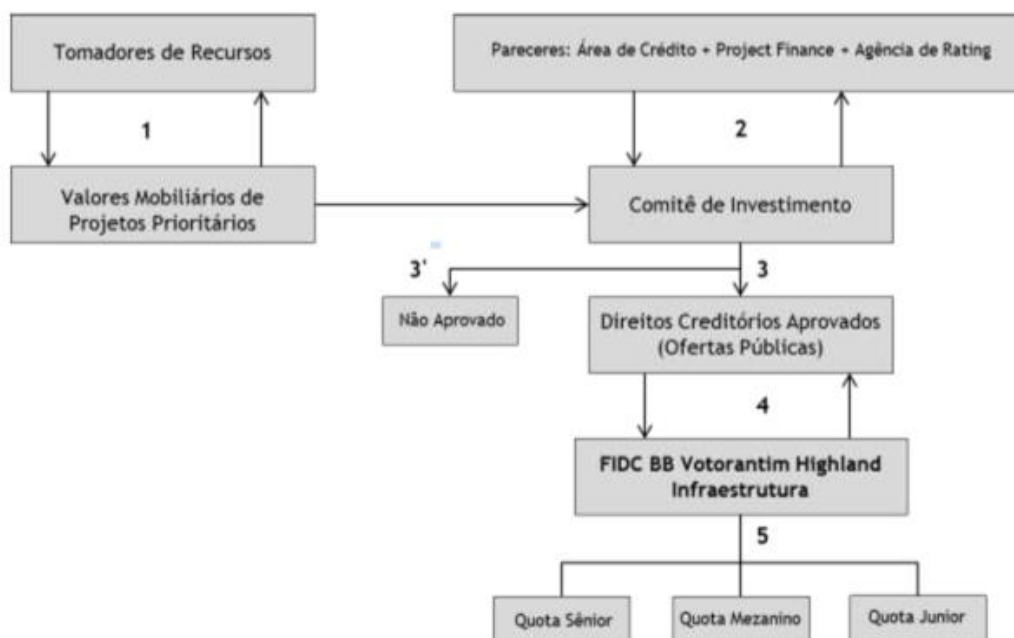
Características gerais do FIDC B

O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC BB Votorantim Highland Infraestrutura (de agora em diante, FIDC B), de acordo com Votorantim Asset Management - VAM (2013) teve seu registro de funcionamento emitido pela CVM no dia 19 de novembro de 2013. O FIDC B é regido por um regulamento próprio, pela Lei Federal nº 12.431, pela Resolução CMN nº 2.907 de 2001, e pela ICVM nº 356.

Os DCPs que podem ser adquiridos pelo FIDC são: a) as debêntures incentivadas de infraestrutura que são classificadas como direitos creditórios; b) cotas de FIDCs de infraestrutura, desde que o mesmo tenha no mínimo 85% de seu patrimônio líquido representados por DCPs. Estes papéis possuem escritura, termo de securitização, boletins de subscrição, notas de negociação, e registro em bolsa de valores. A Figura 6, nos apresenta a estrutura do FIDC B e o fluxo detalhado percorrido desde a captação dos recursos dos investidores até a compra dos DCPs:

Figura 6

Fluxograma da estrutura do fundo



Fonte: (VAM, 2013)

1. Estruturação de operações de captação de recursos para o financiamento de projetos qualificados como prioritários na forma prevista pela Lei 12.431. Instituições financeiras estabelecem mandatos para emissões de Valores Mobiliários de Projetos Prioritários.
2. Análise pelo Comitê de Investimento, com base em pareceres de áreas de crédito de seus membros e de entidades independentes, na forma estabelecida no Regulamento, das informações disponibilizadas no âmbito das ofertas públicas de Valores Mobiliários de Projetos Prioritários colocados no mercado.
- 3 e 3'. Aprovação, em reunião do Comitê de Investimento, dos Valores Mobiliários de Projetos Prioritários mais adequados à política de investimentos do Fundo, na forma prevista pelo Regulamento, que constituirão Direitos Creditórios passíveis de subscrição ou aquisição pelo Fundo, verificados os Critérios de Elegibilidade. Valores Mobiliários de Projetos Prioritários não aprovados pelo Comitê de Investimento poderão ser reconsideradas oportunamente, observados os critérios de seleção estabelecidos pelo Comitê de Investimento, estando sujeitas a disponibilidade de recursos no Patrimônio Líquido.
4. Nos termos do Regulamento, com base na orientação do Comitê de Investimento, a Gestora deverá alocar o Patrimônio Líquido nos Valores Mobiliários de Projetos Prioritários pré-selecionados, observados os prazos e formas de liquidação das respectivas ofertas públicas aplicáveis, e, conforme o caso, em Ativos Financeiros, constituindo a carteira de investimentos do Fundo.
5. A fim de financiar a subscrição ou aquisição de Valores Mobiliários de Projetos Prioritários e/ou de Ativos Financeiros pelo Fundo, serão emitidas cotas objeto de distribuição pública, observados os limites máximos e mínimos de Patrimônio Líquido previstos no Regulamento (VAM, 2013, p. 45 e 46)

Em relação as despesas do FIDC B, o mesmo tem uma taxa de administração de 0,30% a.a., nos primeiros 6 meses do fundo, passando para 1,10% a.a. após os 6 primeiros meses; estabelecida em relação ao patrimônio líquido do fundo, além disso será (foi?) cobrado uma taxa de performance de 20%; que é calculado sobre o excedente financeiro do fundo.

Sobre as classes de cotas, as mesmas serão divididas em Seniores, Mezanino e Juniores, sendo que existe uma subordinação entre elas, ou seja, as de mais baixo grau (Juniores) garante a de mais alta hierarquia (Seniores). Assim, as três cotas têm as seguintes características:

- Seniores: não se subordinam à demais cotas, têm o maior grau de preferência a pagamentos, amortização e distribuição de juros, possui meta de rentabilidade baseado no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA+5,5% a.a., possuem avaliação e classificação de risco emitida por uma agencia de *rating*,

podem ser negociadas em bolsa, dão direito a voto e tem prazo de duração de 12 anos;

Subordinadas:

- Mezaninos: por sua vez, também tem metas de rentabilidade de IPCA+8% a.a., podem ser negociadas em bolsa, subordinam-se as cotas Seniores e têm prioridade sobre as cotas juniores, possuem *rating*, dão direito a voto e o prazo de resgate é de 12 anos;
- Juniores: são subordinadas as demais, possui meta de rentabilidade de IPCA+9,5% a.a., não possuem *rating* e têm um prazo de resgate de 15 anos.

A amortização das cotas é feita semestralmente e a liquidação do fundo está prevista quando não houver observância, pelos prestadores de serviços, do regulamento e leis aplicáveis que deverá ser ratificada em decisão favorável pelos cotistas em assembleia.

As tabelas 5 e 6 detalham o tipo de investidor, quantidade de compradores, quantas cotas foram vendidas e valor capitado por cota.

Tabela 5

Detalhes da distribuição das cotas Seniores série I

TIPO DE INVESTIDOR	QUANTIDADE DE COMPRADORES	QUANTIDADE DE COTAS VENDIDAS	VALOR CAPTADO
PESSOA FÍSICA	2.444	244.330	R\$ 244.330.000,00
FUNDOS DE INVESTIMENTOS	2	22.560	R\$ 22.560.000,00
FUNDO DE PENSÃO	1	25	R\$ 25.000,00
DEMAIS PESSOAS JURÍDICAS	29	1.515	R\$1.515.000,00
TOTAL	2.476	268.430	R\$ 268.430.000,00

Fonte: Aviso de encerrado de oferta, disponível em <https://bit.ly/39Y7yeS>

Elaborado pelo Autor

Tabela 6**Detalhes da distribuição para os cotistas Mezaninos – Classe A**

TIPO DE INVESTIDOR	QUANTIDADE DE COMPRADORES	QUANTIDADE DE COTAS VENDIDAS	VALOR CAPTADO
PESSOA FÍSICA	224	26.179	R\$ 26.179.000,00
FUNDOS DE INVESTIMENTOS	5	5.251	R\$ 5.251.000,00
OUTROS	3	150	R\$ 150.000,00
TOTAL	232	31.580	R\$ 31.580.000,00

Fonte: Aviso de encerrado de oferta, disponível em <https://bit.ly/39Y7yeS>

Elaborado pelo Autor

As cotas Juniores foram adquiridas pelos estruturadores do FIDC B pelo valor de R\$ 15.790.000,00. Finalmente o valor final levantado pelo FIDC B foi de R\$ 315.800.000,00.

Os principais prestadores de serviços do FIDC B são:

- Administrador: BB GESTÃO DE RECURSOS – DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A., instituição financeira que pertence ao conglomerado Banco do Brasil. A Administradora ocupava a 1ª (primeira) posição em volume administrado de Fundos de Investimento conforme a regra Instrução CVM 409, totalizando o valor de R\$475 bilhões no mês de março de 2013, distribuídos por 531 (quinhentos e trinta e um) fundos de investimento. O Administrador é responsável pela representação legal e gestão do patrimônio do fundo;
- Gestor: VOTORANTIM ASSET MANAGEMENT DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS LTDA. Com atuação relevante nos três segmentos do mercado, o patrimônio líquido combinado dos 28 (vinte e oito) fundos geridos/administrados pela Gestora atingiu valor total de R\$12 bilhões em dezembro de 2012, sendo referido patrimônio representado, em dezembro de 2012, (i) em 54% por FIDCs (R\$6,5 bilhões); (ii) em 32% por FIIs (R\$3,8 bilhões); e (iii) em 14% por FIPs (R\$1,7 bilhões), com base em dados divulgados pela ANBIMA. A Gestora ocupava a 9ª (nona) posição no ranking de "Gestão de Fundos de Investimento" da ANBIMA, administrando o volume de R\$41,1 bilhões (março/2013). O Gestor é responsável pela gestão profissional da carteira do fundo;
- Consultor de Investimentos: HIGHLAND BRASILINVEST GESTORA DE RECURSOS LTDA., A Highland é uma consultora/gestora de investimentos registrada na SEC que, em conjunto com suas afiliadas, tem aproximadamente US\$18 bilhões em ativos sob gestão, sendo uma das maiores e mais experientes gestoras globais de crédito alternativo. Seu objetivo é o desenvolvimento de estratégias de crédito focadas em fundos multimercado voltados para crédito (*credit hedge funds*), fundos de renda fixa, administração de carteira, *distressed control private equity* (que

exerce sua influência através de aquisição de dívida de empresas em recuperação judicial) e ativos securitizados. A Highland também faz a gestão de investimentos com foco em mercados emergentes, fundos de ações *long/short*. É responsável por prestar assessoria e participar do comitê de investimento do fundo;

- Custodiante: BANCO DO BRASIL S.A. Com mais de 200 anos de história, o Banco do Brasil, empresa pertencente ao mesmo conglomerado econômico do Coordenador e controlada pelo Governo Brasileiro (59,1%), é um banco múltiplo com presença significativa em todos os estados brasileiros, além de desenvolver atividades em importantes centros financeiros mundiais. Responsável pela custódia dos ativos da carteira do fundo (VAM, 2013, p. 85,86,90 e 109).

Além destes, segundo BBTVM (2017), ainda prestam serviços ao FIDC B o Distribuidor, que é responsável pela distribuição das cotas do fundo aos cotistas, o auditor independente que é responsável pela auditoria das demonstrações financeiras do fundo e a agência de classificação de risco que avalia e atribui o *rating* as cotas e aos ativos do fundo.

Acerca da política de investimento, o FIDC B visa cumprir com seus objetivos aplicando os recursos captados na compra dos DCPs, não podendo investir em ativos que a legislação não permita. Deverá observar os limites de concentração, onde 67% de seu patrimônio deve ser alocado em até 180 dias em DCPs, e atingindo 2 anos este percentual tem que ser de no mínimo de 85% de seu patrimônio. Além disso, 15% do patrimônio do FIDC B poderá ser alocado em títulos do Governo. Quanto aos DCPs, o fundo poderá comprometer até 20% de seu patrimônio comprando um DCP de um único emissor.

Em relação aos critérios de elegibilidade dos DCPs, devem ser observados os seguintes aspectos:

- Ter a recomendação expressa de compra emitido pelo Comitê de Investimentos – CI;
- Ter uma classificação de risco, emitido por uma agência de risco internacional, de primeira linha, de no mínimo BBB em escala nacional;
- O prazo médio do DCP deve ser de 10 anos e 6 meses;
- Nenhum ativo deverá ter data de vencimento maior que a data de liquidação do FIDC B;
- 85% dos DCPs devem contar com garantias reais;
- Devem estar livres de ônus;

Os fatores de riscos do FIDC B estarão sujeitos aos riscos inerentes a este tipo de instrumento e que podem ser exógenos ao controle da Administradora e da Gestora, podendo gerar perdas financeira para seus cotistas.

Não obstante a diligência da Administradora, da Gestora e do Comitê de Investimento em colocar em prática a política de investimento prevista no Regulamento, os investimentos do Fundo estão, por sua natureza, sujeitos a flutuações típicas do mercado, risco de crédito, risco sistêmico, condições adversas de liquidez e negociação atípica nos mercados de atuação e, mesmo que a Administradora e a Gestora mantenham rotina e procedimentos de gerenciamento de riscos, não há garantia de completa mitigação das possibilidades de perdas para o Fundo e, consequentemente, para os Quotistas (VAM, 2013, p. 128).