

EXAME FORUM INFRAESTRUTURA O MERCADO DE CAPITAIS E O FINANCIAMENTO DA INFRAESTRUTURA

Carlos A. Rocca

24/09/2014

CFO Consulting

CEMEC Centro de Estudos do IBMEC

INDICE

- 1. Colocação do problema**
- 2. A necessidade de um novo modelo de financiamento**
- 3. Mercado de capitais no financiamento de investimentos em infraestrutura**
- 4. Desafios: taxas de retorno , tarifas, custos de capital e poupança**
- 5. Observações finais**

1. Colocação do problema

Investimentos em infraestrutura: participação do setor privado é essencial

- 1. Custos e deficiências de infraestrutura: comprometem qualidade de vida, produtividade, competitividade e crescimento da economia brasileira**
- 2. Investimento (cerca de 2,2% a 2,5% do PIB) é inferior à depreciação**
- 3. Projeção do BNDES 2014 – 2017: R\$ 575 bilhões – 2,8% do PIB anual**
- 4. Limitações do setor público:**
 - a. não tem recursos para financiar: poupança negativa, dívida bruta próxima de 60% do PIB;**
 - b. Execução de projetos nos últimos anos: menos de 50% do orçamento existente**
- 5. Participação do setor privado é essencial:**
 - a. Recursos de poupança**
 - b. Capacidade e disciplina de execução**

Investimentos em infraestrutura e retomada do crescimento

1 Cenário desafiador para os investimentos e seu financiamento nas empresas brasileiras:

- a. queda da taxa de retorno do capital próprio e da poupança das empresas**
- b. expectativas de baixo crescimento da demanda**
- c. custo de capital: taxas de juros mais elevadas por fatores domésticos e internacionais (juros EUA)**
- d. maior volatilidade e menor facilidade de acesso ao mercado financeiro internacional.**
- e. BNDES: anúncio de redução de desembolsos e foco em infraestrutura**

Investimentos em infraestrutura e retomada do crescimento

2. Investimento em infraestrutura:

- a. não tem problemas de insuficiência de demanda**
- b. curto prazo: efeito multiplicador mais renda e emprego**
- c. médio e longo prazo: menos custo, mais produtividade, melhor qualidade de vida**
- d. componente estratégico para aumentar investimentos e retomar crescimento**

2. A necessidade de um novo modelo de financiamento

Modelo atual de concessões reforça dependência de recursos públicos

- 1. 2013: Execução do programa de concessões : rodovias, aeroportos**

- 2. Modelo adotado dificulta financiamento privado:**
 - a. Dominância do critério de modicidade tarifaria impõe tarifas inferiores ao custo de produção;**
 - b Taxas de retorno são inferiores às de mercado**
 - c. Qualidade dos projetos e insegurança jurídica e regulatória aumentam premio de risco e eleva taxa de retorno requerida por investidores privados**

Modelo atual de concessões reforça dependência de recursos públicos

3. Compensações para atrair investidor privado:

- a. Maior participação do Tesouro (orçamento)
- b. Crédito subsidiado: BNDES
- c. Maior alavancagem

4. Origem dos recursos nos investimentos de infraestrutura (2012*):

	Públicos	Privados
Infraestrutura total	61,1%	38,9%
Infraestrutura de transportes	74,2%	25,8%

(*) Fonte: Frischtak, Claudio e Davies, Katharina – O investimento privado em infraestrutura e seu financiamento –em (2014)Pinheiro, A.C., Frischtak, C – Gargalos e soluções na infraestrutura de transportes – FGV Editora IBRE

Limitações do modelo

1. **Impacto fiscal:**
 - a. **Curto prazo: aumenta dívida pública**
 - b. **Longo prazo: despesa com fluxo de subsídios por décadas**
2. **Limitações do investimento e do crescimento econômico:**

Dependência de recursos públicos escassos
3. **Equidade:**
 - a. **Parte do custo do serviço não cabe ao usuário mas a todos os contribuintes**
 - b. **Concessão de subsídio é decisão política**
 - c. **Critério econômico: benefícios sociais e externalidades significativos**
 - d. **Sistema tributário regressivo: maior carga para os de menor renda**
4. **Eficiência econômica: distorce preços relativos e alocação de recursos**

Desafio: Novo modelo de financiamento de concessões de infraestrutura

- 1. Criar modelo de concessão que permita:**
 - a) Maior aumento de investimentos de infraestrutura nos próximos anos**
 - b) Participação preponderante de poupança e investidores privados**
 - c) Respeitar critérios de modicidade tarifária, equidade e eficiência econômica**
 - d) Concessão de subsídios: com transparência no orçamento**

Desafio: Novo modelo de financiamento de concessões de infraestrutura

- 2. Compatibilizar modicidade tarifaria com retorno de mercado**
 - a. Induzir forte concorrência nos leilões**
 - b. Mitigar riscos para reduzir taxa de retorno e prêmios de risco requeridos por investidores e viabilizar tarifas menores:**
 - i. Marcos regulatórios funcionais**
 - ii. Segurança jurídica e regulatória: agencias reguladoras**
- 3. Financiamento dos investimentos: otimizar sinergia de BNDES, bancos privados, cias. de seguros e instrumentos do mercado de capitais**

3. Mercado de capitais no financiamento de investimentos em infraestrutura

Project Finance : modelo de financiamento

- 1. Principal garantia: fluxo de caixa e ativos do projeto**
- 2. Projeto é entidade jurídica autônoma (SPE)**
- 3. Requer detalhada identificação e dimensionamento de riscos**
- 4. Riscos, retorno e responsabilidades são repartidos entre patrocinadores, acionistas, investidores, instituições financeiras, construtores, companhias de seguros: proteção do fluxo de caixa**
- 5. Projetos elegíveis:**
 - a) Estruturação complexa: requer escala**
 - b) Previsibilidade de fluxos de caixa**
 - c) Taxa de retorno compatível com taxas de mercado**

Pacote de recursos: fases pré-operacional e operacional; bancos e mercado de capitais

1. Capital próprio do patrocinador (sponsor) mínimo 20% - ações

2. Dívida

2.1 Crédito bancário

a. Empréstimos ponte (bridge loans)

b. Financiamento de longo prazo

c. Empréstimos em moeda estrangeira (BID, BIRD)

**2.2 Mercado de dívida corporativa : taxas de mercado permitem colocação
no mercado inclusive por parte dos financiadores**

a. debentures incentivadas

b. notas promissórias

c. securitização de recebíveis

d. mercado internacional: bonds

Mitigação de riscos sobre o fluxo de caixa projetado

- 1. Fase pré-operacional: riscos do início do fluxo de caixa**
 - a) Fatores de risco: qualidade dos projetos, licenças ambientais, desapropriações , execução das obras**
 - b) Na ausência de seguros: garantia de patrocinadores (sponsors); limites de balanço, capital próprio;**
 - c) Seguros: performance bond, completion bond : garantem, monitoram a execução**
 - d) Não seguráveis : ABCRS (Agencia Brasileira Gestora de Fundos Garantidores e Garantias) – solução temporária**
 - e) Meta: project finance “non recourse” versus limited recourse, full recourse**

Mitigação de riscos sobre o fluxo de caixa projetado

2. Risco regulatório e jurídico

a) Marcos regulatórios funcionais: situações distintas:

**Rodovias, ferrovias, portos, energia elétrica,
telecomunicações**

Saneamento: competência municipal

b) Agencias reguladoras: proposta

i. Órgãos do Estado com independência

ii. Alta qualificação técnica

3. Risco político: respeito a contratos

Debêntures incentivadas: sinais positivos

Emissões de debêntures incentivadas no âmbito da Lei 12.431/11	Número de Emissões desde Jun2012 até Ago2014	Valor R\$ MM	Vida Média em Anos - Soma(Valor de Face x Prazo)/Soma(Valor de Face)	Prazo Máximo	TURNOVER Volume negociado nos últimos 12 meses/Estoque
art.2o Infraestrutura	21	7.697,7	9,3	17,1	0,68
art.1o Não Residentes	11	5.032,7	9,1	12,3	0,05
Total lei 12.431	32	12.730,4	9,2	17,1	0,41
Demais Debêntures Não Leasing	539	152.191,5	5,6	15,2	0,20

Fonte: ANBIMA e CETIP Elaboração: CEMEC

Debêntures Incentivadas (lei 12.431) e Títulos Públicos

Debentures x NTN B	Vida Média em anos *	Taxa Média + IPCA	Taxa Média ex IR	Spread b.p.
Debentures Infraestrutura	9,3	7,03	7,03	219
Título Público (NTN B)	13,1	5,57	4,73	-

Fonte: ANBIMA e Tesouro Nacional Elaboração: CEMEC

Debentures x LTN F	Vida Média em anos *	Taxa Média	Spread b.p.
Debentures Não Residentes	9,1	12,82	106
Título Público (NTN F)	2,3	11,64	-

Fonte: ANBIMA e Tesouro Nacional Elaboração: CEMEC

* A vida média é calculada por meio da média ponderada do tempo restante até o vencimento de cada um dos títulos que compõem a DPF, considerando apenas o principal. A ponderação ocorre pelo valor de cada título, utilizando-se o seu valor de face.

Concessionários usam debentures regularmente 2009/2013

Empresas Concessionárias de Infraestrutura	NÚMERO DE EMPRESAS Abertas e Fechadas	NÚMERO DE EMPRESAS emitiram debêntures	%
Concessão rodoviária	47	33	70,2%
Concessão ferroviária	2	1	50,0%
Energia elétrica	226	65	28,8%
Saneamento	36	10	27,8%
Telecomunicações	33	6	18,2%

Fonte: VALORPRO - Balanço das Empresas

Elaboração: CEMEC

4. Desafios: taxas de retorno , tarifas, custos de capital e poupança

Em 2013 alguns setores tem taxa de retorno inferior ao custo de capital

Empresas Concessionárias de Infraestrutura	WACC Nominal	ROIC Nominal Médio 2013	Custo Dívida Liq. IR Nominal Médio 2013	Custo de Capital Próprio Nominal * (2010 a 2013)	ROE Nominal Médio 2013
Concessão rodoviária	8,5%	17,9%	8,5%	16,3%	29,4%
Saneamento	7,1%	10,2%	7,1%	13,7%	11,7%
Concessão ferroviária	11,4%	8,7%	11,4%	19,9%	4,4%
Telecomunicações	12,5%	8,0%	12,5%	18,2%	6,5%
Energia elétrica	8,5%	5,6%	8,5%	15,7%	4,3%

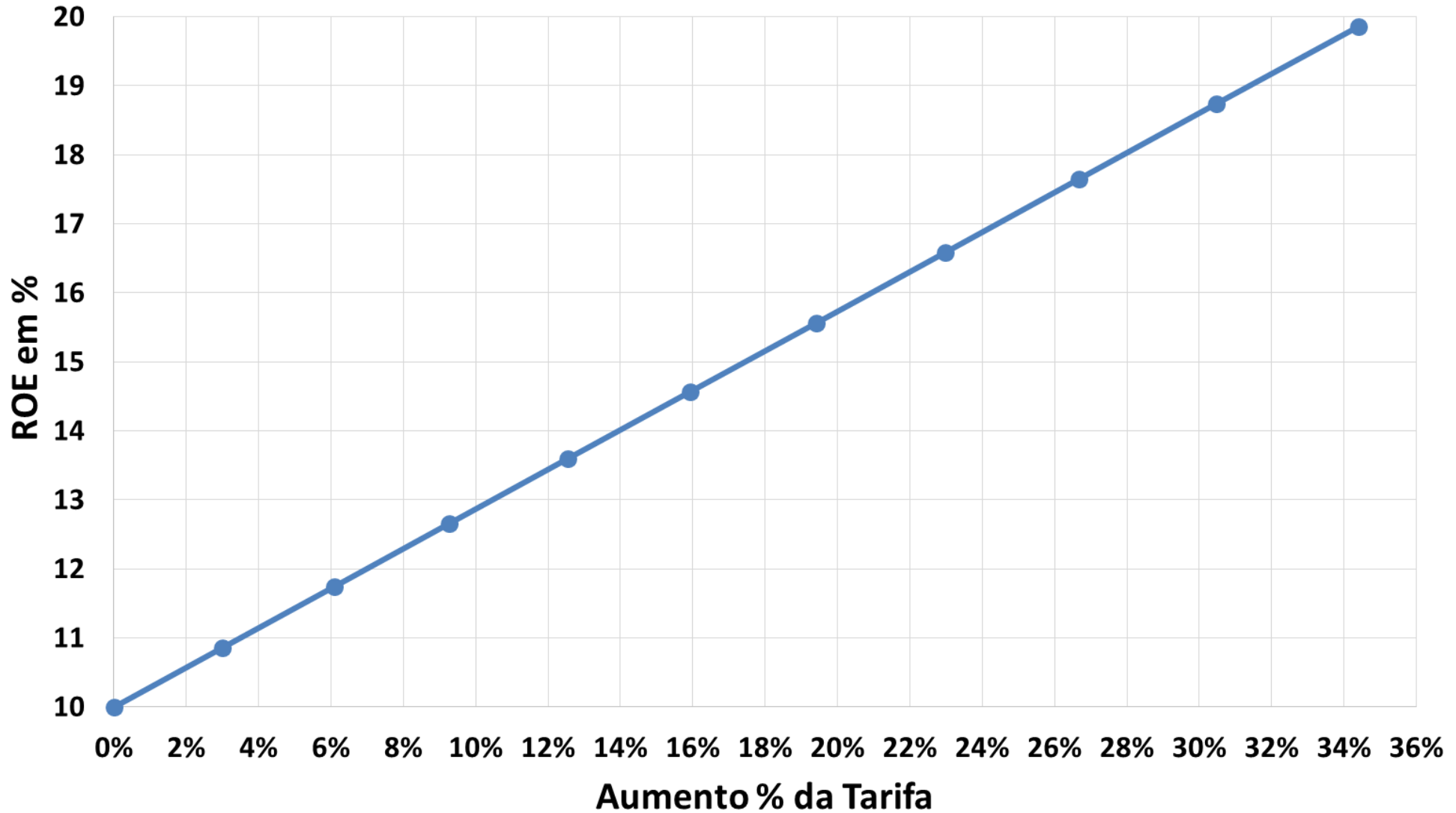
Fonte: VALORPRO - Balanço das Empresas

Elaboração: CEMEC

* Custo de Capital Próprio Método 2 Nominal - CEMEC

Tarifas versus Retorno dos Investidores

Tarifas versus Retorno dos Investidores (alavancagem 30/70)



Redução do custo de capital : melhor qualidade regulatória reduz taxa de retorno requerida

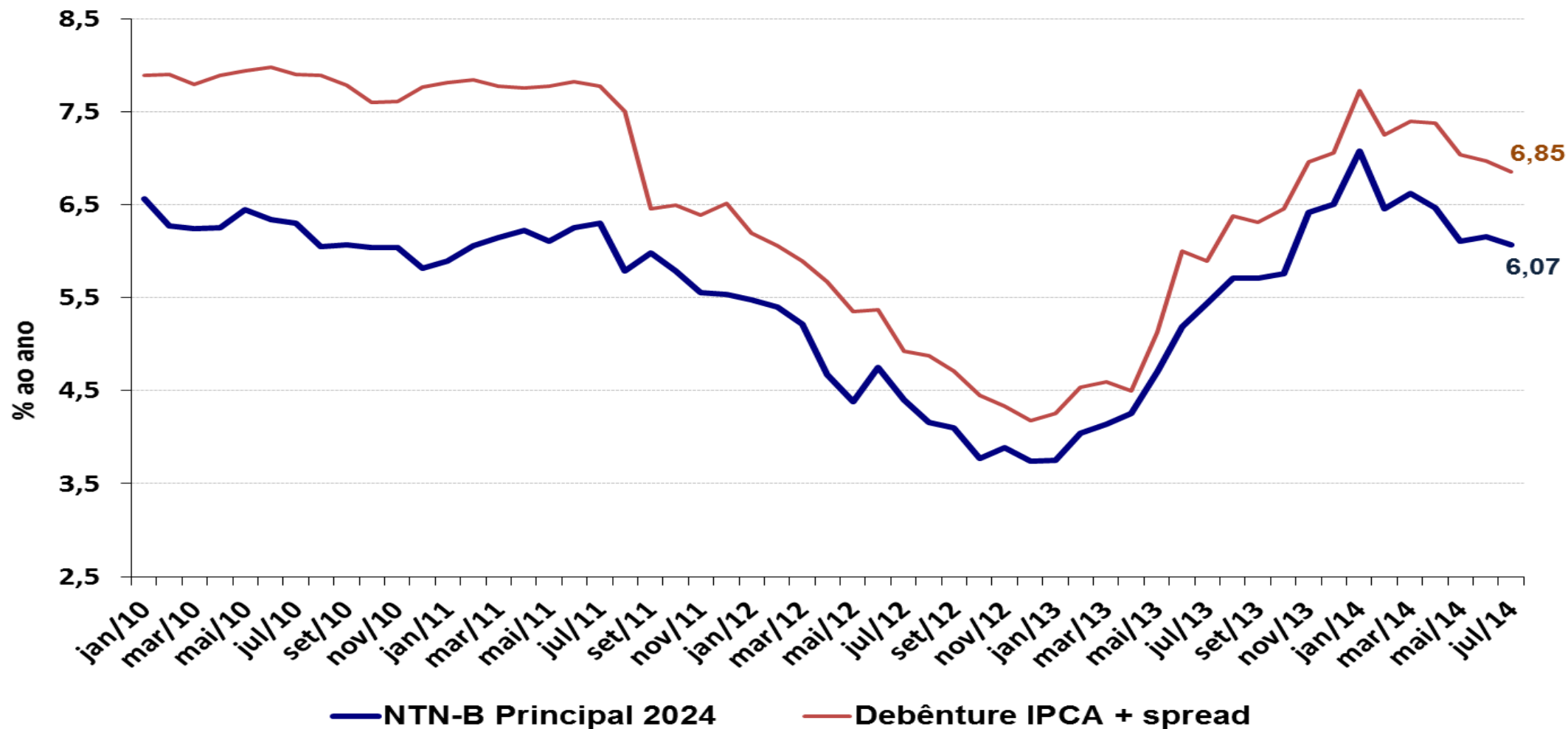
Variáveis controladas: juros dívida soberana, crescimento PIB

Amostra 12 setores; 62 países; 35 emergentes;2009/ 2011	Qualidade regulatória Banco Mundial	Relação Preço/Lucro A. Damodaran	Taxa de retorno real requerida
Brasil	0,15	15,48	6,46%
Média emergentes	0,33	19,51	5,12%
Variação	+0,18	+0,4,03	-1,34%

Fonte: (2014) – Carrasco, V. ; Joaquim, G. e Pinho de Mello, J.M. - Risco regulatório no Brasil: teoria e mensuração – em Pinheiro, A.C., Frischtak – Gargalos e soluções na infraestrutura de transportes – FGV – Editora IBRE.

Redução do Custo de Capital: Taxa de Juros de Títulos Públicos

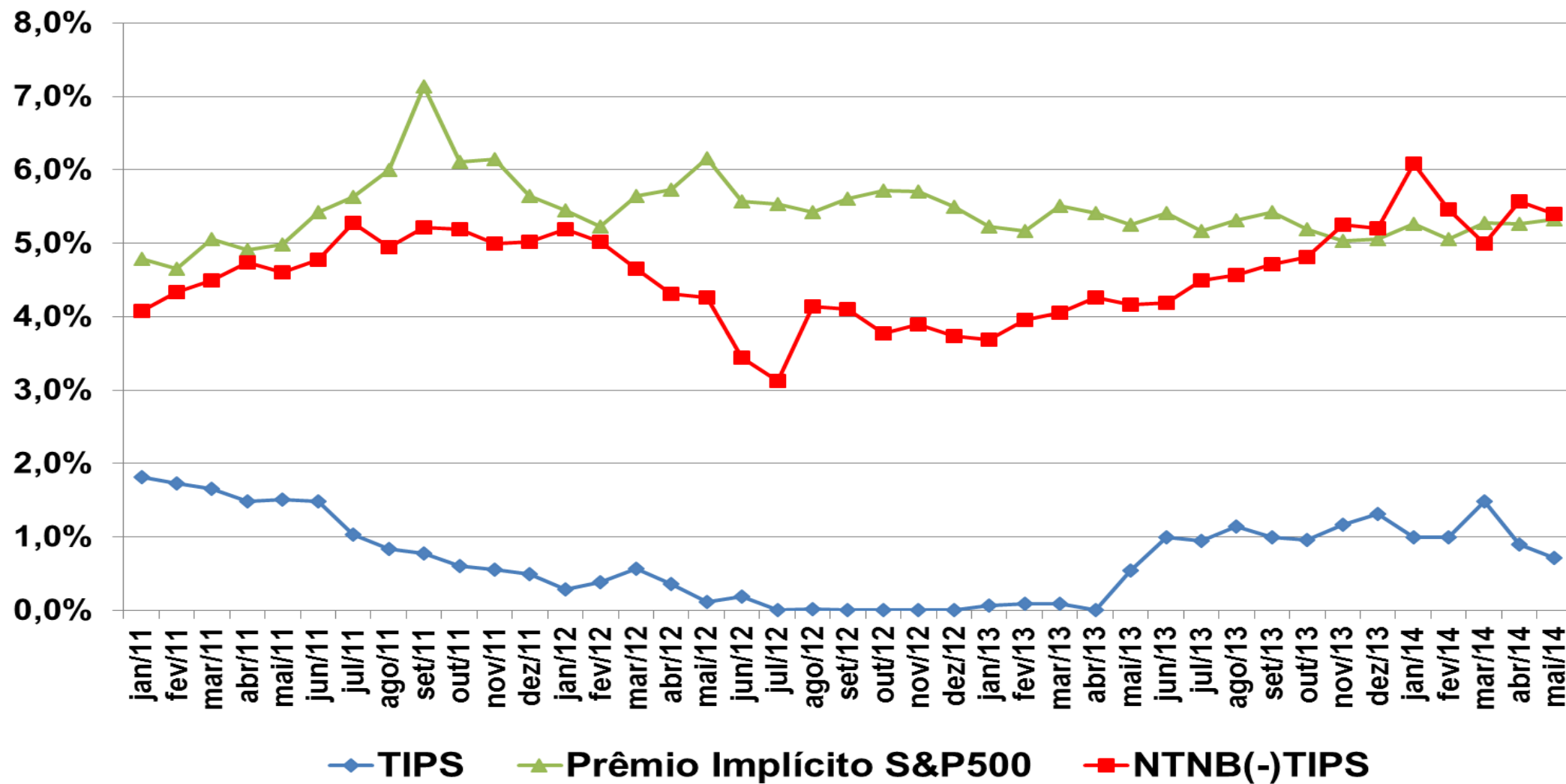
Custo de Capital de Terceiros
Debêntures e NTN-B - Spread sobre IPCA (% ao ano)



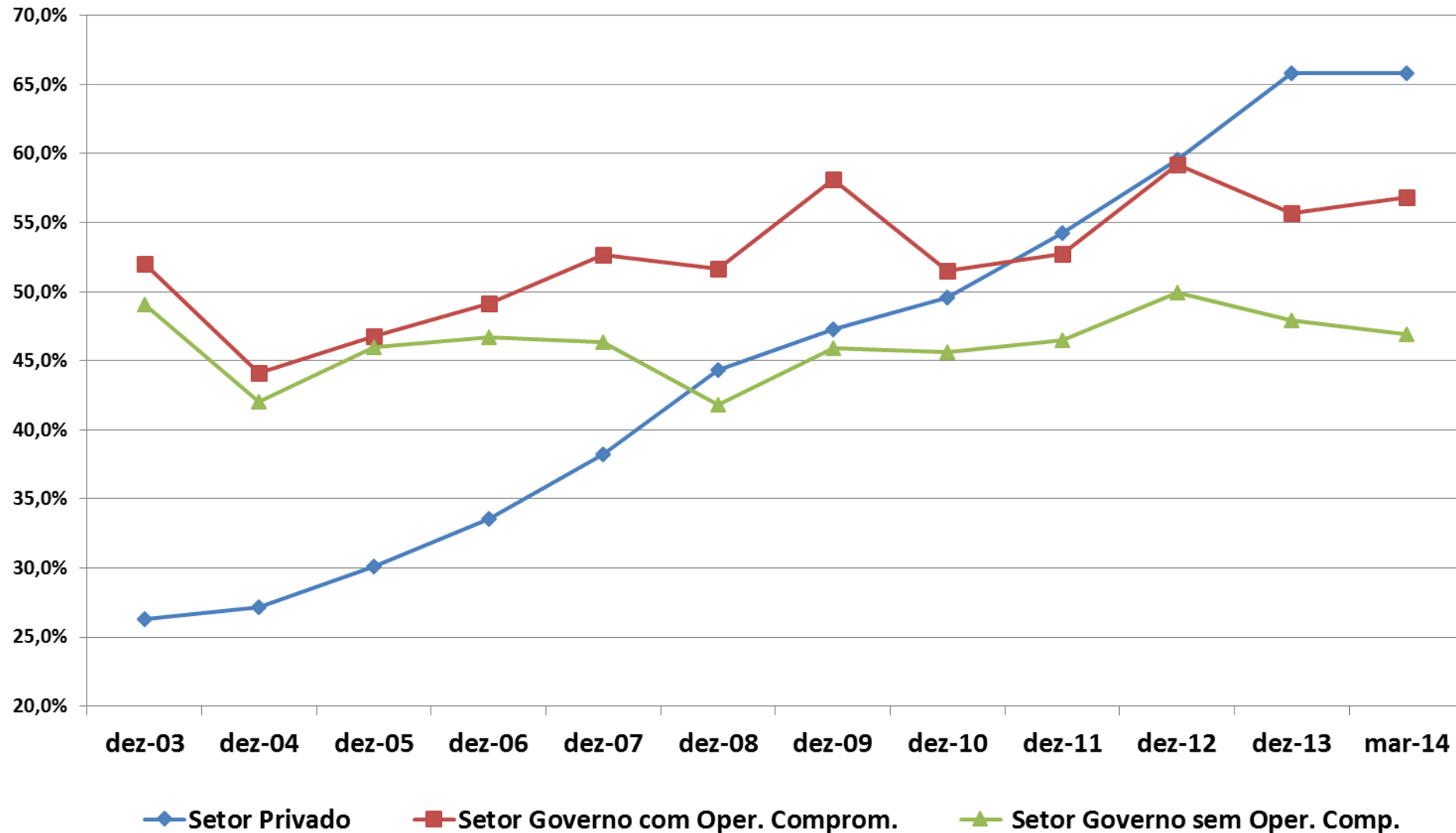
Fonte: CEMEC

Redução do Custo de Capital Próprio

Componentes de Cálculo Capital Próprio Método 2

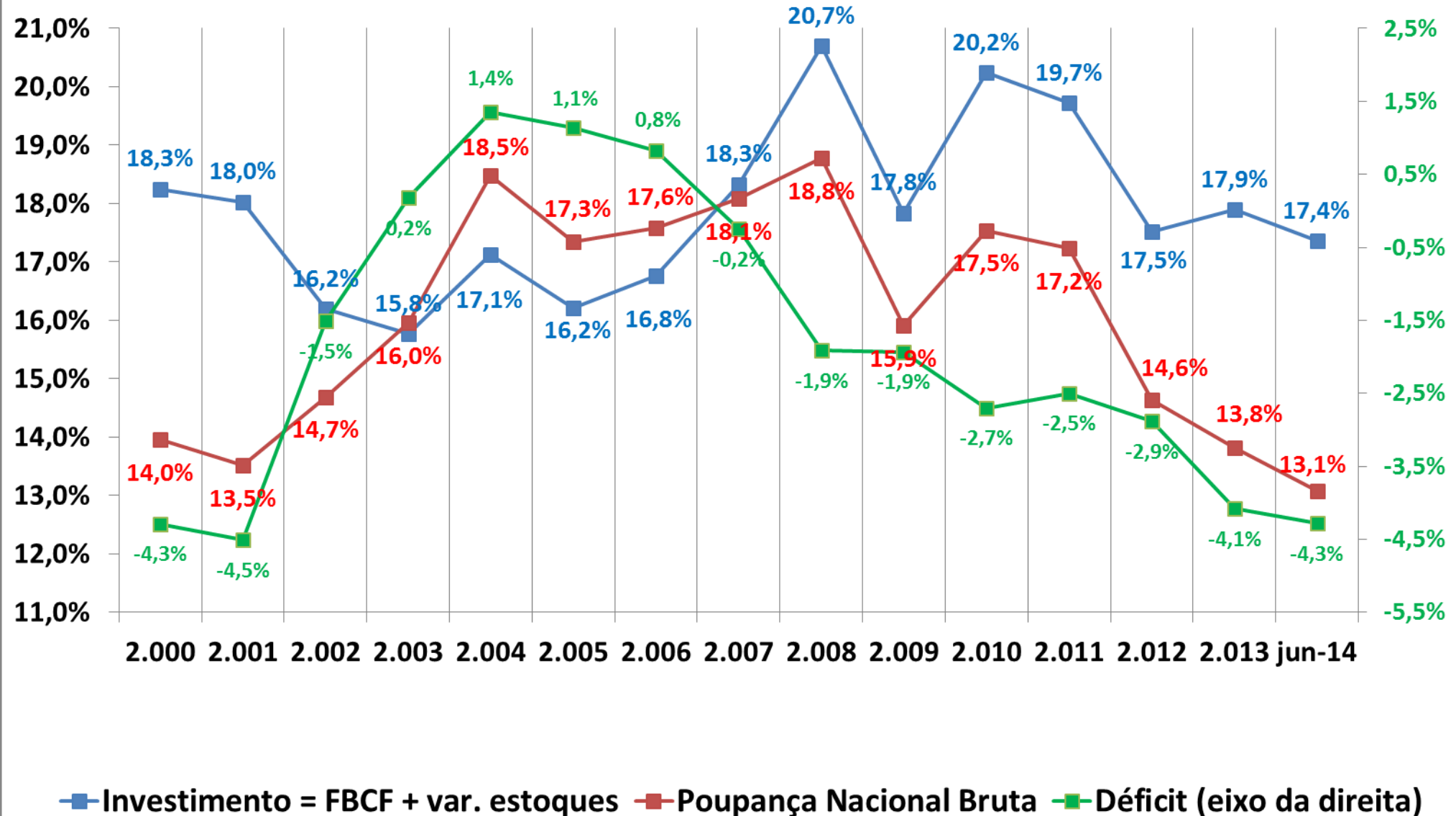


Evolução do Financiamento de Entidades Não Financeiras – mercado doméstico – operações de dívida - % do PIB



Fonte: Contas Financeiras CEMEC

Investimentos e Poupança Nacional Bruta - em % do PIB



5. Observações finais

Observações finais

- 1. Investimento em infraestrutura é fator de qualidade de vida, redução de custos, produtividade e nas atuais condições é importante para retomada do crescimento;**
- 2. Desafios:**
 - a. Aumentar participação do setor privado com modelo de financiamento de concessões e PPPs sustentável a preços de mercado, respeitando critérios de modicidade tarifária, equidade e eficiência econômica**
 - b. Recuperar poupança do setor público**
- 3. Mercado de capitais: mercado de debentures incentivadas tem sinais positivos**

Observações finais

4. Desafios para viabilizar project finance

- a. Foco: mitigar riscos do fluxo de caixa e reduzir custo de capital**
- b. Riscos pré-operacionais: melhorar qualidade dos projetos, cronologia de licenciamento ambiental, mercado segurador**
- c. Reduzir riscos regulatórios e jurídicos:**
 - i. marcos regulatórios funcionais**
 - ii. agencias reguladoras – órgãos do Estado, técnicas e independentes**

Observações finais

- e. Saneamento: estabelecer padrões de melhores praticas de concessões e PPPs, promover convênios municipais**
- f. Dinamizar mercado de divida corporativa:**
 - i. Transparência, proteção ao investidor (NMRF)**
 - ii. Mercado secundário: fundo de liquidez, formação de mercado e precificação confiável**
- g. Aperfeiçoar modelos de financiamentos para otimizar sinergia de BNDES, bancos privados, companhias de seguros, e instrumentos do mercado de capitais**

OBRIGADO

crocca@uol.com.br

cemec.ibmec@gmail.com

(11) 98255 2423

(11) 2184 5728