

Financiamento do Investimento em Infraestrutura

Mauro Santos

mauoms@fgvmail.br

Item 5

Mercado de Capitais - Debt & Equity

O mercado de títulos, em especial as debentures de infraestrutura,
e o financiamento do investimento em infraestrutura

O mercado de participações diretas no capital da empresa (cotas e ações)
e o financiamento do investimento em infraestrutura

Sociedade Anônima

- As sociedades anônimas são empresas cujo capital está dividido por ações.
- Sociedades anônimas ou companhias podem ser:
 - abertas: admitidas à comercialização de títulos e valores mobiliários nos mercados organizados;
 - fechada: não admitidas à comercialização de títulos e valores mobiliários nos mercados organizados
- Por que optar uma sociedade anônima?
 - acesso ao mercado de capitais (títulos de dívida e ações).

Segmentos do Mercado Financeiro

- Mercado de títulos de dívida: mobiliza capitais de terceiros mediante endividamento.
 - Debentures (instituições não financeiras).
 - CDBs e CDIs (instituições financeiras).
 - Títulos públicos (governo).
- Mercado de títulos de propriedade: mobiliza capitais de terceiros mediante compartilhamento do poder decisório, sem implicações em termos de endividamento.

Ambientes de Comercialização dos Títulos Financeiros

- Mercado de bolsa:
 - mercado público;
 - regulamentação expressiva & altos custos de transação;
 - maior liquidez;
 - maior disponibilidades de mecanismos de proteção.

- Mercado de balcão (*OTC – Over the counter*):
 - mercado de publicidade restrita;
 - regulamentação discreta & custos de transação pouco expressivos;
 - menor liquidez;
 - menor disponibilidades de mecanismos de proteção.

Obs.: No balcão organizado as transações são intermediadas pela Cetip, segundo uma ampla regulamentação.

No balcão não organizado é maior o grau de informalidade, operam apenas investidores e corretoras.

Prazos dos Contratos Financeiros

- Prazo ou vencimento: período identificado nominalmente em contrato para a liquidação do valor integral da operação contratada.
- Maturidade: prazo médio para liquidação do principal do contrato de financiamento (ignora o valor dos cupons intermediários).
 - Pagamento Balloon: uma parcela do principal é paga ao final do contrato.
 - Pagamento Bullet: a integralidade do principal é pago ao final do contrato.
- Duração (*Duration*): prazo médio de liquidação das obrigações financeiras referentes a um contrato financeiro; considera todo o ciclo de pagamentos intermediários (cupons).

Prazo e *Duration* de Contratos Financeiros

- Exemplo de cálculo de uma *duration*: título de R\$ 100 milhões; contrato com prazo de quatro anos; taxa de retorno de 6% a.a.; e pagamento anual de cupons.

Tabela - Cálculo da <i>Duration</i> de um título			
Tempo	Pagamento	Valor Presente do Pagamento	Tempo * (Valor Presente/100)
1	6	5,66	0,057
2	6	5,34	0,107
3	6	5,04	0,151
4	106	83,96	3,358
Duration			3,673

Mercado de Títulos de Dívida (Debt)

Debentures

Mercado de Títulos de Dívida: Debentures (perfil)

- Valores mobiliários (títulos/bonds) representativos de dívida.
- Médio e longo prazo de quitação.
- Operações estruturadas (organizadas para atender uma finalidade específica).
- Banco de investimento:
 - estruturação e coordenador da emissão;
 - elaboração do prospecto: condições da emissão e do emissor;
 - condução do *due diligence process*: mobilização de publicização de informações sobre o emissor.
- Custos de transação elevados (inclusive custos tributários).

Título de Dívida: Debentures (Emissores & Investidores)

- Emissores de grande porte, banco e empresas não financeiras, organizadas sob a forma de S.A.:
 - emissão pública e
 - emissão privada.
- Investidores:
 - Investidores qualificados, em especial, bancos (inclusive o BNDES) e fundos de investimentos (inclusive o FI-FGTS).
 - Os investidores:
 - não participam do lucro, nem na gestão da empresa;
 - são remunerados com base em uma taxa de juros prefixada.

Mercado de Títulos de Dívida: Debentures

- Razões para emitir:
 - prazos médios maiores que os contratos de crédito;
 - maior grau de autonomia para estruturar contratos de endividamento:
 - flexibilidade para ajustar o calendário de amortizações ao fluxo de caixa da empresa.
 - possibilidade de diversificação dos credores;
 - conversão de contratos de crédito para alongamento da dívida, ou seja, alongamento do perfil do passivo (funding).

Mercado de Títulos de Dívida: Debentures

- Razões para comprar:
 - boa avaliação de rentabilidade & risco;
 - indexador: possibilidade de escolha de um indexador, por exemplo, a taxa dos certificados de depósitos interbancários (CDIs);
 - possibilidade de conversão em ações da companhia;
 - liquidez maior que as relacionadas a contratos de crédito.

Garantias

- Garantia baseada em ativos do emitente.
- Ordem de preferência em caso de liquidação do emitente.
- Responsabilização solidária por parte dos controladores.

Debentures Incentivadas

Debentures Incentivadas

- Título de renda fixa.
- Emissores:
 - SPEs constituída sob a forma de sociedade anônima; e
 - sociedades controladoras das SPEs.
- Captação orientada ao financiamento de projetos de investimentos.
- Observância das normas de governança corporativa estabelecidas pela CVM.
- Incentivo tributário: Imposto de Renda.

Perfil das Debentures Incentivadas:

- prazo médio superior a 4 anos;
- remuneração por taxa de juros prefixadas;
- vedação de recompra pelo emissor nos dois primeiros anos;
- periodicidade de pagamento de rendimentos de, no mínimo, 180 dias.

Incentivos BNDES orientados a consolidação do segmento de mercado:

- assumiu a condição de comprador, observado o limite de 30% dos lançamentos por empresa;
- permitiu ao emissor das debentures a disponibilização das mesmas garantias oferecidas nas operações de crédito contratadas com o Banco.

Procedimentos para Emissão

- Submissão de proposta ao ministério gestor da política de infraestrutura correspondente.
- Avaliação da proposição a luz das diretrizes estabelecidas pelo respectivo ministério.
- Emissão, ou não, da certificação de projeto prioritário.
- Oferta das debentures ao mercado de capitais.

Perfil das Emissões no Período 2012 a 2017

- Quantidade: 86 emissões:
 - Energia: 43 emissões
 - Transporte: 30 emissões
- Valor: R\$ 19,5 bilhões:
 - Energia: R\$ 10,7 bilhões
 - Transporte: R\$ 8,3 bilhões
- Ticket médio expressivo: em uma das emissões o ticket médio foi de R\$ 20 milhões.
- Prazo médio de vencimento: 9 anos.

Perfil das Emissões no Período 2012 a 2017

- Destinação:
 - projetos em construção: 25% & Projetos em operação: 75%.
 - concentradas em energia elétrica e transporte rodoviário.
- Garantias:
 - garantias reais em projetos em construção; e
 - quirográfica: projetos em operação (o debenturista concorre em igualdade de condições com outros credores, em caso de falência da companhia.)

- Comparação em relação ao mercado internacional:
 - emissões de portes menores;
 - prazos mais curtos;
 - representam menor parcela do *funding*; e
 - baixo acompanhamento de *credit enhancement* (melhora da qualidade do crédito, mitigação de riscos de crédito),
 - demanda concentrada em bancos e investidores pessoas físicas de alta renda,
 - baixa participação dos investidores institucionais.

Fundo de Investimento em Direitos Creditórios - FIDCs

(Securitização de Dívidas - Instrução CVM nº 356/2001)

Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIDCs

- Instrumento de financiamento especialmente relevante para a antecipação de recursos oriundos dos fluxos de caixa esperados de um projeto de investimento em infraestrutura.
- Exemplo: FISC BB Votarantim Higland de Infraestrutura
 - https://www.vam.com.br/fidc_ie_BBVH

Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIDCs

- O FIDC é uma comunhão de recursos que destina parcela acima de 50% do seu respectivo patrimônio líquido para aplicações em direitos creditórios.
- Direitos de crédito: fluxo de recebíveis, provenientes dos créditos pertencentes a empresa.
- Destinado a investidores qualificados.
- Os FIDCs são constituídos sob a forma de:
 - condomínio aberto: os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas de acordo com o disposto no regulamento do fundo, ou
 - condomínio fechado: as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo.

Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIDCs

- Componentes de uma emissão de FIDCs:
 - Cedente: emitente dos títulos representativos dos direitos creditórios;
 - Estruturador: organizador da operação de estruturação e lançamento dos títulos;
 - Custodiante: controle dos recebíveis, valida os direitos e liquida as operações;
 - Administrador: responsável legal pelo FIDCs.

Garantias

- O investidor, com frequência, não está exposto ao risco de crédito do cedente, mas sim dos responsáveis pelo pagamento de crédito (recebíveis):
 - os ativos cedidos ficam fora do alcance dos credores do emitente, mesmo em caso de falência.
- Garantias ofertadas pelo cedente:
 - contratos de seguro;
 - cotas subordinadas; etc.
- Existem aproximadamente 370 fundos em funcionamento, com patrimônio da ordem de R\$ 75 bilhões. Sendo que 13 FIDCs exclusivos da Infraestrutura.
- Os mais importantes são:
 - (i) FIDC CESP IV, lastreados em recebíveis de energia elétrica; e
 - (ii) FIDC Cedae/RJ, lastreados em contratos de comercialização de serviços de água e esgoto.

Mercado de Participações no Capital da Empres (Equity)

Investidores Institucionais:

Fundos de Investimento em Participações

Investidores Institucionais & Poupança Contratual

- Investidores institucionais: são instituições gestoras de poupança contratual, gerenciam grande quantidade de recursos de terceiros e observam horizontes de longo prazo.
- Poupança contratual: parcela da poupança voluntária entregue a terceiros para gerenciamento e disponibilidade de serviços esperados em um período futuro.
- Tipos de investidores institucionais:
 - fundos de pensão (fechados),
 - companhias de previdência privada (abertas),
 - seguradoras,
 - fundos de investimentos.

Fundo de Investimento em Participações – FIPs / Instrução CVM nº 391/2003

Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura - FIP-IE / Instrução CVM nº 460/2007

- É um fundo constituído sob a forma de um condomínio fechado, destinado a aquisição de ações, debentures e outros valores mobiliários, de companhias abertas ou fechadas.
- A participação é restrita a investidores qualificados e negociação em mercados regulamentados.
- Os aplicadores possuem cotas (fração do patrimônio) em valor proporcional ao capital investido.
- O FIP **participa do processo decisório nas companhias** em que possui participação, e exerce influência na gestão e na estratégia da companhia.

Fundo de Investimento em Participações (FIPs)

- Existem mais de 500 FIPs cadastrados na CVM, vinculados a mais de 200 instituições gestoras.
 - Categoria FIP infraestrutura
- Participação expressiva do capital estrangeiro e dos investidores institucionais.
- Alta compatibilidade com o perfil dos investimentos em infraestrutura:
 - Participação no capital da SPE
 - Aquisição de debentures emitidas pela SPE (observado o limite de 33% do capital investido pelo FIP).
- Incentivo ao aperfeiçoamento da governança corporativa e a abertura do capital em bolsa.
- O FII/FGTS é um exemplo de FIP.

Fundo de Investimento em Participações (FIPs)

- Participação do BNDES/BNDESPAR nos FIPs:
 - seleção de empresas gestoras de FIPs, por edital;
 - fundos com atuação preferencial: infraestrutura, base tecnológica, educação, saúde, economia criativa;
 - participação em até 20% em fundos de Private Equity, que investem predominantemente em empresas com faturamento superior a R\$ 150 milhões.
- Objetivo: estimular o empreendedorismo, o desenvolvimento de empresas inovadoras, as boas práticas de gestão e governança corporativa e a cultura de capital de risco no País.

Fundo de Investimento em Participações (FIPs)

Recomendação de leitura:

Relatório LAVCA Sector Focus: Infraestrutura & Energy Report.

Latin American Private Equity & Venture Capital Association (LAVCA)