



Investimentos externos da Funesp devem alcançar R\$ 350 milhões até o final de 2015

Eleição da Apeprem terá chapa única e grupo de RPPS paulista monta fórum permanente

Zeca Oliveira busca parceiro estrangeiro e revela planos de negócios da Bridge Trust

# INVESTIDOR INSTITUCIONAL

Ano 19 - Nº 272  
Julho de 2015  
Assinatura Anual  
R\$ 320,00



[www.investidorinstitucional.com.br](http://www.investidorinstitucional.com.br)

## Aposta na infraestrutura

**Governo lança programa de investimento em logística, mas especialistas avaliam que os projetos devem decolar apenas no médio prazo**



# Período de maturação

*Governo aposta na infraestrutura para retomar crescimento do PIB, mas gestores alertam que mercado deve aquecer apenas a partir do final de 2016*

A equipe econômica do governo federal tem pressa para reverter a maré negativa que está derrubando a economia em 2015. Uma das apostas do governo para a retomada do crescimento do país se concentra nas concessões de infraestrutura à iniciativa privada, com a segunda rodada do Programa de Investimento em Logística (PIL). Porém, especialistas explicam que o aquecimento deste novo mercado deve ocorrer apenas a partir do segundo semestre do ano que vem.

“A questão é a maturação dos projetos que em geral leva de 15 a 18 meses”, explica Diogo Berger, superintendente da área de project finance do Santander, que envolve a preparação das PMIs (Procedimento de Manifestação de Interesse) por parte das empreiteiras interessadas na concessão, a análise das propostas pelo governo, e a escolha do vencedor. O Santander foi a instituição que liderou o ranking da Anbima de assessoria em project finance em 2014 tanto nas concessões como em financiamento (ver tabelas ao final).

Um outro ponto destacado pelo superintendente do Santander para sustentar sua previsão é que as debêntures de infraestrutura que saíram até o momento foram feitas de forma concomitante ao desembolso do BNDES, ou posteriormente a ele. “O BNDES faz um estudo bastante detalhado, que toma de 12 a 24 meses na análise do projeto após sua publicação”.

No pipeline mais imediato da área de project finance do Santander estão operações do PIL 1, anunciado em 2012, nas áreas de energia eólica, portos e estradas. “Tem uma série de operações desses projetos que virão a mercado nos próximos meses”, conta o superintendente. O Santander tem três operações de energia eólica para levar ao mercado em 2015.



Brena Nishihata

**BERGER:** debêntures para o ano que vem devido ao tempo de estruturação dos projetos

“São operações do PIL anterior. Vai ser bastante difícil ter operações da nova fase do programa ainda esse ano”.

**EMISSÕES DE DEBÊNTURES** – Uma das apostas da equipe econômica do governo comandada por Joaquim Levy é a captação de recursos junto aos investidores privados para o financiamento dos projetos em complementação à participação do BNDES. A ideia básica foi restringir o financiamento dos projetos pelo BNDES ao custo da TJLP, que antes chegava a 100%, e agora vai a apenas 35% no caso de rodovias, aeroportos e portos. O financiamento ao custo da TJLP pode chegar a 45% se houver emissão de debêntures para financiar o projeto.

Com isso, o governo espera que as emissões de debêntures tenham uma expansão em relação do PIL 1. “A ideia é

utilizar o crédito estruturado do BNDES para estimular o mercado. É um momento desafiador, mas acreditamos que haverá aumento das emissões pelas empresas”, explica Cleverson Aroeira, chefe da área de transporte e logística do BNDES.

Apesar do discurso do governo, os gestores acreditam que a demanda não deve ser tão alta. “Temos escutado volumes muito altos do que poderiam vir a mercado nos próximos anos. As primeiras estimativas indicam que poderiam chegar a R\$ 5 bilhões em debêntures de infraestrutura ano que vem. Acreditamos que esse é o teto, com boas chances de ser um valor inferior a esse”, afirma Berger, do Santander.

Eduardo Muller Borges, diretor de mercados de crédito do Santander, aposta que a demanda dos investidores deve se concentrar nos clientes pessoa física. “O programa traz um incentivo importante do



**AROEIRA (1):** participação de fundos private equity

**FARIA (2):** PIL foi uma desilusão, o plano ainda inclui muitas "jabuticabas"

lado do tomador, que não terá mais acesso a 100% de TJLP pelo BNDES e agora tem que ir ao mercado de capitais", diz Borges. Ele acredita que os clientes pessoa física, principalmente de alta renda, vão continuar demandando investimentos nos novos ativos de infraestrutura, assim como já vinham se interessando pelas debêntures incentivadas nos últimos dois anos.

Borges lamenta apenas que a demanda por parte dos fundos de pensão domésticos não deve ser acentuada neste momento. "Hoje as NTN-Bs superam as metas atuariais dos fundos de pensão e são ativos que contam também com isenção fiscal para esses investidores", diz o diretor.

**PRIVATE EQUITY** – Outra fonte de financiamento das empresas que atuam em infraestrutura são os private equity e fundos soberanos. O governo aposta na atração de recursos desse tipo de investidor para alavancar os projetos junto com os incentivos dados pelo PIL 2. "Lógico que a vinda desse investidor não é algo óbvio e trivial, mas temos acompanhado que há vários fundos de private equity e infraestrutura surgindo com o foco de investir no Brasil", diz Cléverson Aroeira, do BNDES. Ele admite, porém, que a participação maior deste tipo de investidor depende ainda do amadurecimento e do aprimoramento do marco regulatório.

Outro ponto importante é o planejamento. "O planejamento de longo prazo é fundamental. Eles têm que enxergar que há um pipeline de projetos pelos próximos anos", comenta Aroeira. O executivo do BNDES cita exemplos de alguns gestores que têm captado recursos para investir em infraestrutura como o GP Investimentos, P2 (Pátria), BTG Pactual e Vinci Partners.

Em relação ao P2, o executivo lembra que o gestor foi selecionado pelo BNDES para realizar a gestão de um fundo de infraestrutura. O fundo deve contar com um aporte de R\$ 200 milhões por parte do BNDES e o restante dos recursos deve vir de captação junto aos investidores.

**FUNDOS DE PENSÃO** – Apesar da perspectiva predominante que os fundos de pensão domésticos (ver matéria) não devem aumentar significativamente as alocações diretas em ativos de infraestrutura, por outro lado, as grandes fundações mantêm posições de controle de empresas da área. A principal delas é a Invepar, empresa que atua com rodovias e aeroportos, e que é controlada pela Previ, Petros e Funcef.

"Quando se refere a investimentos em renda fixa, em dívida, a concorrência atual dos ativos de infraestrutura com os títulos públicos é desleal. Mas não podemos esquecer que os três maiores fundos de pensão do país tem investimentos em equi-

ties", diz Aroeira em referência à Invepar.

**RODOVIAS E AEROPORTOS** – Por conta do histórico considerado bem-sucedido nos últimos leilões de aeroportos e rodovias, e a falta dele, no caso das ferrovias e portos, os especialistas entendem que os dois primeiros setores tendem a ter uma demanda maior por parte do mercado em detrimento aos outros dois. "O Brasil experimenta concessões de rodovias desde 1996, tem um marco regulatório testado, e isso fatalmente despertará uma demanda muito grande", diz Leandro Martins, presidente da **INFRA.AssetManagement**, que destaca ainda a boa previsibilidade das receitas no caso das rodovias.

Já nas ferrovias e portos, pontua Martins, a definição tanto da receita, como do plano de negócio, não ocorre com a mesma facilidade. "Nos portos, o lote um, de Santos, tem projetos mais conhecidos, e vem com grande demanda. Agora, quando se fala de portos mais remotos, distantes, o plano é diferente. E as ferrovias têm desafios ambientais que ainda hoje recaem como uma incógnita", pondera o executivo.

Os aeroportos da segunda rodada do PIL, de Fortaleza, Salvador, Florianópolis e Porto Alegre, no entendimento de Márcio Luterbach, sócio da PwC, são uma boa oportunidade para a entrada de empreiteiras de menor porte. "São aeroportos não tão grandes, bem menores que o Galeão ou o de Brasília, e a tendência é atrair essas empresas menores", nota o especialista.

Para Luterbach, o cenário incerto que se desenha à frente para as grandes empreiteiras, que pode incluir rebaixamento dos ratings, e consequente dificuldade de captação no mercado, abre espaço para que empresas de menor porte, do middle market, ingressem no segmento. "Tem várias companhias médias com faturamento de R\$ 1 bilhão, e existem muitas empreiteiras regionais interessadas em participar dos projetos em suas regiões. Esperamos o middle market forte tentando entrar, às vezes até se consorciando para competir com as grandes que nesse momento estão um pouco fragilizadas".

Uma empresa europeia de engenharia de projetos, que já conta com representação no país, firmou parceria com a PwC para apresentar um PMI (Procedimentos de

Manifestação de Interesse) para os aeroportos. Além dela, outras duas empresas de engenharia do exterior também procuraram a auditoria para entender melhor o PIL. “Elas preferiram deixar para vir num segundo momento, na época das licitações”, diz o sócio da PwC. “Estive em Nova York há algumas semanas, e a impressão é que os estrangeiros estão mais otimistas com o Brasil do que nós mesmos. Não sei se faz sentido ou não, mas tenho essa visão”.

**PROBLEMAS NO PMI** – Embora reconheça algumas melhorias, na questão da limitação da rentabilidade, se comparado ao programa anterior, e da maior participação do financiamento privado de longo prazo, Fernando Faria, sócio da KPMG no Brasil na área de infraestrutura, adota um tom crítico em sua avaliação do anúncio.

“O programa foi uma desilusão dentro do atual contexto de um mercado que quer atrair players internacionais para participar das concessões, até por tudo que está acontecendo com os players domésticos. A verdade é que o plano ainda inclui muitas jabuticabas na estruturação das operações”, afirma Faria. Na auditoria desde 2000, o executivo de nacionalidade lusitana já foi o responsável pela área de infraestrutura da KPMG em Portugal e Angola, e membro do comitê executivo de infraestrutura da companhia na África.

Um dos pontos que Faria entende que ainda mantém o estrangeiro afastado do mercado brasileiro de infraestrutura é o modelo de Procedimentos de Manifestação de Interesse (PMI), pelo qual as empreiteiras interessadas na concessão realizam os estudos que indicam a viabilidade do projeto, e posteriormente o governo seleciona o que julga mais adequado. “Delegar para o mercado gera ineficiência, já que são vários players fazendo o mesmo estudo, sendo que, como o governo vai escolher um, todos os outros que fizeram perdem o investimento”, fala o sócio da KPMG.

Esse não é um modelo usado no mercado europeu, explica Faria, que nota ainda que ele vai em sentido oposto ao que tem sido observado em outras economias emergentes, que apostam diretamente na

## Assessor de leilão de concessão - 2014

### Por número de operações

1 Santander	43 operações
2 Baker Tilly Brasil	22 operações
3 Daemon Invest.	13 operações
4 Itaú BBA	4 operações
4 Rio Bravo	4 operações
4 UpSide	4 operações

### Por volume

1 Santander	R\$ 18,2 bilhões
2 Votorantim	R\$ 7,5 bilhões
3 BTG Pactual	R\$ 6,4 bilhões
4 Banco do Brasil	R\$ 5,2 bilhões
5 Rio Bravo	R\$ 5,1 bilhões

Fonte: Anbima

preparação dos estudos para a estruturação e desenvolvimento dos projetos, com a contratação de consultores para facilitar as melhores práticas. “O mercado privado começa a enxergar um risco importante, de preparar os estudos para o governo sem a certeza do retorno do investimento. O player internacional fica ainda mais assustado com esse risco”, nota o especialista.

E esse seria o momento ideal para atrair o estrangeiro ao país, destaca Faria. “Com a Lava Jato, e a redução dos players, alguns em recuperação judicial, outros focados em resolver suas dificuldades, era o momento chave para trazer esses players para cá, mas é preciso dar mais ao mercado”, diz.

**LIDERANÇA DO RANKING** – Em 2014, o Santander liderou o ranking de project finance na categoria de assessores financeiros de leilões de concessão. Foram 43 projetos que movimentaram R\$ 18,2 bilhões, o que fez com que o banco ficasse bem à frente dos segundos colocados, o Votorantim na segmentação por volume, com R\$ 7,5 bilhões, e a Baker Tilly Brasil em número de operações, com 22.

“Houve um apreponderância de projetos de energia eólica, e tiveram algumas operações de mobilidade urbana e aeroportos”, diz Berger. Entre as operações de maior destaque, o Santander é o assessor exclu-

## Assessor financeiro de financiamento – 2014

### Por número de operações

1 Santander	99 projetos
2 Itaú BBA	16 projetos
3 Bradesco BBI	5 projetos
4 BF Capital	2 projetos
4 Lakeshore	2 projetos

### Por volume

1 Santander	R\$ 8,1 bilhões
2 Itaú BBA	R\$ 1,97 bilhão
3 Bradesco BBI	R\$ 1,94 bilhão
4 BNP Paribas	R\$ 1,5 bilhão
5 Banco do Brasil	R\$ 966 milhões

Fonte: Anbima

sivo do consórcio vencedor do aeroporto do Galeão, no RJ, formado pela Odebrecht Transporte e a operadora Changi, de Singapura. Também assessorou a operação do grupo que arrematou a linha seis do metrô SP, formado pela Odebrecht, Queiroz Galvão, UTC e o fundo Eco Realty.

O superintendente do Santander aponta operações de energia renovável, e mais especificamente de energia eólica, como um setor em potencial para esse mercado ao longo do segundo semestre do ano. “Os anos de 2013 e 2014 foram muito bons para esses setores em termos de leilão. O governo comprou mais de seis gigawatts de energia, o que exige investimentos da ordem de R\$ 30 bilhões”. No consolidado entre 2008 a 2014, o Santander assessorou 121 projetos que movimentaram R\$ 46 bilhões, e que dá ao banco um market share de 28%.

Um dos entraves que manteve parte dos investidores afastados do primeiro PIL foi a taxa de retorno que o governo quis balizar de forma demasiada na ótica dos agentes. Para que tenha mais sucesso dessa vez, eles entendem que a rentabilidade terá de ser maior. “O contexto hoje é diferente de dois anos atrás. Será necessário mudar o incentivo em relação ao PIL 1”, diz Berger. A taxa terá de estar mais próxima de um patamar entre 9,5% a 10%, do que os 6,5% ou 7% verificados no programa anterior, prevê o superintendente do Santander.

# Estrangeiros na mira

*Gestores e consultores acreditam na entrada de investidores e empresas internacionais para impulsionar o financiamento da infraestrutura*

Para a segunda rodada do Programa de Investimento em Logística (PIL), o governo, e especialmente o ministro da Fazenda Joaquim Levy e a nova equipe econômica, têm promovido esforços para que as condições das próximas concessões sejam mais favoráveis ao investidor, tanto para o local quanto também para o estrangeiro. O cenário político turbulento e as dúvidas sobre o futuro da economia ainda assustam os estrangeiros. Porém, as gestoras de recursos acreditam que aqueles investidores que conhecem melhor o potencial da economia brasileira continuam dispostos a investir nos novos projetos.

A Caixa Econômica, por exemplo, pretende abrir uma nova rodada de captação de recursos para seu principal fundo de infraestrutura, o FIP Logística. Com cerca de R\$ 1,1 bilhão já captado junto a investidores domésticos, entre eles vários fundos de pensão, a asset da Caixa prepara a abertura de nova fase de captação, mas dessa vez, com o foco no investidor estrangeiro. “Vamos abrir uma nova fase de captação voltada para os estrangeiros. Acreditamos que o momento é propício para os institucionais externos por conta da situação do câmbio e da depreciação dos ativos no mercado brasileiro”, diz Cássio Viana de Jesus, chefe da área de investimentos alternativos da Caixa Econômica.

O executivo acredita em demanda mais forte por parte de fundos de pensão dos EUA e Europa e de fundos soberanos asiáticos. A Caixa prepara ainda uma parceria com um distribuidor global de fundos para potencializar a captação externa. O nome do parceiro, que já foi selecionado, não pode ser divulgado, pois ainda não houve formalização do acordo, diz Viana de Jesus. Ele explica ainda que há grandes investidores que podem entrar nos projetos



**JESUS:** Caixa prepara nova rodada de captação voltada para fundos globais

como co-investidores do FIP Logística.

“Estamos focando em investidores que preferem atuar com cheques mais altos, que têm a estratégia de investir volumes grandes e quantidade menor de projetos”, diz o executivo. Ele comenta que esses investidores podem entrar tanto como cotistas do fundo quanto como co-investidores nos projetos a ser selecionados pela equipe de gestão da Caixa.

Um dos investidores institucionais de destaque global que demonstra interesse em investir em infraestrutura no Brasil é o GIC - fundo soberano de Singapura. Apesar de não dar detalhes, o comando do fundo declara que seus interesses incluem ativos de aeroportos, portos e rodovias, ativos regulados, como os de água e distribuição de energia, e os com vantagens competitivas, tais como usinas

de energia. “Nossa principal estratégia é investir diretamente nos ativos operacionais com elevado grau de visibilidade do fluxo de caixa e que forneçam um hedge contra a inflação. Estes incluem ativos maduros, com baixo risco a moderado em mercados desenvolvidos, complementados por investimentos com maior potencial de crescimento nos mercados emergentes”, diz o GIC em nota à *Investidor Institucional*.

**REGIMES PRÓPRIOS** – Além da captação do estrangeiros, o FIP Logística recebeu aportes recentes de regimes próprios de previdência. Um rodada de captação foi aberta através de um FIC (fundo de cotas) do FIP Logística, que captou cerca de R\$ 20 milhões. Foi uma captação voltada para pequenos regimes próprios, com va-

lores a partir de R\$ 300 mil. Com isso, a equipe da Caixa encerra a fase de captação com investidores domésticos e passa para o período de investimento do fundo.

“Estamos iniciando o período de investimento, começando pelas rodovias. Depois vamos para os aeroportos. O início dos investimentos demorou um pouco mais que o previsto, por conta das dificuldades de cenários do país e da necessidade de maior diligência nos projetos”, diz Viana Jesus. Ele comenta que há propostas e estudos no pipeline que somam cerca de quatro vezes o patrimônio do FIP Logística.

A asset da Caixa Econômica tem outros fundos na área de infraestrutura, nos setores de energia, óleo e gás e imobiliários. Todos porém, já estão captados e investidos. Um fundo novo que a Caixa está estruturando é um FIDC (fundo de investimento em direitos creditórios). A asset foi selecionada para realizar a gestão do fundo, que será formado por debêntures incentivadas do BNDES. O fundo tem previsão de lançamento no segundo semestre deste ano, voltado para captação com investidores de varejo. A estimativa é que o fundo atinja patrimônio entre R\$ 800 milhões e R\$ 1 bilhão.

Com exceção desse FIDC em parceria com o BNDES, a gestora da Caixa não pretende, por enquanto, lançar outros produtos para o segmento. “Estamos aguardando os desdobramentos do novo programa do governo, temos que ver como o mercado de capitais vai se comportar”, conta Viana de Jesus. Ele avalia positivamente a redução da participação do BNDES no financiamento de projetos e os incentivos dados para a emissão de ativos pelas empresas. Mas diz que ainda é cedo para pensar na estruturação de fundos e produtos com os ativos que devem vir a mercado.

**ADVISORY** – A atividade de advisory também está registrando demanda por parte de empresas estrangeiras. No ano passado, a Rio Bravo Advisory assessorou a japonesa Mitsui na operação de joint venture com a Odebrecht TransPort para o projeto de mobilidade urbana entre as partes. A operação teve um aporte de R\$ 500 milhões da Mitsui, que está presente no



**MARTINS:** debêntures estão no radar

país desde 1960.

“Credibilidade se ganha a duras penas, e se perde rapidamente. É relativamente recente o processo no setor elétrico. A certeza da manutenção das regras infelizmente foi bastante danificada, e dependendo do perfil, o investidor não tem estômago pra isso, não tem preço final que o faça entrar se ele achar que uma canetada pode destruir seu retorno”, diz Sérgio Heumann, sócio-fundador da Rio Bravo Advisory, e coordenador do comitê de project finance da Anbima.

A aposta de participação dos estrangeiros, porém, está mais voltada para aqueles que já possuem mais conhecimento do mercado brasileiro. “Tem aquele investidor que já está aqui mesmo, e coloca isso no preço, mas tem outros que não, que falam que enquanto tiver um governo desse tipo não entra”, afirma Heumann.

**CONCORRÊNCIA COM NTN-Bs** – Para o institucional doméstico, a perspectiva atual de captação para fundos de infraestrutura não é tão positiva. O motivo principal é a concorrência com os prêmios oferecidos pelos títulos públicos. “As NTN-Bs hoje pagam taxas acima das oferecidas nas concessões anteriores, com todo o risco de performance que esses projetos carregam. Vai ter demanda, mas a falta de uma estabilidade maior vai provocar um custo mais elevado em todo o processo”,

comenta Leandro Martins, presidente da **INFRA Asset Management**, gestora com R\$ 2 bilhões sob gestão, dos quais 75% de fundos de pensão, e que é especializada em FIPs na área de infraestrutura. “Já escutam os de vários institucionais que eles não olham para projetos de infraestrutura com retorno estimado de 7% ou menos”.

Para Martins, que já ocupou a presidência do Banco do Brasil Américas, no anúncio do PIL no mês passado o governo colocou aprendizados do modelo anterior e mudanças de conceitos e critérios, sem a limitação de taxas que se praticou no programa anterior. “É difícil estimar o spread necessário em relação às NTN-Bs sem a definição do marco regulatório. A sensação é que, tendo em vista a história recente, de questões ambientais, e de custo das obras, o mercado não vai atrair o investidor se não propor uma taxa de dois dígitos”, pontua Martins.

O presidente da **INFRA Asset** admite que gostaria de estar hoje em um estágio já mais avançado, com um grupo de investidores selecionados, e avaliando a formação de um fundo para determinado consórcio. “Estamos trabalhando para isso, mas infelizmente ainda não temos, até porque está tudo muito novo. Não se sabe o modelo de remuneração, da concessão, se vai ser outorga ou PPP, isso que vai definir o apetite”.

**DEBÊNTURES** – **A INFRA asset** tem três FIPs com o foco em energia, saneamento e real state, que têm uma meta de rentabilidade de inflação mais 10%. A asset avalia a constituição de um novo fundo para abarcar as concessões do novo PIL, que pode ser tanto um FIP só de logística, como também um mais amplo, de infraestrutura, com diversos braços dentro dele, como logística, energia e saneamento. Além da aquisição de participações nas empresas, a **INFRA Asset** também estuda a compra das debêntures que forem emitidas pelas concessionárias nos próximos meses. “Para os projetos maiores e mais específicos, como ferrovias e portos, elas vão precisar de um aparte do financiamento em dívida, até para acessar o BNDES, então avaliamos sim a compra dessas debêntures”, afirma o presidente da asset.