



CONGRESSO
DE FUNDOS DE
INVESTIMENTO



Favor não circular

O financiamento da infraestrutura no Brasil

11 de Maio de 2017

Inter . B



CONGRESSO
DE FUNDOS DE
INVESTIMENTO



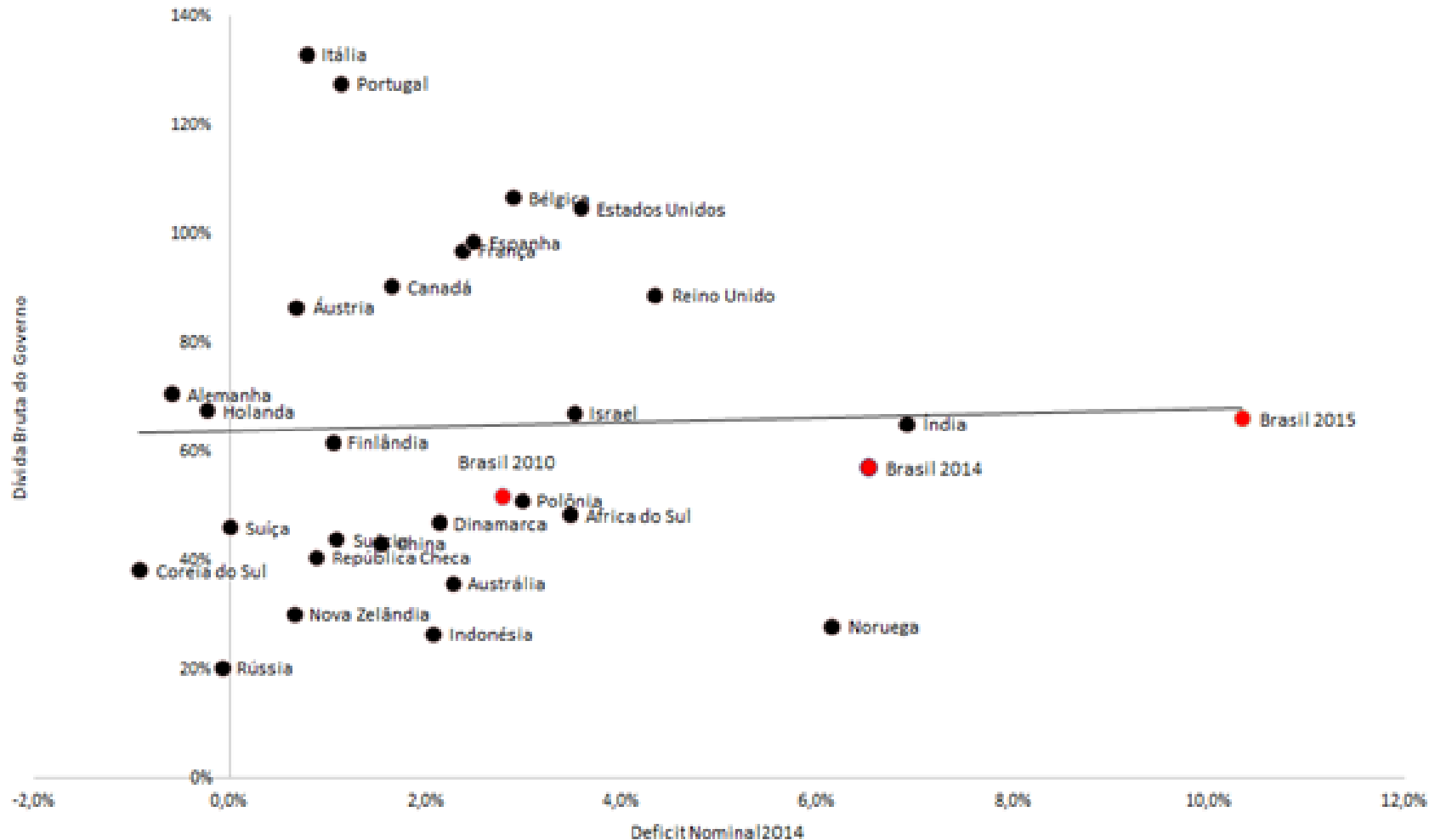
Panorama Mundial

Imperativo do financiamento privado

- ❑ Globalmente investe-se 3,7% do PIB em infraestrutura; 2,8% na AL; 1,7% no Brasil. Estima-se uma insuficiência no financiamento de 1,8% PIB, sob a premissa de 5,5% do PIB mundial como alvo.
- ❑ Obstáculos ao financiamento privado
 - Reticência dos bancos aos empréstimos de longo prazo [por conta do histórico problemático de muitos projetos];
 - Magnitude do prêmio de risco exigido pelos investidores de longo prazo, muitas vezes inviabilizando o projeto.
 - Desequilíbrio na alocação de risco público/privado – oportunismo bilateral; incerteza regulatória.
- ❑ Financiamento público enfrenta um elevado endividamento + déficits fiscais

Fragilidade fiscal do setor público

Dívida Bruta e Déficit Nominal
Países selecionados, 2014 e Brasil 2010, 2014 e 2015





CONGRESSO
DE FUNDOS DE
INVESTIMENTO



Os investimentos em infraestrutura no Brasil: o tamanho do desafio

O Colapso em 2015...em 2016

- Os investimentos em infraestrutura recuaram de R\$ 131,7 B (2,3% do PIB) para R\$ 124,4 B em 2015 (2,1% do PIB), e R\$105,9 B (1,7% do PIB) em 2016.

-19,6% nominais, ~-37,6% em termos reais

Investimentos em infraestrutura
por setor R\$ B

Setor	2014	2015	2016 (E)	Δ 16/14 (%)
Energia	38.0	40.6	34.7	- 8,68
Telecomunicação	29.3	26.9	25.2	- 13,99
Saneamento	12.3	9.5	9.7	- 21,14
Transporte	52.1	47.3	36.3	- 30,33
<i>Rodovia</i>	26.1	17.9	15.4	- 41,00
<i>Ferrovia</i>	7.2	7.4	5.7	- 20,83
<i>Mobilidade Urbana</i>	8.9	13.4	8.6	- 3,37
<i>Aeroporto</i>	5.4	3.4	2.4	- 55,56
<i>Porto</i>	3.8	4.3	2.7	- 28,95
<i>Hidrovia</i>	0.7	0.9	1.5	114,29
Total	131.7	124.4	105.9	- 19,59

Fontes: Companhias abertas (pública e privada); Siafi, CNI; Ipeadata; Portal Transparência; Banco Central e estimativas próprias.

Recuperação gradual a partir de 2017

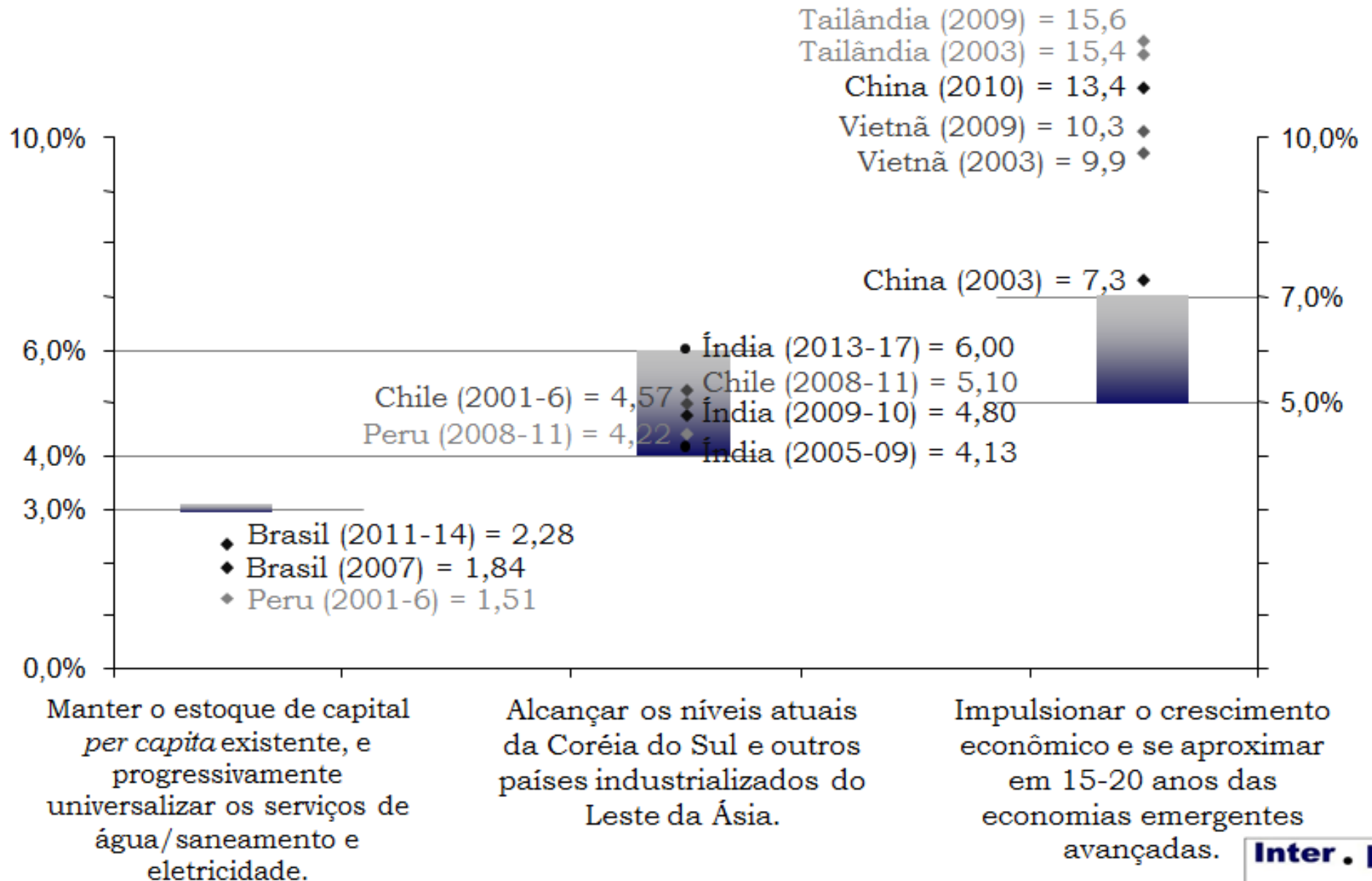
□...e retomada em 2018.

Investimento em infraestrutura por setor
2016-2018, R\$ bilhões nominais

Setor	2016 (E)	2017 (P)	2018 (P)	Σ 16-18
Energia	34.7	31.0	38.2	103,9
Telecomunicação	25.2	22.8	21.7	69,7
Saneamento	9.7	10,8	13,1	33,6
Transporte	36.3	48.9	62.9	148,1
<i>Rodovia</i>	<i>15.4</i>	<i>19.2</i>	<i>25.6</i>	<i>60,2</i>
<i>Ferrovia</i>	<i>5.7</i>	<i>8.0</i>	<i>11.3</i>	<i>25</i>
<i>Mobilidade Urbana</i>	<i>8.6</i>	<i>7.0</i>	<i>8.8</i>	<i>24,4</i>
<i>Aeroporto</i>	<i>2.4</i>	<i>5.4</i>	<i>6.2</i>	<i>14</i>
<i>Porto</i>	<i>2.7</i>	<i>7.3</i>	<i>9.0</i>	<i>19</i>
<i>Hidrovia</i>	<i>1.5</i>	<i>2.0</i>	<i>2.0</i>	<i>5,5</i>
Total	105.9	113.5	135.9	355,3

Fontes: Companhias abertas (públicas e privadas); Siafi, CNI; Ipeadata; Portal Transparência; Banco Central e estimativas próprias.

...não se compensa a depreciação per capita





CONGRESSO
DE FUNDOS DE
INVESTIMENTO



Quem Investe e quem Financia a Infraestrutura no Brasil?

Quem investe? Em 2014

- 54,3% Privado; 45,7% Público
- Transporte e eletricidade são um híbrido público-privado; telecomunicações é basicamente privado; e saneamento majoritariamente público.

Investimentos em infraestrutura por setor e instância
2014, em R\$ bilhões

Instância/Setor	Transportes	Energia Elétrica	Saneamento	Telecomunicações	Total
Governo Federal	13,5	0,0	1,7	0,0	15,2
Empresas Estatais	2,2	11,6	0,0	0,9	14,7
Empresas e Autarquias Estaduais/Munic.	13,5	5,1	9,1	0,0	27,7
Empresas Privadas	23,0	21,3	1,5	28,4	74,2
Total	52,2	38,0	12,3	29,3	131,8

E em 2016? Não muito diferente

□ 53,9% Privado e 46,1% Público

Investimentos em infraestrutura por setor e instância
2016, em R\$ bilhões

Instância/Setor	Transportes	Energia Elétrica	Saneamento	Telecomunicações	Total
Governo Federal	8,4	0,0	0,8	0,0	9,2
Empresas Estatais	0,7	14,5	0	0,7	15,9
Empresas e Autarquias Estaduais/Munic.	10,9	5,7	7,6	0,0	24,1
Empresas Privadas	16,5	14,4	1,2	25,2	57,4
Total	36,5	34,6	9,6	25,9	106,6

E o Financiamento? Em 2014...

- 73% BNDES; Debêntures de Infra 10,9%

2014, em R\$ bilhões		R\$ Bilhões	% do Total
Financiamento do Governo ou com aval do Tesouro	BNDES*	75,55	72,9
	CEF	8,12	7,8
	Empréstimos Multi e Bilaterais	3,99	3,8
	Fundos Especiais	1,70	1,6
	FI-FGTS	2,68	2,6
Fundos Privados	FIPs	0,25	0,2
	Debêntures de Infraestrutura	11,27**	10,9
Total		103,56	100,0

* CNAEs 35, 49, 52-53, 41-43, 61, 50, 36-39 e 41. **Incluído as debêntures incentivadas pela lei 12.431 e outras destinadas à projetos de infraestrutura que não foram emitidas via a lei. Valor debêntures incentivadas: R\$ 4.754 milhões.

Em 2016...62% BNDES

...E ampliação participação das debêntures

2016, em R\$ bilhões		R\$ Bilhões	% do Total
Financiamento do Governo ou com aval do Tesouro	BNDES	26,6	62,0
	CEF	6,0*	14,0
	Empréstimos Multi e Bilaterais	2,0*	4,7
	Fundos Especiais	1,0*	2,3
	FI-FGTS	0,7	1,6
Fundos Privados	FIPs	0,16	0,4
	Debêntures de Infraestrutura	6,43 **	15,0
Total		42,89	100,0

* Valores estimados; ** Incluído as debêntures incentivadas pela lei 12.431 e outras destinadas à projetos de infraestrutura que não foram emitidas pelo mecanismo previsto na lei. Valor debêntures incentivadas: R\$ 4.365 milhões.

Desafio para os próximos anos

- Ampliar o volume e a qualidade dos investimentos em infraestrutura, fundamental para produtividade da economia e bem-estar da população.
- Como criar as condições para que fontes privadas de financiamento assumam posição de maior relevância em horizonte previsível, dado que:
 - Bancos comerciais possuem dificuldade em competir com o *funding* altamente competitivo do setor público (FAT constitucional; FGTS; garantias do Tesouro).
 - Mercado de capitais: poupança direcionada para o Tesouro, que enfrenta o imperativo de financiar déficits nominais ~ 8-9% PIB e primários de + 2% do PIB nos próximos anos.



CONGRESSO
DE FUNDOS DE
INVESTIMENTO



Uma Agenda para a Retomada em Infraestrutura

O ponto de partida

- ❑ O investimento em infraestrutura deve se tornar uma ***política de Estado***. Requer portanto continuidade, estabilidade e previsibilidade.
- ❑ As chamadas “obras públicas” vão se manter relevantes por muitos anos. Ao mesmo tempo, as privatizações, concessões e PPPs vão ganhar maior protagonismo – estas últimas com especial ênfase em infraestrutura urbana.
- ❑ A resolução da questão fiscal é portanto fundamental, melhorando a qualidade dos gastos a partir da reavaliação de todos os programas relevantes, incentivos e desonerações fiscais.

A melhoria da qualidade em Infra I

- ❑ O ***planejamento é essencial***: definir prioridades, eliminar sobreposições, estabelecer um cronograma crível. Todos os investimentos devem ser sujeitos *ex-ante* a uma análise de custo-benefício séria e com publicidade.
- ❑ País concentra a execução e dispersa o planejamento (que é caótico). Lógica de governança invertida com um rationale – facilita a arrecadação de recursos ilícitos.
- ❑ Governo (vide Espanha): Planejamento + projeto conceitual + básico robusto + licenciamento ambiental = 1-5% da obra.

5% são um bem público; 95% privado

- ❑ O risco se concentra nos 5% ~ “pesquisa básica”: definir o marco temporal e geográfico de planejamento; concepção do projeto; projeção territorial e inserção no âmbito das macro-regiões; relacionamento/articulação multi-setorial.
 - Envolvimento das universidades e instituições de pesquisa; e da engenharia consultiva no país que necessita ganhar escala.

- ❑ Setor Privado: projeto executivo em que se otimiza o desenho/engenharia e se reduz custos. A competição deveria ser na qualidade da engenharia que define a TIR.

O envolvimento do setor privado...

- ...tem sido marginal. O CONIT, por exemplo, se reuniu duas vezes...Faltam mecanismos de participação dos agentes (e da sociedade).
 - Perde-se muita informação e há baixa eficácia, no sentido de traduzir planos em um “pipeline” com programas e ações concretas.
 - UK: National Infrastructure Delivery Plan – processo iterativo envolvendo a cadeia de suprimentos e a comunidade de investidores. Forte participação privada e elevada credibilidade.
 - *Rever o planejamento* em todos os setores: processo, institucionalidades, mecanismos, resultados e como se dá sua aferição.

A melhoria da qualidade II: execução

- ❑ Não deve se dar partida a uma intervenção física ou uma obra sem **projeto básico e executivo** – este último proposto pela parte privada-, sem orçamento confiável, e sem mecanismos eficazes e transparentes de fiscalização e acompanhamento.
 - Maior transparência, com a disponibilização de ferramentas de acompanhamento que possam levar à correção dos problemas.
 - Importante permitir a sociedade acompanhar os projetos individualmente, principalmente quanto ao seus custos e cronograma de execução.

Ampliar o investimento privado

- ❑ Fundamental ***melhorar a regulação***, reduzindo a incerteza regulatória e as intervenções ad-hoc no mercado.
 - As agências necessitam de autonomia decisória e financeira; e não serem usadas – em nenhuma hipótese – como objeto de barganha política. Fazê-lo é aumentar o risco regulatório e o prêmio de risco de investir em infraestrutura.
 - Estados mais pobres, (consórcios de) municípios devem mirar arranjos simplificados: multisetoriais; terceirizados (para outros entes públicos ou privados).

Algumas dimensões do “derisking”

- ❑ Promover a circulação do capital congelado em ativos de infra: há um estoque de *brownfields* que leva ao represamento do *greenfield*.
- ❑ *Importante haver um gradiente de oportunidades.*
 - Número significativo de negócios e ativos “presos” na LJ.
 - Como “ring fence” esses ativos de forma que possam ser transferidos sem risco jurídico?
 - Há um grande interesse de aquisições que estão paralisadas.



CONGRESSO
DE FUNDOS DE
INVESTIMENTO



A Ampliação do Financiamento Privado

O cerne: estabilidade macro com...

- ❑ Um novo regime fiscal e o aumento da poupança pública, possibilitando a queda dos juros (Selic, mercado), e uma menor pressão sobre os recursos institucionais e das famílias.
- ❑ O tamanho do mercado de títulos públicos e suas características (liquidez, segurança e rentabilidade) ainda limitam o desenvolvimento do mercado de títulos da dívida privada.

Mercado de Títulos Privados

- ❑ O mercado de papéis privados longos requer:
 - Emissão de títulos padronizados e de baixo valor, que sejam facilmente analisados pelo investidor; e organização de um mercado secundário para debêntures.
 - Maior segurança jurídica ao tomador de papéis, com a mudança na alocação de risco entre acionista e credor (casos RJ empresas X e da Oi são paradigmáticos).
 - Definir sistemas mais robustos de garantias na fase de construção (historicamente, o performance bond em obras públicas foi um simulacro).

Crédito Bancário de Longo Prazo

- Limitada participação de bancos privados no financiamento de projetos de infraestrutura.
 - Ampliar demanda: redução do crédito subsidiado (efeito de crowding-out)
 - Estruturação de um mercado secundário amplo e com liquidez para os instrumentos de captação de longo prazo dos bancos, além de títulos privados (ex. debêntures) e créditos bancários
 - Atualizar legislação para dar prioridade à preservação da empresa/ativo, como forma de reforçar a segurança jurídica de operações longas.

Seguradoras e o project finance

- Definir políticas que incentivem as seguradoras a assumirem um papel ativo na estruturação do financiamento “non-recourse”, introduzindo um filtro adicional, assim aumentando a eficiência na alocação dos recursos em infraestrutura.
- Constituição de uma estrutura privada, em que o risco do projeto é efetivamente partilhado entre o *sponsor, credores e seguradoras*, principalmente em sua fase crítica.
 - Fazer do seguro garantia um instrumento capaz de filtrar a qualidade dos projetos
 - Ampliar os “step-in rights”.



CONGRESSO
DE FUNDOS DE
INVESTIMENTO



O Papel do BNDES: um novo tipo de liderança

BNDES em transição

- ❑ Em 2014, três-quartos do financiamento a projetos de infraestrutura foram de responsabilidade do BNDES, que permanece como principal fonte de recursos para o setor.
- ❑ É improvável – e nem desejável – que o Banco deixe de ser um ator relevante nos próximos anos. O problema é como fazê-lo de forma eficiente, alicerçado nas suas vantagens comparativas, enraizado em princípios econômicos sólidos, e sem afastar recursos privados - pelo contrário atraindo novas fontes.

Como financiar infraestrutura?

- ❑ Há um número de questões relacionadas para as quais as respostas em anos recentes foram possivelmente bastante ineficientes. Vamos focalizar apenas três.
- ❑ O uso generoso de TJLP - Em princípio o subsídio só faz sentido se há uma externalidade clara, significativa, que introjete uma cunha que impeça a produção de um bem ou serviço na quantidade socialmente necessária.
- ❑ Não se aplica a toda e qualquer infraestrutura em todos os momentos com a mesma intensidade: possivelmente A&E&L; mobilidade urbana.

Sem externalidades...então?

- ❑ A ausência de externalidades não implica que o BNDES se omita, mas simplesmente que não financie com TJ (que deverá acabar em 5 anos).
- ❑ A segunda questão é de natureza distinta: qual a adicionalidade ou essencialidade do BNDES? Colocando de forma diferente e respondendo à contrafactual: qual seria a resposta dos atores – *sponsors*, financiadores – se o BNDES ficasse fora?
- ❑ A terceira diz respeito ao desenho da estrutura de financiamento na presença do BNDES.

Há uma estrutura ótima? Crédito

- *Ponto de partida:* BNDES não deve estar sozinho nas suas operações ou só dando funding, mas usar seu ativo reputacional e de conhecimento (inclusive na avaliação de riscos/garantias). Pensar o BNDES como originador, e coordenador de um “sindicato” de bancos comerciais domésticos e externos.
- O BNDES deve examinar estruturas alternativas de project finance, inclusive advogando reformas no mercado segurador para dar maior densidade e eficiência às transações.

Títulos: BNDES no mercado primário

- Há espaço para o BNDES expandir sua participação e liderança na emissão de títulos de dívida privada – debêntures de infra estrutura - sempre em caráter minoritário (15-20%) - da mesma forma como o IFC faz regularmente – e consistente com seu dever de diligência e limites financeiros.
- Sinalizaria ao investidor individual ou institucional a qualidade dos papéis, restrita àqueles com um selo máximo de qualidade. Seriam reservados para apoiar as ofertas de debêntures emitidas por empresas não financeiras – e com ênfase em infraestrutura - que adotem métodos de distribuição transparentes, e que favoreçam a dispersão dos títulos e incentivem a participação dos investidores individuais.

E enquanto o mercado não vier?

- ❑ Na transição, talvez um papel ainda mais ativo, provendo liquidez ao mercado de crédito privado via debêntures, nas duas pontas. Idealmente o mercado viria junto, mas se não estiver no momento de colocação do papel, o BNDES poderia ter uma participação maior (respeitando o ICSD), vendendo o papel num momento mais favorável ou ao menos depois do *completion*.
- ❑ Nesse modelo, o BNDES teria em carteira um título de mercado, que poderia ser distribuído com um timing que otimizaria a curva de oferta de papéis. O ideal seria pulverizar e descentralizar a distribuição (tal qual o TD), com padronização, simplificação, e assim assegurando maior liquidez.

Claudio R. Frischtak

claudio.frischtak@interb.com.br

Inter.B Consultoria Internacional de Negócios

Rua Barão do Flamengo, 22 sala 1001

Rio de Janeiro, RJ, 22220-080

Tel: +55 21 2556-6945