

CRÉDITO PRIVADO

Emissões devem crescer com demandas de infraestrutura e incentivos, mas opções para varejo ainda são restritas

Por Silvia Rosa

Um setor fértil para a renda fixa

É um relacionamento antigo. O setor de infraestrutura pode até fletar com outras formas de capitalização, mas as principais operações acabam saindo via papéis de renda fixa. Desta vez, não se espera que seja tão diferente, apesar do desejo de investidores e banqueiros de ver mais empresas do setor na bolsa. Grande parte dos projetos necessários para suportar o crescimento econômico do Brasil e viabilizar grandes eventos - a Copa do Mundo em 2014 e a Olimpíada em 2016 - deve ser financiada por meio de emissões de dívida corporativa.

O pacote de incentivos tributários, lançado pelo governo federal em dezembro de 2010, deve impulsionar as captações de recursos no mercado de renda fixa doméstico e atrair novos investidores. Diante do gargalo logístico do país, serão necessários investimentos em portos, aeroportos, rodovias, ferrovias e energia, sem contar os projetos de exploração de petróleo na camada do pré-sal.

As oportunidades de aplicação em papéis privados de renda fixa, no entanto, ainda são pequenas para o público de varejo. Para mudar esse quadro, dizem os especialistas, seria necessária uma taxa de

Debêntures negociadas no mercado secundário

Em R\$ milhões



*Não inclui o volume transacionado por um dia pela INBV11

juros mais baixa. Isso despertaria o apetite dos investidores por ativos mais arriscados, abrindo espaço para colocações de debêntures para pessoas físicas.

Só no ano passado, as emissões de debêntures somaram R\$ 49,3 bilhões, com aumento de 78,6% em relação a 2009, respondendo por 56% das operações de renda fixa. Para 2011, é esperado um incremento de 30% nas captações, prevê o diretor do Bradesco Banco de Investimento (BBI), João Carlos Zani. Neste ano, até o fim de janeiro, estavam em análise cinco ofertas de debêntures, sendo uma de concessionária de rodovia, que devem somar R\$ 1,2 bilhão.

“Os setores de transportes e logística pesada são os que mais têm demandado investimento”, afirma Diogo Castro e Silva, diretor-executivo da Caixa Geral de Depósitos, que tem cerca de R\$ 1 bilhão em emissões de dívida sendo estruturadas para financiar obras de infraestrutura. No BES Investimento do Brasil, há algumas operações para vir a mercado no primeiro semestre, dos setores de transportes, rodovias e energia, diz Alan Fernandes, diretor de project finance do banco.

A Infra Asset Management, →

DEBÊNTURES MAIS NEGOCIADAS NO MERCADO SECUNDÁRIO
Por número de negócios

Empresas	Papéis	Nº de negócios	Volume (R\$ mi)	
SND - Cetip	Vale	CURD17,27CURDA6	1.284	1.891,52
	Telemar Norte Leste	TLNL11,14,21,24	415	696,35
	Sabesp	SBSP19,1A,27,29,2A	305	332,10
	Tractebel Energia	TRAC12,13	283	282,43
	BNDESPar	BNDP12,14,BND613,15,23,25,35	277	392,78
	Eletropaulo	ELSP10,12	247	279,75
	Cemig Geração	CMGT21,CMT12,22	224	446,93
	Telemar Norte Leste	TLNL15,24	224	574,59
	ALL América	ALL615,16	199	183,46
	CPFL	CPC011,CPFF11,CPGE12,CPJR11,CPPT11,DRFT13,PALF13,14	186	311,45
Bovespa Fix	BNDESPar	BNDP-21,BNDP-D31,BNDP-D32,BNDP-41,BNDP-42,BNDP-D51,BNDP-D51,BNDP-D52,BNDP-D53	73.726	82.884
	Telemar	TMAR-D41, TMAR-D42	20.238	22.997
	Bradespar	BRAP-D11	15.020	16.850
	Sanealto	SNST-D21	9.510	11.819
	Petrobras	PETR-D31	2.687	5.086
	Baesa	BESA-D12	800	6.150
	Sabesp	SBSP-D92	433	572,417
	ABNote (Valid)	ABNB11	234	2,402
	Suzano	SUZB-D31	74	0,112
	Usiminas	USIM-D41	19	19,776
	TAM	TAMM-D11	3	29,299

Fontes | Anbima e BM&FBovespa

Investimentos mapeados para o setor de infraestrutura De 2011 a 2014

Segmento	Valores (R\$ bilhões)	Cresc. em relação ao período de 2006 a 2009 em % a.a.
Ferrovias	60	24,7%
Portos	18	26,6%
Rodovias	51	11,4%
Saneamento	41	9,4%
Energia elétrica	139	8,5%
Telecom.	70	2%
Petróleo e gás	378	13%
Total	757	

Fonte: BNDES



investimentos de
em uma nova isenção
de IR para papéis com
prazos mais longos

braço de gestão de recursos do Grupo GPI, que opera quatro empresas de saneamento, pretende captar via debêntures e Cédulas de Crédito Bancário (CCBs). “É um setor que demandará investimentos para universalizar os serviços de água e esgoto no Brasil”, afirma Pedro Paulo B. de Leoni Ramos, sócio-diretor do grupo.

Boa parte dos projetos de infraestrutura conta com recursos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). A instituição respondeu, em média, por 26,1% dos financiamentos para a indústria e projetos de infraestrutura, entre 2004 e 2009. As captações externas cobriram 10,7%, as debêntures, 8,1%, e as ações, 5,9%. O restante veio dos lucros retidos pelas empresas.

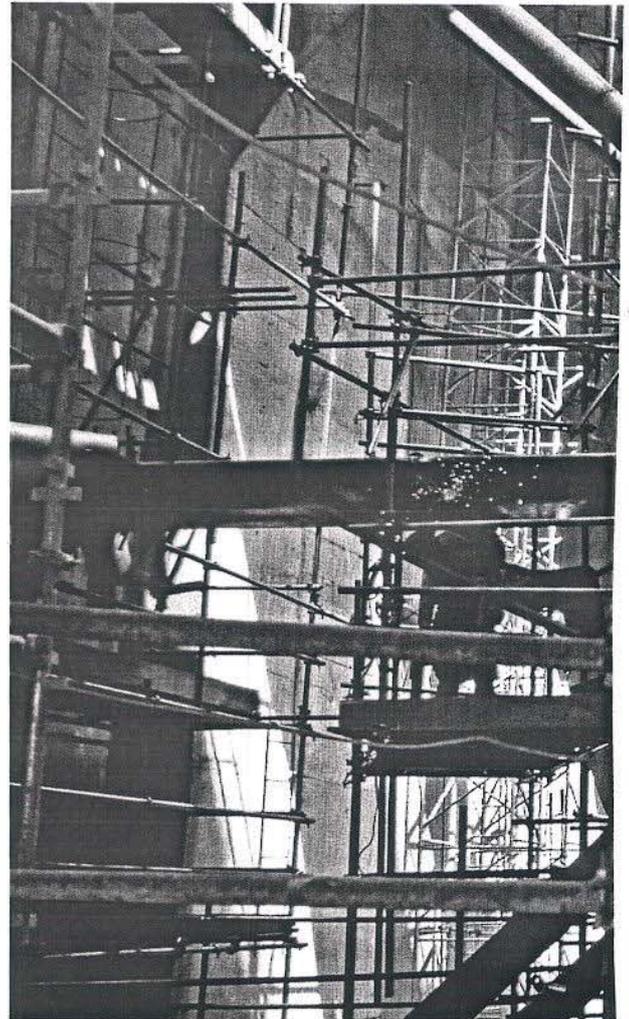
“Com a recuperação dos mercados, a fatia do BNDES deve retornar ao padrão passado, e a participação de recursos próprios das

empresas deve aumentar”, diz Ernani Teixeira Torres Filho, superintendente da área de pesquisa e acompanhamento econômico do banco de fomento.

Segundo ele, a demanda por investimentos em infraestrutura deve evoluir a uma taxa de 10% ao ano até 2014 (ver tabela na página 15). Só a segunda fase do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC 2) prevê aportes de R\$ 606,2 bilhões nesses projetos no intervalo. “Os setores de ferrovia e portos devem apresentar maior crescimento.”

A área de transportes está entre as prioridades do PAC 2, que prevê investimentos de R\$ 109 bilhões no setor. Existe também a intenção de abrir concessões para explorar novos aeroportos e terminais.

No setor de portos, a Agência Nacional de Transportes Aquaviários (Antaq) pretende lançar novas concessões de terminais de uso



Alberto Kiraly, do Votorantim, espera emissões ligadas a portos e no setor de energia

privado e com arrendamento vendido. Cerca de cem contratos devem vencer até 2013.

Para 2011 estão programadas ainda diversas licitações de rodovias federais, que devem demandar recursos, como a extensão da BR 101, que corta o Espírito Santo, e trechos nos Estados de Santa Catarina e Minas Gerais. As empresas de transporte e energia tradicionalmente financiam seus projetos por meio de dívida no mercado local. “Neste ano, devemos ver operações de geração e transmissão de energia e ligadas a portos”, afirma Alberto Kiraly, responsável pelo banco de investimento do Votorantim.

Só os investimentos em geração, transmissão e eficiência energética previstos no PAC 2 devem somar R\$ 141,4 bilhões, de 2011 a 2014.

Para atrair investimentos com horizontes maiores, o governo concedeu isenção de Imposto de



Renda (IR) para os rendimentos de debêntures vinculadas a projetos de infraestrutura apurados por pessoas físicas ou investidores não residentes no país. No caso de aplicadores domésticos, os benefícios também se estendem para aportes via fundos de investimento.

As medidas de incentivo, no entanto, só terão efeito dentro de um a dois anos, avalia Torres Filho, do BNDES. “É preciso que a Selic (juro básico) caia pelo menos mais dois ou três pontos para incentivar a poupança de longo prazo.”

Em 2010, o prazo médio das debêntures estava em cinco anos. De acordo com Zani, do Bradesco, emissões como a da concessionária Rota das Bandeiras em julho do ano passado, com vencimento em 12 anos, devem ser vistas em 2011, principalmente do setor de rodovias. “O prazo mais alongado só foi possível porque houve compartilhamento de garan-

tias com o BNDES, o que permitiu uma taxa razoável, de 9,57% ao ano mais a variação do IPCA.”

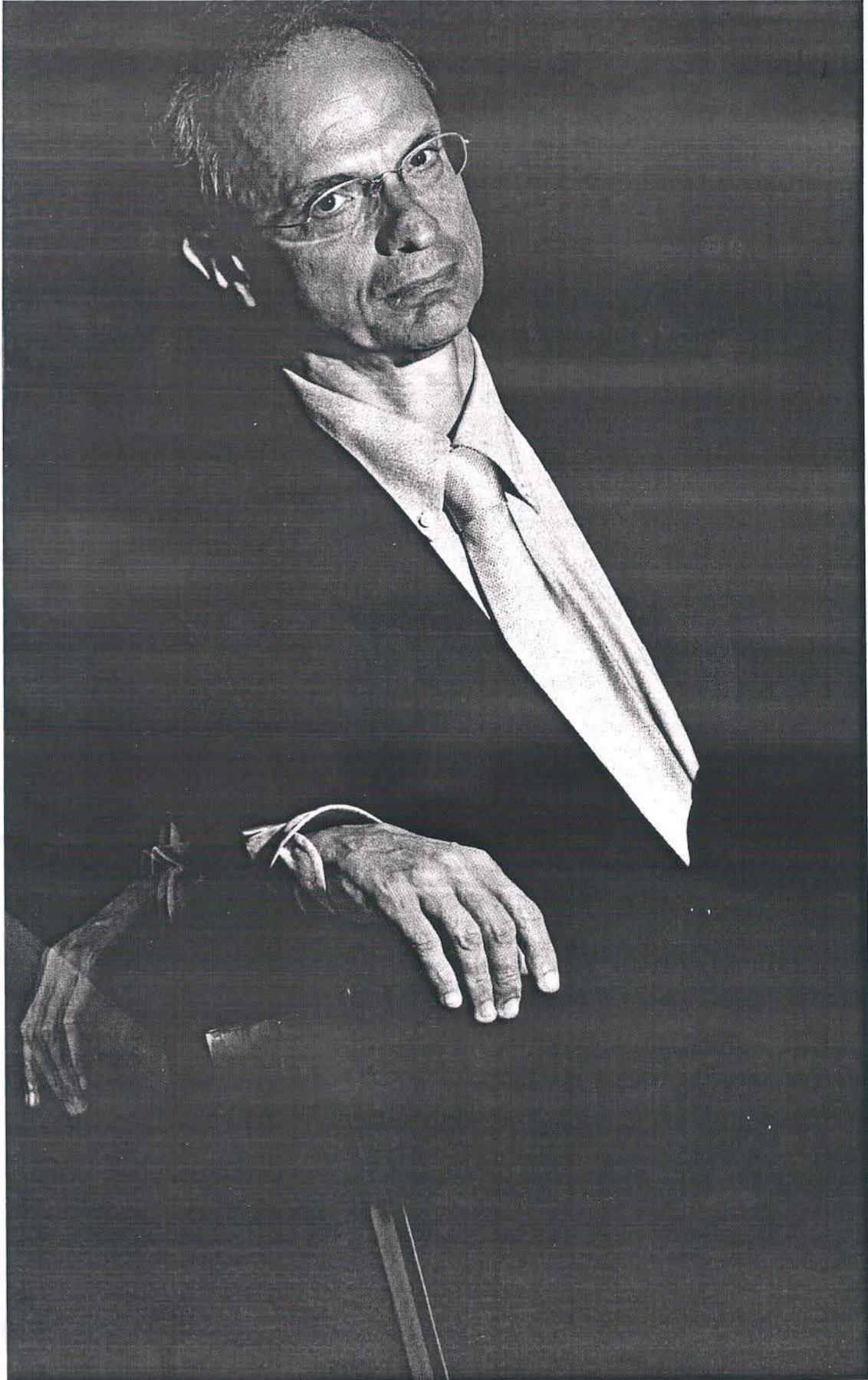
Um exemplo de que incentivos tributários contribuem para o mercado deslançar é o dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs). Esses papéis já eram isentos de IR para pessoas físicas residentes no Brasil, o que vale agora também para os investidores estrangeiros. A criação de novos fundos imobiliários voltados para esses ativos deve ampliar esse mercado. Hoje, a aplicação em CRIs é direcionada para investidores qualificados, com mais de R\$ 300 mil em investimentos, enquanto o aporte mínimo em uma cota de fundo imobiliário de CRI varia de R\$ 5 mil a R\$ 10 mil. “A vantagem do fundo é que ele permite uma diversificação maior da carteira”, afirma Marcelo Michalua, sócio-diretor da RB Capital.

Acredita-se ainda que a oferta

de papéis aumentará com a explosão da demanda por financiamento imobiliário. “A previsão é que os recursos da poupança devem se esgotar em um prazo de dois a três anos, e os bancos serão obrigados a securitizar suas carteiras para levantar funding para novas operações”, afirma Fernando Cruz, diretor da Brazilian Securities. A Caixa, por exemplo, deve emitir CRIs ainda neste primeiro trimestre. E a taxa oferecida nas colocações, que chegou a 12% mais a variação do IGP-M (Índice Geral de Preços do Mercado) em 2007, caiu hoje para até 7%, dependendo do prazo e do risco da operação.

Mesmo assim, clientes individuais com maior poder aquisitivo, como os de “private banking” e “family offices”, têm alocado parte dos recursos nesses ativos. “Em 2009, 58% do volume que colocamos em distribuição pública foi para pes- →

CRÉDITO PRIVADO



**Ernani Torres,
do BNDES:
incentivos só
devem ter efeito
em 18 a 24 meses**

Silvia Costanti © Valor

soas físicas. Em 2010, essa participação subiu para 60%", conta Michaluá, da RB. A instituição está em conversa com bancos para estruturar um fundo destinado ao público de alta renda.

Já o crescimento das colocações de debêntures, no entanto, não foi acompanhado pelo aumento da participação de pessoas físicas, que voltou a cair em 2010. Foram 165 investidores, ante 12.784 no ano anterior - um período marcado pelo apetite menor dos investidores institucionais por conta da crise, o que gerou ofertas como as da Telemar Norte Leste (Oi) e da Bradespar, cujos preços iniciais de R\$ 1 mil contemplaram o público de varejo.

Kiraly, do Votorantim, lembra também que houve uma redução das taxas de retorno, tornando esses papéis menos atrativos. Outra questão é que grande parte das colocações conta com a chamada

"garantia firme", que obriga os bancos coordenadores a ficar com parte dos ativos se não houver demanda. No ano passado, tais instituições absorveram 51% do que foi lançado, excluindo as operações dentro da Instrução 476 da CVM.

Os especialistas comentam também que os fundos de investimento ainda têm pequena parcela de crédito privado em suas carteiras - cerca de 20,5% do patrimônio -, sendo a maior parte composta por Certificados de Depósito Bancário (CDBs).

A participação do varejo e de estrangeiros pode ajudar a melhorar a liquidez no mercado secundário desses papéis, outra meta importante a ser perseguida, que está na lista de prioridades da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima). "A aplicação em papéis de longo prazo exigirá uma mudança de

cultura por parte das pessoas físicas, que estão acostumadas com liquidez e juro real de 6%", destaca Sergio Cutolo, vice-presidente da entidade.

Para incentivar os negócios no mercado secundário, o BNDES vai lançar um programa de R\$ 10 bilhões para adquirir debêntures corporativas em oferta primária, além de alugar os títulos em sua carteira. Também será criado um fundo de liquidez de cerca de R\$ 2 bilhões, com recursos dos bancos, que funcionará como formador de mercado.

Em outra frente, a BM&FBovespa anunciou um pacote com redução de tarifas para negociação de papéis de renda fixa e a Anbima está trabalhando na padronização das debêntures para facilitar a venda no mercado secundário. Assim, aos poucos, o crédito privado pode chegar ao alcance do investidor individual. ■

O caminho até o crédito privado

Como é o acesso do investidor a esses ativos

Os projetos de infraestrutura costumam ser enquadrados no modelo de financiamento chamado de "project finance". Cerca de 30% a 40% dos recursos são alocados por meio de participação no capital da nova empresa e o restante é financiado através de dívida, seja via empréstimo bancário ou emissão de títulos de crédito privado.

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) costuma participar dos financiamentos de longo prazo, mas para fazer frente às obrigações iniciais ou mesmo complementar o programa de investimento, as companhias normalmente recorrem ao mercado de dívida, seja local ou externo.

A maioria dos projetos ligados à infraestrutura, como os de rodovias, ferrovias, portos, transportes em geral e da área de energia, tem grande potencial

para buscar financiamento no mercado de capitais doméstico. As alternativas são a emissão de debêntures, notas promissórias ou ações.

Para atrair os investidores, o governo criou um pacote de incentivos tributários, oferecendo isenção de Imposto de Renda para a aplicação em papéis com prazo superior a quatro anos. Contudo, com a vigência de uma alta taxa básica de juros no Brasil, de 11,25% no fim de janeiro, os aplicadores, assim como os fundos de investimento, têm menos apetite para aumentar a exposição a risco comprando papéis em emissões de crédito privado. A tendência é procurarem os títulos públicos, que têm alta liquidez.

As entidades financeiras vêm trabalhando, no entanto, para aumentar as negociações no mercado secundário de renda fixa, assim como existe na renda variável, com a bolsa de valores. O secundário permite aos compradores de títulos na emissão primária de uma empresa negociarem os papéis entre si, sem a necessidade de carregar o ativo até o vencimento. A ideia é possibilitar aos investidores a oportunidade de aproveitarem



eventuais oscilações de preços e lucrar com a compra ou venda do ativo.

O próprio crescimento da aplicação desses investidores em debêntures deve contribuir para elevar a liquidez no mercado secundário. Um sinal disso é que os papéis que contaram com grande participação de pessoas físicas nas colocações estão entre os mais negociados (ver tabela na página 15), caso da BNDESPar, Telemar e Bradespar. As emissões da BNDESPar costumam contemplar os investidores de varejo, lançadas com valor mínimo de aplicação de R\$ 1 mil.

Outra opção para as pessoas físicas acessarem as debêntures é entrar em fundos de crédito privado, que hoje estão disponíveis para investidores qualificados, com mais de R\$ 300 mil em aplicações financeiras. Há, no entanto, outros fundos de investimento que podem aplicar em títulos privados até o limite de 50% da carteira e que são distribuídos no varejo.

Os fundos imobiliários também são uma alternativa para quem quer aplicar em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) e não é investidor qualificado.