

**Infraestrutura logística**  
**O Papel do Mercado de Capitais**

**Rio de Janeiro 09/05/2017**

**Carlos Rocca - CEMEC – Centro de Estudos do Instituto IBMEC**  
**Diretor**

# **INDICE**

- 1. Investimento em infraestrutura, crescimento e participação do setor privado**
- 2. Condições para o financiamento privado de infraestrutura**
- 3. Nova politica de concessões: alguns pontos positivos**
- 4. Mercado de capitais e a concorrência dos títulos públicos**
- 5. Conclusões**

# **1. Investimento em infraestrutura, crescimento e participação do setor privado**

# Investimentos em infraestrutura e retomada do crescimento

## Investimento em infraestrutura:

- a. Não tem problemas de insuficiência de demanda; questão é insuficiência de oferta; últimos 15 anos Brasil investe 2,2% do PIB; 3% para cobrir depreciação; necessidade de 4 a 6% do PIB próximos 20 anos (\*)
- b. Curto prazo: efeito multiplicador: mais renda e emprego;
- c. Médio e longo prazo: menos custo, mais produtividade, melhor qualidade de vida;
- d. Impacto positivo em longa cadeia de oferta industrial
- e. Componente estratégico para aumentar investimentos e retomar crescimento.

(\*) Fonte: (2016) CNI - Financiamento do investimento em infraestrutura no Brasil : um a agenda para sua expansão sustentada

# **Participação do setor privado é essencial**

## **1. Limitações do setor público:**

- a. Não tem recursos para financiar: poupança negativa, dívida bruta /PIB crescendo;**
- b. Execução de projetos nos últimos anos: menos de 50% do orçamento existente.**

## **2. Participação do setor privado é essencial:**

- a. Recursos de poupança**
- b. Capacidade de execução**
- c. Melhor governança**

# **Modelo antigo de concessões reforça dependência de recursos públicos**

- 1. 2013: Execução do programa de concessões em rodovias, aeroportos foi acelerada;**
- 2. Modelo não favorece 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; maior participação do BNDES, CEF, Tesouro (\*)**
  - c. Qualidade dos projetos e insegurança jurídica e regulatória aumentam prêmio de risco e elevam taxa de retorno requerida por investidores privados e tarifas do serviço.**

**(\*)Em 2014 BNDES, CEF + recursos com garantia do Tesouro: 83% da dívida - Fonte: Carta de Infraestrutura 18072016**

## **2. Condições para o financiamento privado de infraestrutura**

# **Condições para o financiamento privado de infraestrutura**

## **1. Modelo de concessão deve promover:**

- a. Maior aumento de investimentos de infraestrutura nos próximos anos;**
- b. Participação preponderante de poupança e investidores privados: sustentável a preços de mercado;**
- c. Respeitar critérios de tarifa realista, equidade e eficiência econômica;**
- d. Concessão de subsídios: com transparência no orçamento quando existir (PPP).**



# **Condições para o financiamento privado de infraestrutura**

- 2. Compatibilizar tarifa justa com retorno de mercado para investidores**
  - a. Induzir forte concorrência nos leilões;**
  - b. Mitigar riscos para reduzir taxa de retorno e prêmios de risco requeridos por investidores, tarifas menores e viabilizar modelo de project finance :**
    - i. projetos de alta qualidade, seguros garantia, performance bond (\*)**
    - ii. marcos regulatórios funcionais;**
    - iii. segurança jurídica e regulatória; agencias reguladoras independentes**

**(\*) Dados de 20 projetos de infraestrutura: prazo médio + 106%; custo + 49%. Fonte Inter B – Valor Setorial 05/2016 ; Posição do Brasil no processo de contratação de obras 169 total de 183 países – Doing Business Banco Mundial**

# **Condições para o financiamento privado de infraestrutura**

## **3. Financiamento dos investimentos:**

- a. recuperar poupança do setor público**
- b. desenvolver mercado segurador**
- c. otimizar sinergia de BNDES, bancos privados, cias. de seguros e mercado de capitais**
- d. criar condições favoráveis para investidores institucionais e estrangeiros**

### **3. Nova política de concessões: pontos positivos**

# **NOVA POLITICA DE CONCESSÕES**

**MP 727 de 12/05/2016:**

- 1. Cria o PPI – Programa de Parcerias de Investimentos**
- 2. Cria o Conselho do PPI da Presidência da Republica- funções :**
  - 1. Órgão gestor das PPPs federais (Lei 11.079/2004)**
  - 2. Cons. Nacional de Integração de Politicas de Transporte (Lei 10.233/2001)**
  - 3. Conselho Nacional de Desestatização (Lei 9491 de 1997)**

## **3. Membros:**

**Presidência: Presidente da Republica**

**Secretario Executivo do PPI**

**Ministros: Fazenda, Planejamento, Transportes, Meio ambiente, Pres. BNDES**

**4. Primeira reunião: 13 de setembro 2016**

# **NOVA POLÍTICA DE CONCESSÕES**

## **1. Mitigação de riscos :**

- 1. Segurança jurídica e regulatória: agencias reguladoras e poder concedente**
- 2. Edital somente após licença ambiental prévia**
- 3. Projetos de boa qualidade**
- 4. FGIE (Fundo Garantidor de Infraestrutura) da ABGF (Agencia Brasileira Gestora de Fundos Garantidores ): riscos não gerenciáveis**

## **2. Estimulo à concorrência nos leilões**

- 1. Empresas estrangeiras : criação de ambiente favorável**
- 2. Contrato de concessão não é contrato de obra: proibição e ou limitações de contratos entre partes relacionadas (apoio do CADE)**
- 3. Prazos: 45 para 100 dias- edital/ leilão; 1 ano na área de óleo e gás**

# **NOVA POLITICA DE CONCESSÕES**

## **3. Tarifas e taxas de retorno**

- a. Tarifa realista versus foco exclusivo em modicidade tarifária**
- b. Não tabelar taxas de retorno**

## **4. Modelo de financiamento a ser definido:**

- a. BNDES: maior participação como coordenador e garantidor \***
- b Recursos do FI FGTS: hipótese aquisição de LF dos bancos comerciais; bancos financiam projetos;**

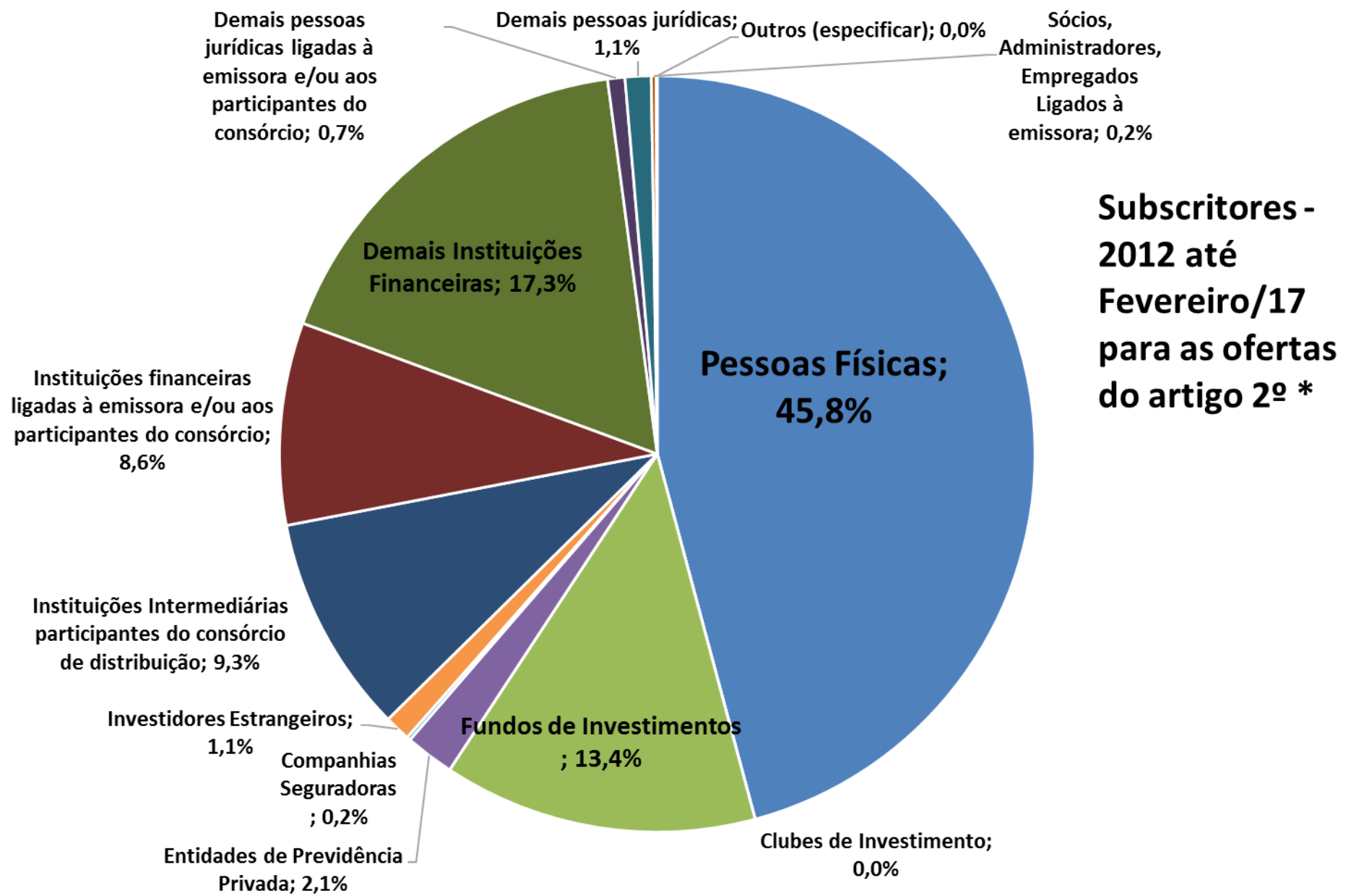
**(\*) Entrevistas de Maria Silvia Bastos Marques – Presidente do BNDES**

## **4. Mercado de capitais no financiamento de infraestrutura**

## Emissões de Debêntures Incentivadas – 12431 art. 2º

Setor	Volume (R\$ Milhões)	Part.	Número de Séries	Part.
Aviação e Aeronáutica	900	4,5%	9	8,5%
Energia Elétrica	7.053	35,3%	55	51,9%
Mineração	2.350	11,8%	6	5,7%
Petróleo e Gás	1.679	8,4%	6	5,7%
Saneamento	190	1,0%	2	1,9%
TI e Telecomunicações	370	1,9%	2	1,9%
Transporte e Logística	7.437	37,2%	26	24,5%
<b>Total (Artigo 2º)</b>	<b>19.979</b>	<b>100,0%</b>	<b>106</b>	<b>100,0%</b>





# Participação de debentures no financiamento é relevante

Fonte: Secretaria de Acompanhamento Econômico MF 06/2016

Setores	Invest. R\$ Milhões Total	Debêntures Incentivadas	%
Rodovias	21.548,66	5.553	25,8%
Ferrovias	19.612,96	3.293	16,8%
Transmissão	2.518,63	806	32,0%
UHE - Hidrelétricas	18.440,55	1.487	8,1%
UTE - Termelétrica	329,38	300	91,1%
PCH	233,50	165	70,7%
Gás Canalizado	4.242,96	734	17,3%
Eólica	5.368,98	1.146	21,3%
Comunicações	4.262,14	640	15,0%
Saneamento	288,09	190	66,0%
Aeroportos	8.887,90	900	10,1%
Portos	2.551,85	436	17,1%
<b>TOTAL</b>	<b>88.285,60</b>	<b>15.650</b>	<b>17,7%</b>

**Existem 16 Fundos de Infraestrutura Lei nº 12.431 R\$ mil  
06/2016**

<b>Fundos de Infraestrutura</b>	<b>Debêntures (Incentivadas)</b>	<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>% Debêntures Incentivadas</b>
FIRF-IE Bradesco	12.680	84.013	15,1%
FIRF-IE XP Crédito Privado	86.945	90.210	96,4%
FIRF-IE CSHG AS 7.7 Infra	23.379	26.920	86,8%
FIRF-IE CSHG 392 - Infra	143.938	153.106	94,0%
FIRF-IE TFO CSHG - Infra	14.117	29.793	47,4%
FIRF-IE Azienda	30.899	43.036	71,8%
FIRF-IE CSHG Omega - Infra	100.089	133.851	74,8%
FIRF-IE CA Indosuez Infra	2.165	44.564	4,9%
FIRF-IE Brasil Plural Master	105.133	112.820	93,2%
FIRF-IE Bonsucesso Crédito	6.372	9.031	70,6%
FIRF-IE Alocação	44.745	60.964	73,4%
FIRF-IE Fator	59.622	83.975	71,0%
FIRF-IE XP HEDGE Multimercado C. Privado	7.622	8.852	86,1%
FIRF-IE Infra Incentivado	974	18.308	5,3%
FIC-IE RB Capital Master C. Privado	4.280	17.468	24,5%
FIRF-IE SDEUX Multimercado C. Privado	7.567	8.491	89,1%
<b>Total Geral</b>	<b>650.529</b>	<b>925.401</b>	<b>70,3%</b>

**De acordo com o disposto na Lei 12.431/11 os Fundos FIRF-IE (Fundo de Investimento em Renda Fixa) deverão aplicar no mínimo 85% do PL. em ativos de Infraestrutura.**

**Porém, nos dois primeiros anos contados da data da primeira integralização o percentual mínimo de ativos de Infraestrutura poderá ser mantido na casa de 67% do PL.**

**O prazo máximo para esse enquadramento no percentual mínimo de investimento é de 180 dias contados a partir da primeira integralização.**

# **Debentures incentivadas: institucionais e estrangeiros ainda não entraram**

- 1. Volume pequeno (R\$ 20,2 bilhões) e sem continuidade de emissões;**
- 2. Forte demanda de pessoas físicas (3x oferta) comprimiu spread**
- 3. Desafios:**
  - 1. Institucionais não entraram: prêmios de risco x NTN-B, avaliação de risco de crédito; liquidez; carteira R\$ 3,6 trilhões; 70% tit. públicos**
  - 2. Estrangeiros: carteira de títulos públicos R\$ 472 bilhões; 86% pré fixados; 20% + de 5 anos.com risco cambial; mas não compram debentures;**
  - 3. Liquidez no mercado secundário**
  - 4. Concorrência de títulos públicos: destinação de poupança, taxa de juros**

# Participação de debêntures corporativas na carteira de institucionais é de apenas 3.5%

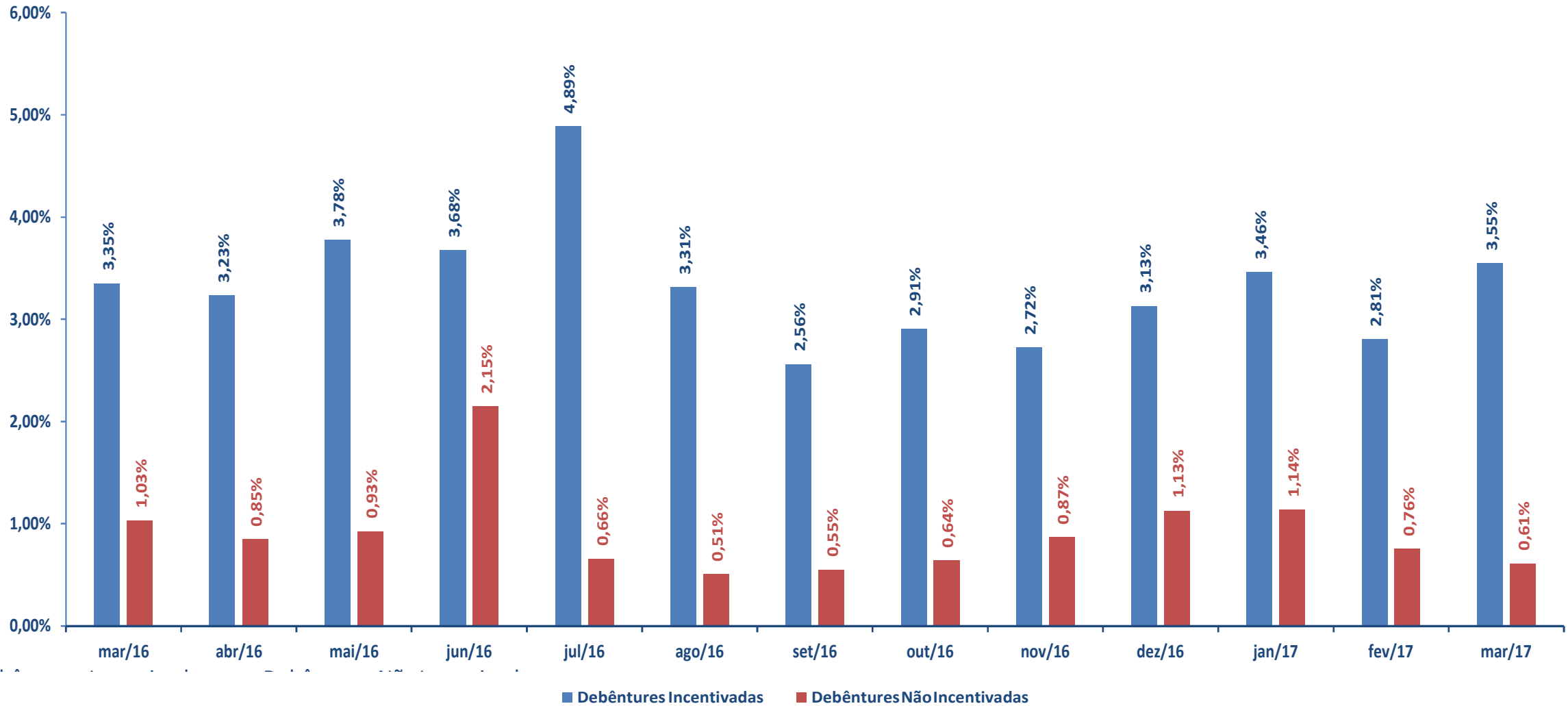
12/2016 – R\$ milhões

Entidades	Carteira	Debêntures	%
<b>Fundos de pensão</b>	<b>753.367</b>	<b>21.565</b>	<b>2,90%</b>
<b>Fundos de investimento líquido</b>	<b>2.007.085</b>	<b>86.247</b>	<b>4,30%</b>
<b>Cias de Seguros</b>	<b>172.563</b>	<b>2.400</b>	<b>1,40%</b>
<b>EAPPs</b>	<b>645.329</b>	<b>9.680</b>	<b>1,50%</b>
<b>Capitalização</b>	<b>42.349</b>	<b>2.098</b>	<b>4,90%</b>
<b>INSTITUCIONAIS</b>	<b>3.620.693</b>	<b>121.990</b>	<b>3,37%</b>

Fonte: PREVIC, SUSEP, ANBIMA e CETIP Elaboração : CEMEC

# Debêntures Incentivadas x Debêntures Não Incentivadas

## Comparativo Giro (Volume Negociado/Estoque Mercado)



# Premio de risco de debêntures incentivadas favorece investidor pessoa física (IR=0); é insuficiente para atrair institucionais

Debentures x NTN B	Taxa Média + IPCA	Taxa Média ex IR
Debentures Infraestrutura	7,03	7,03
Título Público (NTN B)	5,57	4,73
Spread b.p.	<b>138</b>	<b>219</b>

Fonte: ANBIMA e Tesouro Nacional Elaboração: CEMEC –  
Taxas médias das emissões de NTN-B de 08/2012 a 12/2014

Debentures x LTN F	Taxa Média	Spread b.p.
Debentures Não Residentes	12,82	<b>106</b>
Título Público (NTN F)	11,64	-

Fonte: ANBIMA e Tesouro Nacional Elaboração: CEMEC  
Taxas médias das emissões de NTN-F de 08/2012 a 12/2014

# **Fatores limitantes das debentures incentivadas para os institucionais: opinião dos gestores**

**Com juros elevados de NTN-B (> taxa atuarial), risco de crédito baixo e alta liquidez, debentures incentivadas não tem atratividade:**

## **1. Riscos:**

- 1. De construção, regulatórios e jurídicos: são considerados elevados**
- 2. Avaliação : complexa, requer pessoal especializado e de alto custo**
- 3. Volume a ser investido não compensa:**
  - 1. Volume de debentures tem sido pequeno**
  - 2. Requisitos de diversificação reduzem valor a ser investido: custos não compensam**
  - 3. Não há continuidade de emissão (inexiste pipeline)**
  - 4. Não constituem classe de ativos com benchmark, etc.**

## **2. Premio de risco: isenção de IR para pessoa física comprime premio de risco**

## **3. Baixa liquidez**



# **Fatores para aumentar participação de institucionais e estrangeiros nos projetos de infraestrutura**

- 1. Redução da taxa de juros de títulos públicos**
- 2. Mitigação de riscos de construção: qualidade dos projetos, performance bond**
- 3. Mitigação de riscos jurídicos e regulatorios**
- 4. Aumento do volume de emissões**
- 5. Continuidade: “pipeline”**
- 6. Liquidez no mercado secundário**
- 7. Ajustes na tributação de pessoa física/institucionais isentos**

# **Participação de investidores institucionais nos investimentos em infraestrutura - experiência internacional (\*)**

- a. Participação é pequena: cerca de 1% dos US\$ 80 trilhões**
- b. Potencial: grande volume de recursos de longo prazo buscam compatibilização com aplicações longas**
- c. Exploração do potencial:**
  - i. existência de ambiente regulatório e legal favorável, confiável e estável, respeito aos contratos;**
  - ii. pipeline de projetos bancáveis;**
  - iii. criação de uma classe de ativos, com “benchmarks”**

**(\*) Fonte: trabalhos da OECD, Banco Mundial, BIS:**

	<b>jun/16</b>	<b>Cenário Ajuste fiscal</b>
<b>NTN_B (10 anos)</b>	<b>6,1%</b>	<b>4,0%</b>
<b>Custo Capital Próprio Real</b>	<b>14,7%</b>	<b>7,9%</b>
<b>Custo de Mercado Real (debênt.)</b>	<b>12,2%</b>	<b>6,1%</b>
<b>Custo de Mercado Real (ex IR)</b>	<b>8,1%</b>	<b>4,1%</b>
<b>WACC (70% de Terceiros)</b>	<b>10,1%</b>	<b>5,2%</b>
<b>Tarifa do serviço</b>	<b>+ 52%</b>	<b>100</b>

## **5. Conclusões**

# Conclusões

- 1. Investimento em infraestrutura é o principal instrumento de retomada do crescimento e do aumento de produtividade**
- 2. Financiamento privado de infraestrutura : modelo requer participação predominante do mercado de capitais;**
- 3. Projetos financiáveis: condições para project finance**
  - a. projetos de qualidade, com mitigação de riscos de construção (seguro garantia, performance bond);**
  - b. desenvolvimento do mercado segurador**
  - c. segurança jurídica e regulatória;**
  - d. otimização de sinergia entre BNDES, CEF, mercado de capitais , bancos comerciais.**

## **Conclusões**

- 4. Nova politica tem vários pontos positivos para gerar projetos financiáveis; reunião do Conselho do PPI em 13/09/2016.**
- 5. Mercado de capitais - alguns desafios :**
  - 1. Ajuste fiscal e recuperação da poupança do setor publico reduz custo de capital e tarifas**
  - 2. Debentures incentivadas:**
    - 1. Entrada de institucionais: revisão de incentivos fiscais**
    - 2. Estrangeiros : grande potencial: taxas baixas no mundo; carteira de R\$ 466 bilhões de tit. públicos (86% pré) com risco cambial**
    - 3. Mitigação de riscos de construção, regulatórios e jurídicos**
    - 4. Pipeline: planejamento; banco de projetos**
    - 5. BNDES: selo de qualidade (=IFC); garantias na fase construção**
    - 6. Liquidez no mercado secundário**

**OBRIGADO**

[crocca@uol.com.br](mailto:crocca@uol.com.br)