

## **Privatizações- O modelo para o século XXI**

### **Mercado de dívida corporativa e o financiamento de investimentos de infraestrutura**

**12 de dezembro de 2016**

**Carlos A. Rocca**

**1. Diretrizes da nova política de concessões são favoráveis à participação do setor privado**

# **Nova politica de concessões: alguns elementos**

## **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: alguns elementos**

## **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;**
- e. depósitos judiciais**

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

# **Retomar crescimento: Investimento privado em infraestrutura**

- 1. Condições atuais são negativas para o investimento privado: capacidade ociosa, muitas empresas com endividamento elevado e taxas de retorno inferiores ao custo de capital**
- 2. Infraestrutura: excesso de demanda, grandes oportunidades**
- 3. Linhas gerais da política de concessões são favoráveis ao investimento privado, anuncia condições favoráveis para entrada de construtoras e investidores estrangeiros**
- 4. MP 752 busca destravar investimentos de concessões existentes**
- 5. Condições necessárias para acelerar investimentos: projetos executivos de qualidade; segurança jurídica e regulatória.**

## **2. Mercado de capitais mostra potencial para financiar infraestrutura**

# 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>

**Foram criados vários fundos de Infraestrutura Lei nº 12.431/2011 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: sinais positivos

Emissões de debêntures incentivadas no âmbito da Lei 12.431/11 Jun2012 até Dez2015	Número de Emissões desde Jun2012 até dez 2015	Valor R\$ MM	Prazo médio em Anos - Soma(Valor de Face x Prazo)/ Soma(Valor de Face)	Prazo Máximo	TURNOVER Volume negociado em 2015 /Estoque
art.2o Infraestrutura	53	15.133	9,6	17,1	0,43
art.1o Não Residentes	10	6.033	9,4	12,5	0,03
Total lei 12.431 (*)	63	21.166	9,9	17,1	0,40
Demais Debêntures Não Leasing	834	206.707	4,7	20,3	0,13

Fonte: Secretaria de Acompanhamento Econômico MF , ANBIMA e CETIP

Elaboração: CEMEC

(\*) Apenas 10,2% das demais debentures não leasing

## **Investidores: Predomínio de pessoa física (\*) institucionais ainda não entraram no mercado (até 06/2016)**

<b>Investidor</b>	<b>ICVM 400</b>	<b>ICVM 476</b>
<b>Pessoas Físicas</b>	<b>63,7%</b>	<b>19,2%</b>
<b>Fundos de Investimento</b>	<b>9,2%</b>	<b>18,4%</b>
<b>Institucionais</b>	<b>3,7%</b>	<b>1,2%</b>
<b>Inst. Financeiras</b>	<b>20,5%</b>	<b>55,5%</b>
<b>Investidores Estrangeiros</b>	<b>2,1%</b>	<b>0,2%</b>
<b>Outros</b>	<b>0,7%</b>	<b>5,5%</b>

Fonte: Secretaria de Acompanhamento Econômico MF

Elaboração: CEMEC

(\*) Demanda de 2,5 a 3 vezes maior que oferta no bookbuilding

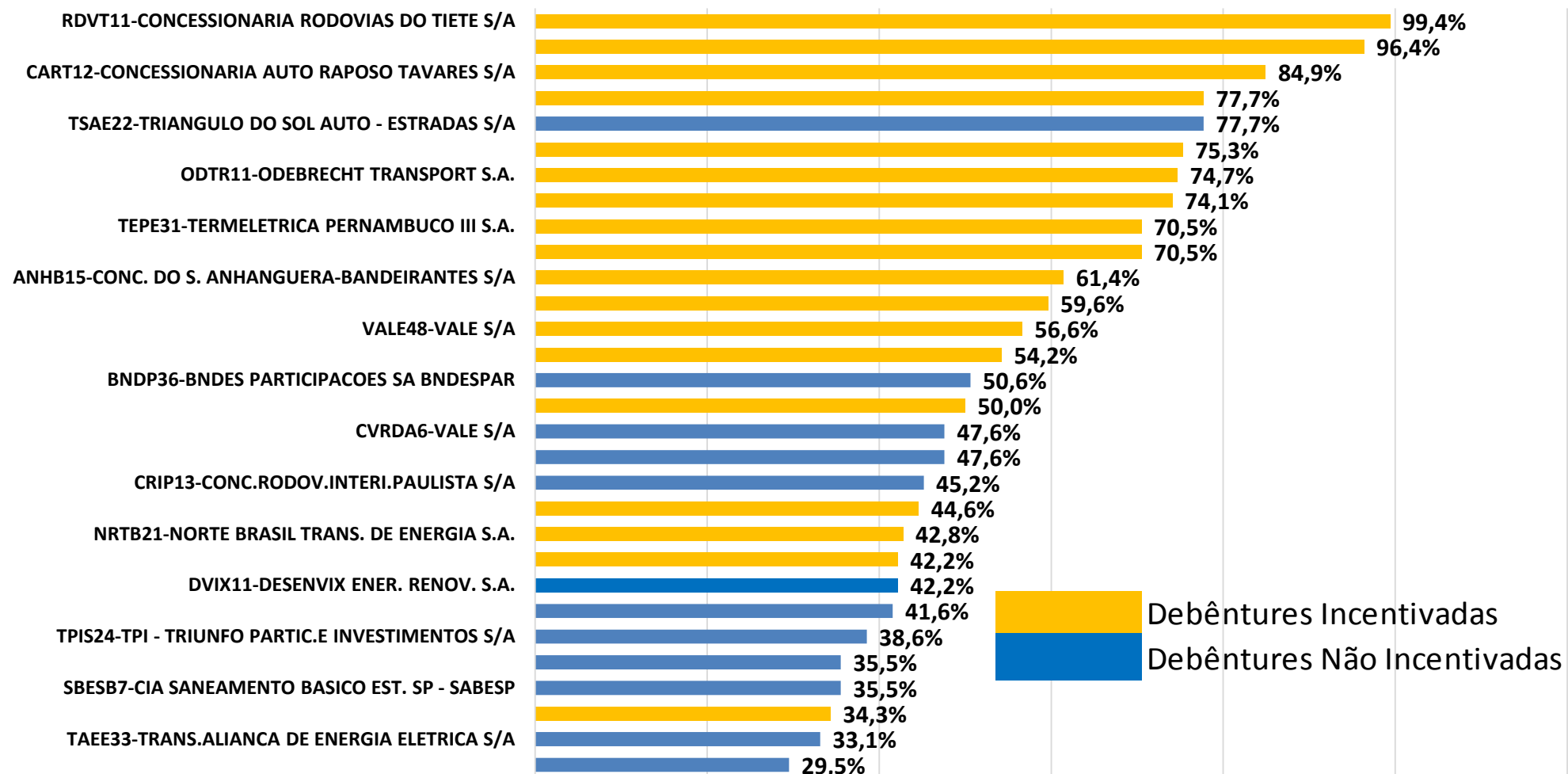
# **Debentures incentivadas tem mais liquidez que as normais**

## **Razões:**

- 1. Forte participação de pessoas físicas: Family Offices, Private Bank**
- 2. Formador de mercado (market maker):**
  - a. BNDES: contratação compulsória de formador de mercado nos projetos financiados pelo banco**
  - b. ICVM 400: 5% das debentures ofertadas preferencialmente destinado ao formador de mercado**

# Liquidez melhor que debentures comuns

## Presença em Pregão - 2014 (\*)



(\*) Turnover 0,68 – próximo do turnover das ações

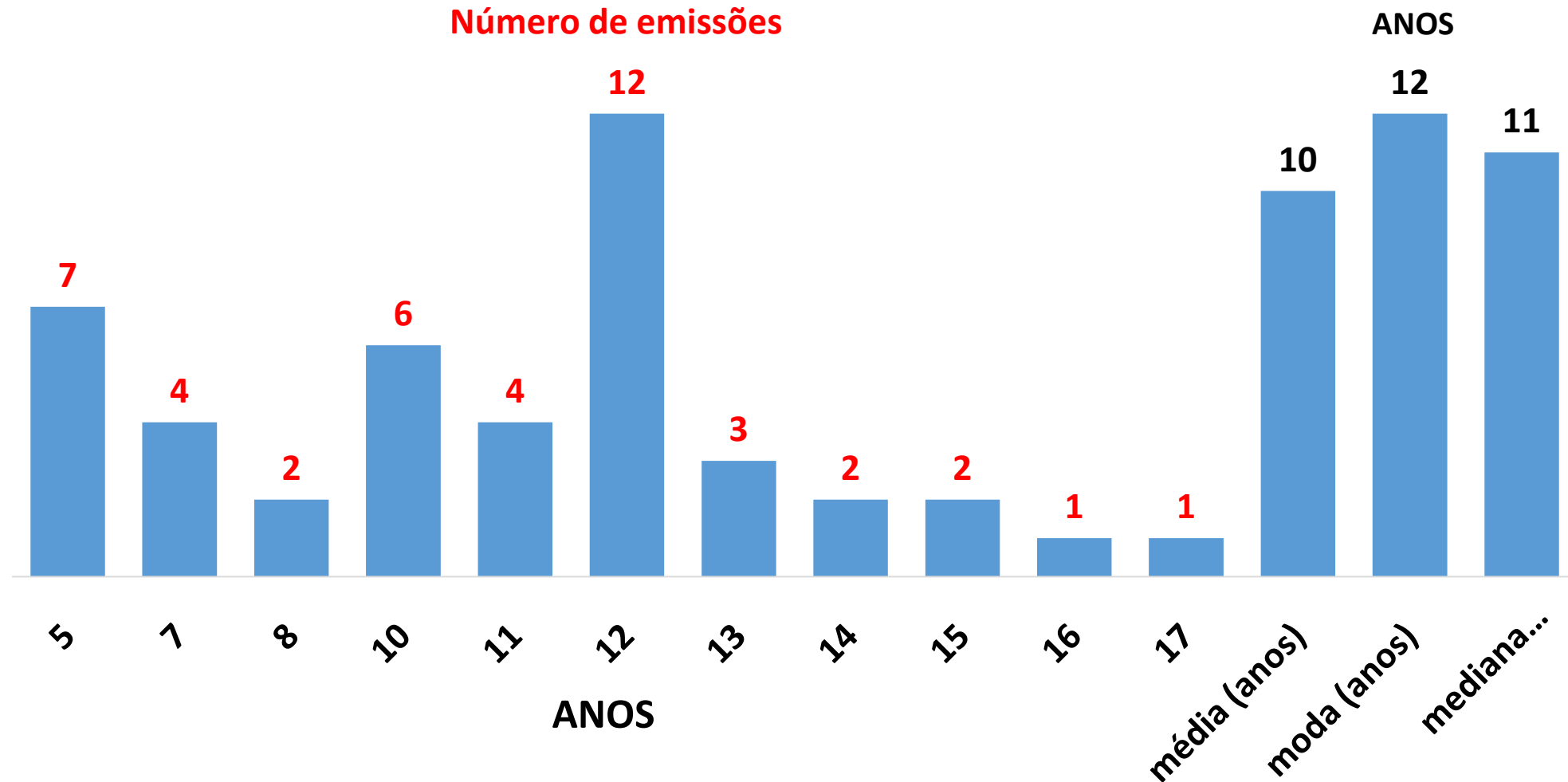
## Debentures incentivadas art. 2º 2.431 por rating (até 06/2015)

Rating	Número de Debentures	Número de Emissões	Valor R\$ MM	Preço IPCA + Taxa	Prazo em Anos	Duration ponderada por valor	Spread sobre NTN_B de prazo equivalente
AAA	12	8	3.426	5,65	8,5	5,4	0,23%
AA	30	28	7.055	7,07	10,3	6,1	1,00%
A	4	4	1.190	7,03	11,0	7,3	1,56%
Total	46	40	11.671	6,70	9,9	6,0	0,85%

## Debêntures de Infraestrutura beneficiam emissores: tem custo menor que debentures comuns (até 06/2015)

Rating	Número de Debentures	Número de Emissões	Valor R\$ MM	Preço IPCA + Taxa	Prazo em Anos	Duration ponderada por valor	Spread sobre NTN_B de prazo equivalente	Diferença em relação à debent. Incentivada
AAA	13	8	4.405	5,1	6,7	4,8	0,50%	+0,27%
AA	26	15	8.531	6,3	8,6	4,9	1,69%	+0,69%
A	2	1	760	5,8	12,2	6,1	2,19%	+0,63%
Total	41	24	13.696	5,9	8,2	5,0	1,34%	+0,49%

# Limitação: Maioria das debentures de infraestrutura vence até 12 anos



## Concessionários usam debêntures regularmente (2012-06/2015)

<b>Empresas Concessionárias de Infraestrutura</b>	<b>NÚMERO DE EMPRESAS Abertas e Fechadas</b>	<b>NÚMERO DE EMPRESAS emitiram debêntures</b>	<b>%</b>
<b>Concessão rodoviária</b>	<b>58</b>	<b>40</b>	<b>69,0%</b>
<b>Concessão portos</b>	<b>8</b>	<b>3</b>	<b>37,5%</b>
<b>Concessão ferroviária</b>	<b>13</b>	<b>4</b>	<b>30,8%</b>
<b>Saneamento</b>	<b>65</b>	<b>21</b>	<b>32,3%</b>
<b>Energia elétrica</b>	<b>397</b>	<b>113</b>	<b>28,5%</b>
<b>Telecomunicações</b>	<b>76</b>	<b>11</b>	<b>14,5%</b>

Fonte: VALORPRO - Balanço das Empresas

Elaboração: CEMEC



**3. Porque investidores institucionais não entraram ?**

# Regulação não é limitante

Exceções: 3% cias de seguros; empresas fechadas nos fundos de pensão

<b>ATIVOS FINANCEIROS</b>	<b>CIAS SEGUROS</b>	<b>EFPC FUNDOS DE PENSÃO</b>	<b>REGIMES PRÓPRIOS UNIÃO, EST. E MUN.</b>
<b>Ações e debentures de SPE criada para viabilizar projetos de investimento</b>	<b>3%</b>	<b>20% (2)</b>	<b>-----</b>
<b>Cotas de FIDCs e cotas de Fundos de Investimento em cotas de FIDC</b>	<b>10%</b>	<b>20%</b>	<b>Max. 15% 15% aberto 5% fechado</b>
<b>Debentures de emissão pública de empresas não financeiras</b>	<b>80%</b>	<b>20% (2)</b>	<b>39% via Fundos de Investimento (3)</b>

## Institucionais tem 30% do estoque de Debêntures Corporativas 06/2016 – R\$ milhões

Institucionais (ANBIMA, ABRAAP,SUSEP)	107.035	30%
Estrangeiros (CVM)	14.441	4%
Outros Não Financeiros (CETIP)	64.363	18%
Instituições Financeiras (* por resíduo)	168.265	48%
TOTAL (CETIP)	354.104	100%

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

(\* ) Por resíduo

# Mas participação de debêntures corporativas na carteira de institucionais é de apenas 3.5%

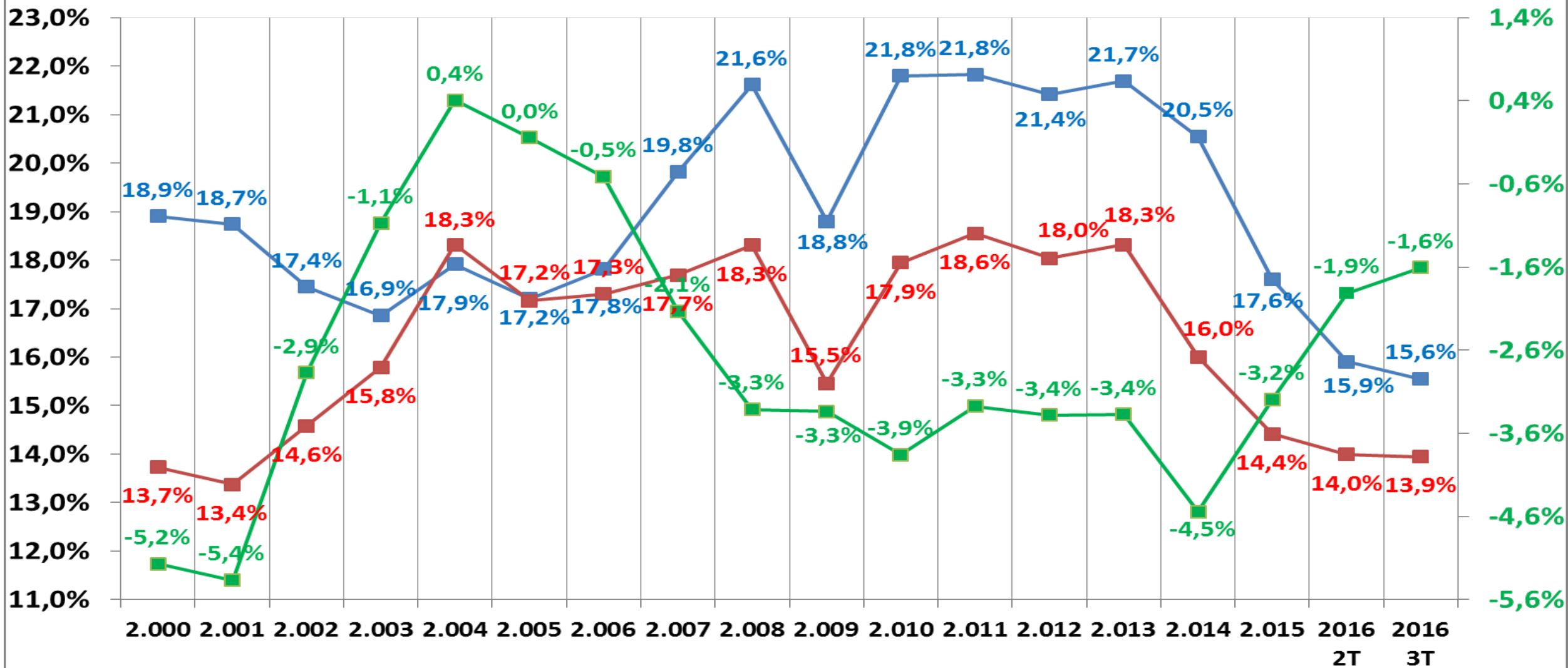
06/2016 – R\$ milhões

Entidades	Carteira	Debêntures	%
<b>Fundos de pensão</b>	<b>680.165</b>	<b>21.171</b>	<b>3,1%</b>
<b>Fundos de investimento líquido</b>	<b>1.832.827</b>	<b>81.496</b>	<b>4,4%</b>
<b>Cias de Seguros</b>	<b>160.607</b>	<b>2.224</b>	<b>1,4%</b>
<b>EAPPs</b>	<b>584.339</b>	<b>8.765</b>	<b>1,5%</b>
<b>Capitalização</b>	<b>44.140</b>	<b>2.143</b>	<b>4,9%</b>
<b>INSTITUCIONAIS</b>	<b>3.302.078</b>	<b>115.800</b>	<b>3,5%</b>

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

## **4. Desafios: baixa taxa de poupança e crescimento da dívida pública**

# Investimentos e Poupança Nacional Bruta - em % do PIB



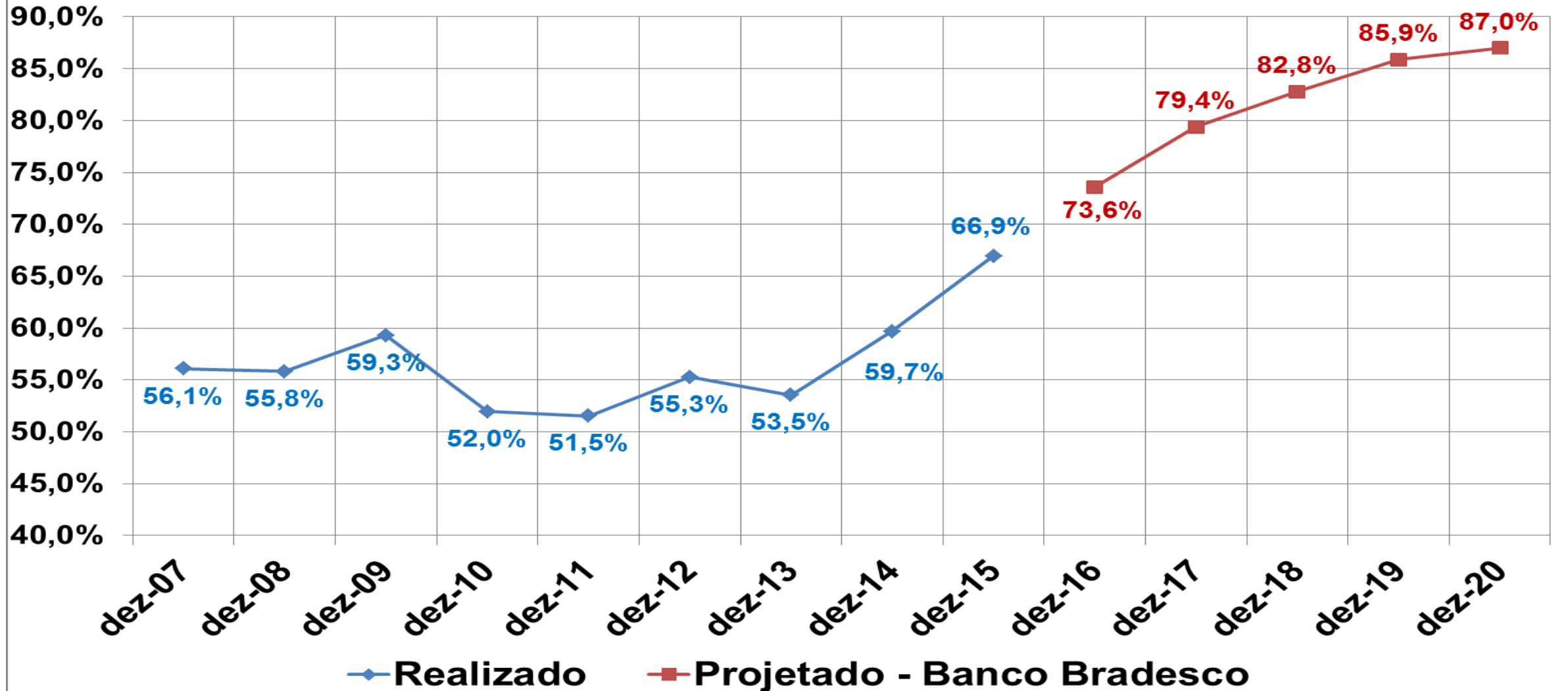
■ Investimento = FBCF + var. estoques 
 ■ Poupança Nacional Bruta 
 ■ Déficit (eixo da direita)

## **Taxa baixa de poupança e aumento de carga da dívida pública**

- a. Taxa de poupança de 13,9% é muito baixa;**
- b. Crescimento de 3% requer taxa de investimento de ordem de 20%;**
- c. Recuperação da poupança do setor público será muito lenta:**
  - Relação dívida/PIB cresce de 72% em 2016 para 87% em 2020, com ajuste**
  - Setor público aumenta sua participação no fluxo de crédito doméstico de 72% em 2015 para mais de 85% em 2020 ( projeção CEMEC).**

# Dívida/PIB cresce até 2020

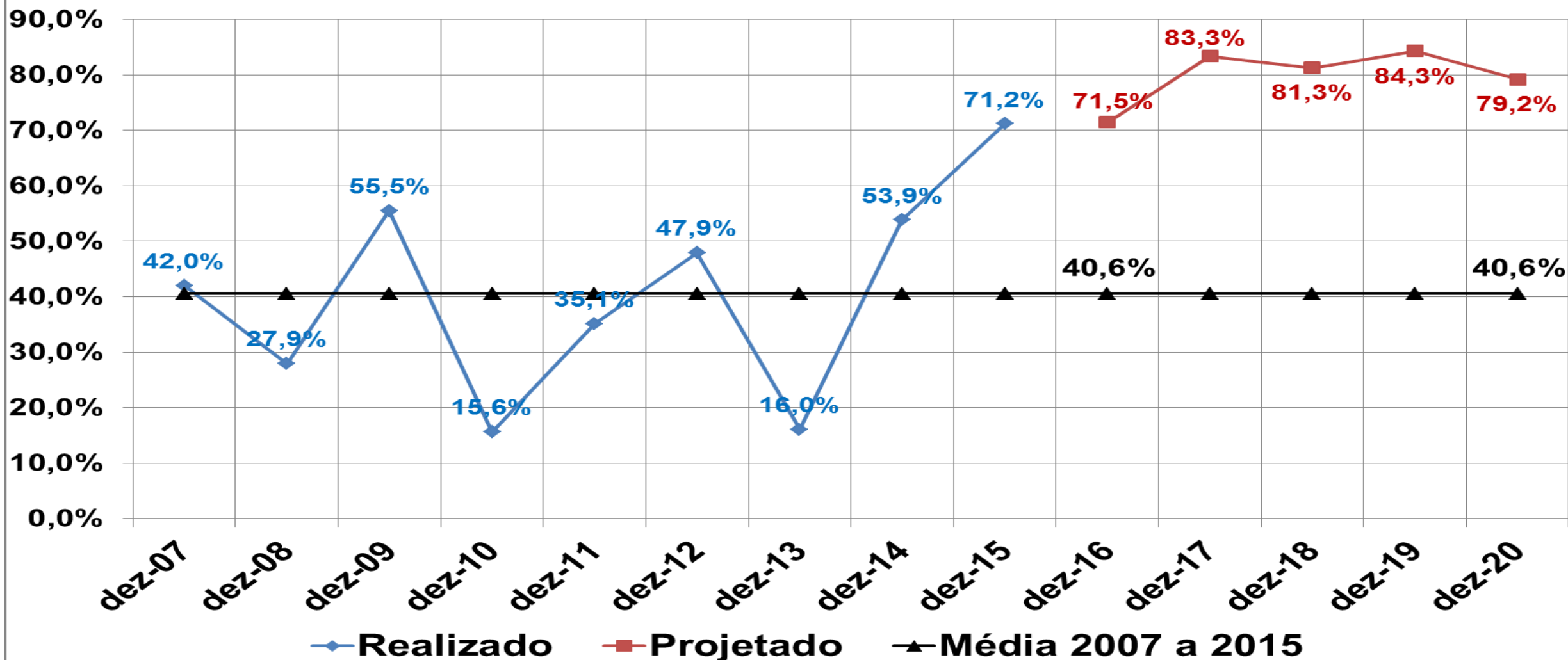
## Estimativa da Dívida Bruta do Governo





# Fluxo de operações de dívida no mercado doméstico apropriado pelo Governo % PIB

## Percentual do Fluxo de Poupança Apropriado pelo Governo



Hipóteses: PIB: cenário FOCUS; correlação entre dívida/PIB e fluxo de dívida apropriado pelo Governo

# **Poupança externa para acelerar crescimento**

**a. Oportunidade: cenário de permanência de excesso de poupança no mundo**

- Fatores demográficos**
- Previdência: taxas baixas, requer mais poupança**
- China, poupança adicional**
- Queda da demanda de investimento**
- Projeções FMI mantem taxas baixas até 2021**

**b. Absorção de poupança externa: abertura da economia e geração de déficit de conta corrente;**

**c. Risco de novo ciclo de valorização cambial?**

**d. Necessidade definir estratégia de crescimento**

## **5. Conclusões**

## Conclusões

1. Nova política de concessões é favorável ao financiamento privado de infraestrutura; desafio é acelerar o programa: geração de projetos executivos de boa qualidade, segurança jurídica e regulatória
2. Experiência com debentures incentivadas é positiva; investidores institucionais e estrangeiros não entraram nesse mercado
3. Criar condições favoráveis: revisão de tributação, liquidez no mercado secundário, mitigação de riscos cambiais?
4. Desafios: baixa taxa de poupança, lenta recuperação da poupança do setor público, crescimento da dívida pública;
5. Complementação da poupança externa: cenário ainda de liquidez; estratégia de crescimento com integração à economia mundial

**OBRIGADO**

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

**(11) 9 8255 2423**