

As concessões e o mercado de capitais

JOÃO LAUDO DE CAMARGO

Um dos entraves para a manutenção do nosso crescimento sustentado é o déficit da infra-estrutura, um dos componentes do denominado “custo Brasil”, isto sem considerar os “gargalos setoriais”, que poderão se agravar a curto prazo. É dentro desse contexto que a concessão de obras e serviços públicos está sendo utilizada como mola mestra da nova fase econômica na qual entra o país.

O valor do déficit da infra-estrutura é substancial. Da Proposta de Governo do Presidente Fernando Henrique Cardoso constava a possibilidade de se mobilizar R\$ 100 bilhões para financiar o programa de investimento em infra-estrutura. Informações complementares ao Orçamento de Investimento de 1995 indicavam a necessidade de dispêndios da ordem de R\$ 72 bilhões nos próximos 4 ou 5 anos para conclusão de projetos relativos às programações somente voltadas para implantação da infra-estrutura (energia elétrica, transportes, comunicações, minas e metalurgia, petróleo e derivados) a cargo de empresas vinculadas aos Ministérios de Minas e Energia, Transporte e Comunicações. Este valor implica uma mobilização anual de recursos entre R\$ 15 a 18 bilhões, bem acima do disponível. Recentemente a *Gazeta Mercantil* informou serem necessários R\$ 75 bilhões para investir em telecomunicações até 2005.

A solução desse déficit importa no processo de desestatização, em pleno curso, através do qual permanecerão na administração pública apenas aqueles serviços correspondentes a atividade típica do Estado. Os demais deverão ser prestados pela iniciativa privada, por meio das concessões, ou seja, do sistema de parceria entre setor público e privado, tão bem analisado em recente obra de autoria dos Professores

Arnoldo e Alexandre Wald e Luiza Rangel de Moraes, intitulada *O Direito de Parceria e a Nova Lei de Concessões*.

Por envolver valores substanciais, fora do alcance de recursos próprios dos seus patrocinadores, essa parceria se desenvolve, financeiramente, com a elaboração e implementação de complexas estruturas financeiras, denominadas *project finance*. Nessas, dois aspectos se destacam: (i) a carência necessária para o início de pagamento dos empréstimos, correspondente às fases de construção e implantação do projeto e (ii) a questão da viabilidade do negócio como forma de pagamento aos financiadores. Nessa linha, sendo o financiamento baseado na capacidade de pagamento demonstrada no fluxo de rendimentos projetado do empreendimento, configura-se perfeitamente plausível, na maioria das vezes, a estruturação da operação através do processo de securitização de receitas futuras. Mediante a utilização da sociedade de propósito único *special purpose company* – SPC –, separa-se o risco das denominadas empresas patrocinadoras do “risco-negócio”.

O *funding* desses projetos demanda, além de recursos próprios dos patrocinadores, uma diversificada composição das fontes de financiamento, envolvendo o sistema financeiro público e privado, bem como dos organismos internacionais. Em outras palavras, o *funding* tem origem na conjugação de fontes situadas, interna e externamente, tanto no mercado de crédito como no de capitais.

É na implementação do *project finance* que o mercado de capitais poderá colaborar, por meio da sua função econômica, como o instrumento que permite alocar, com eficiência, os recursos disponíveis (possuídos pelos agentes econômicos superavitários) em atividades que apresentem as melhores oportunidades de investimento.

O mercado de capitais brasileiro tem características bastante próprias. Inicialmente, é um mercado sofisticado com relação à qualidade dos serviços prestados e dos instrumentos por ele utilizados. O mercado à vista das bolsas de valores negocia, mensalmente, R\$ 300 milhões, havendo uma concentração, sem precedentes, em pouquíssimas ações, lideradas pela Telebrás, que hoje detém, aproximadamente, 6.096 do total das negociações.

A capitalização em bolsa das sociedades

abertas, chegando a cerca de 147 bilhões de dólares, representa quase 25% do PIB nacional, embora, em outros países, tenha alcançado índices bem superiores, como é o caso do Chile, Tailândia e Taiwan, na ordem de 100%. Contudo, durante muito tempo essa relação (valor de mercado/PIB) representou, no Brasil, índices próximos a 10%. Esse quadro indica o potencial do nosso mercado de capitais.

O pano de fundo desse cenário é a inexistência, no Brasil, de um mercado de crédito de longo prazo e uma tradição de o investidor ou poupador considerar os dividendos como uma alternativa de fonte de rendimentos. Ao mesmo tempo, as empresas concessionárias de serviços públicos estão entre as mais negociadas das bolsas em todos os países.

Com o sucesso do Plano Real, ou seja, com a estabilização monetária, com a queda das taxas de juros que se avizinha e a expectativa de que a reforma da previdência, ora em tramitação no Congresso Nacional, modifique o sistema da previdência complementar, permitindo a mobilização da poupança nacional privada para financiamento de longo prazo, temos a certeza de que o nosso mercado de capitais surgirá como alternativa segura e atrativa para os investidores, pequenos e grandes, nacionais ou estrangeiros, individuais ou institucionais. A queda da taxa de juros é fundamental, pois ninguém, em sã consciência, aplicará seus recursos em arriscados empréstimos de longo prazo, tendo disponível a opção de altas taxas de juros em papéis de curto prazo. É oportuno, no entanto, registrar já ter sido reduzida a taxa de juros em 50% de março de 1995 a abril de 1996.

Quanto ao investimento estrangeiro, já existem sinais de confiança no país. Espera-se que, proximamente, o Brasil venha a obter das empresas de *rating* notas compatíveis com as mudanças que estão sendo implementadas na nossa economia, de modo a viabilizar uma transferência mais acentuada de recursos estáveis dos investidores estrangeiros, especialmente os dos fundos de pensão. Essas instituições possuem características que perfeitamente compatibilizam os investimentos de longo prazo com as obrigações assumidas junto a sua clientela, os pensionistas investidores. Os fundos mútuos dos EUA canalizaram US\$ 13 bi para atuação no mercado internacional nos primeiros quatro meses do corrente ano, em comparação com os

US\$ 12 bi durante o ano de 1995, de acordo com dados publicados recentemente pela *Gazeta Mercantil*.

Dizem que a poupança interna é muito pequena. Prefiro, no entanto, ficar com a sensibilidade de Wilson Brumer, ex-presidente da Vale do Rio Doce e atual da Acesita, que entende não ser tal fato verdadeiro, havendo na realidade uma má administração da poupança existente. Essa colocação vem ao encontro de dado divulgado pelo Instituto de Engenharia de São Paulo e pelo Programa Brasileiro de Qualidade de que o desperdício nacional brasileiro anual atinge a cifra de R\$ 108 bilhões. De qualquer sorte, vale registrar que os Tigres Asiáticos têm taxas de poupança da ordem de 30 a 35% do PIB, enquanto a brasileira é, atualmente, de 15%, já tendo sido de 24% no final dos anos 60 e início dos 70. Segundo dados da Abrapp, o patrimônio dos fundos de previdência privada totalizam algo em torno de R\$ 57 bilhões, dos quais 35% estão aplicados em ações (29%) ou debêntures (6%).

Nesse quadro, o programa dos ADR se apresenta como uma boa alternativa de obtenção de recursos, já sendo utilizado por 34 companhias brasileiras, entre as quais 5 atuando no seguimento da prestação de serviços públicos (Eletrobrás, Telebrás, Cemig, Cesp e Celesc).

Com relação aos títulos emitidos pelas companhias, a emissão de ações não traz novidade alguma, exceto o destaque de que colocações que importem em valor significativo são realizadas através de ofertas globais. Merece ainda menção uma interessante opção utilizada pela Companhia Energética de Minas Gerais – CEMIG. Consta de seu estatuto social a previsão de que o Estado de Minas Gerais garante aos acionistas privados da Companhia dividendo de 6% ao ano, mesmo no caso de ausência de lucro.

Quanto aos demais valores mobiliários, o destaque é para as debêntures, devido à flexibilidade oferecida por esse título – podendo conjugar aplicações de renda fixa e variável –, permitindo, assim, a estruturação de uma infinidade de operações, com prazo de longa, curta ou mesmo duração indefinida, participação nos resultados da companhia ou no seu faturamento, conversibilidade em bens ou ações e ainda a estipulação de juros fixos e variáveis (estes, inclusive, relacionados com o produto comercializado pela emitente).

Um novo valor mobiliário está a caminho. Trata-se do Título de Participação em Receita de Serviço Público Concedido – TPR, cujo estudo está em fase de conclusão no BNDES, para então ser encaminhado, pelo Poder Executivo Federal, ao Congresso Nacional, como anteprojeto de lei. Fundamentalmente, o TPR permite a obtenção de recursos necessários à realização de determinada obra pública (construção, ampliação, recuperação ou melhoria de uma rodovia, por exemplo) ou à aquisição e montagem de determinado equipamento (usina elétrica), ou ainda à amortização de um financiamento contratado, em bases insatisfatórias, para a realização de um daqueles empreendimentos.

Em contrapartida, o TPR atribui ao seu titular o direito de participar, diretamente, da receita operacional bruta do empreendimento ou da atividade objeto da concessão, sendo certo que, em caso de insolvência, o novo concessionário recebe do poder concedente o direito de prestar aquele serviço público, porém com o ônus de que o faturamento do empreendimento está comprometido com os TPRs então emitidos. Em outras palavras, o TPR está vinculado a um empreendimento, um serviço público, e com ele se desloca, independentemente da pessoa jurídica que for a concessionária. Dessa forma, substitui-se o “risco-empresa” pelo “risco-negócio”, na medida em que o investidor é sócio do empreendimento e não sócio do concessionário. O TPR não é um título de participação acionária e nem de crédito, é um título de risco em que o investidor aposta no sucesso do empreendimento. É um título escritural a ser negociado no mercado de capitais.

Gostaria de destacar, para exemplificar a criatividade que se faz necessária no equacionamento da formação do *funding* para a execução de obras ou serviços públicos, o caso da Companhia Energética de São Paulo – CESP, que em 1992 emitiu Certificados a Termo de Energia, oriundos de um contrato mercantil de compra e venda a termo de energia elétrica, aplicando o produto da sua colocação na conclusão de obras – montagem de turbinas – de três hidroelétricas, atribuindo ao investidor a opção de resgatar seu crédito em moeda ou em energia elétrica. Esses certificados, por representarem uma mercadoria, uma *commodity*, foram oferecidos ao público por meio de Bolsa de Mercadorias e Futuros, permitindo a captação de cerca de R\$ 300 milhões.

Diversas têm sido as emissões de ações e debêntures por parte de companhias que exploram atividade relacionada com o serviço público: em 1994 foram emitidos títulos no valor aproximado de R\$ 1,9 bilhão; em 1995 R\$ 1,1 bilhão; e no corrente ano (até maio) R\$ 750 milhões, estando atualmente a ser examinada pela CVM uma emissão de debêntures conversíveis, com prazo de 5 anos, de emissão da COMGAS – Companhia de Gás de São Paulo, no montante de R\$ 50 milhões.

Com a execução do processo de privatização

e desestatização, espera-se que o mercado de capitais torne-se menos concentrado e mais pulverizado, ampliando-se os volumes e as quantidades de ações negociadas.

Cabe finalmente registrar, especialmente quando se visa obter recursos externos, a importância que desempenham as companhias classificadoras de risco. Recentemente, uma das mais tradicionais classificadoras atribuiu nota BB para o Brasil (investimento especulativo) e nota BB para seus títulos da dívida interna, um ponto abaixo do BBB, nível de investimento considerado seguro.