

O mercado de capitais como alternativa para financiamento da infra-estrutura e saneamento: o caso brasileiro da Caixa Econômica Federal

Alberto Borges Matias
FEARP/USP
CEPEFIN

Introdução

O atual modelo de financiamento da infra-estrutura e saneamento no Brasil está centrado no mercado de crédito, envolvendo essencialmente Instituições Públicas, como a CEF – Caixa Econômica Federal e o BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. O mercado de crédito, no País, apresenta-se como modelo esgotado em razão, pelo lado da oferta de recursos, das restrições de capitalização das Instituições Financeiras intervenientes no processo, e pelo lado da demanda, das restrições de limites de endividamento impostos a Estados e Municípios. Desta forma, a imensa demanda social por infra-estrutura e saneamento acaba por não poder ser atendida, apesar da disponibilidade de recursos internos e externos, pelo atual modelo de financiamento creditício. Surge a necessidade de desenvolvimento de novo modelo, centrado no desenvolvimento do mercado de capitais para financiamento das demandas por investimentos na área.

Este artigo origina-se de trabalho de extensão universitária desenvolvido junto à Vice-Presidência de Infra-Estrutura e Habitação da Caixa Econômica Federal, encontrando-se em negociação com o Tesouro Nacional e organismos internacionais de fomento. Compõe-se, o artigo, de um diagnóstico do atual modelo de financiamento, seguido pela propositura de novo modelo centrado no mercado de capitais.

A CEF – Caixa Econômica Federal

A CEF é uma Instituição Financeira com capital total do Governo Federal, captando recursos de mercado – depósitos à vista, depósitos à prazo, depósitos de poupança e depósitos judiciais – além de agente do FGTS. Como instituição financeira e empresa pública integralmente controlada pela União, tem atuação cada vez mais restrita na oferta de crédito ao setor público, dadas às suas limitações, de capital e de conjuntura (contingenciamento de crédito ao setor público, necessidade de geração de resultado primário elevado para pagamento de juros da dívida etc.). Adicionalmente, perdeu a exclusividade como agente financeiro do FGTS para financiamento do setor de saneamento.

Captação

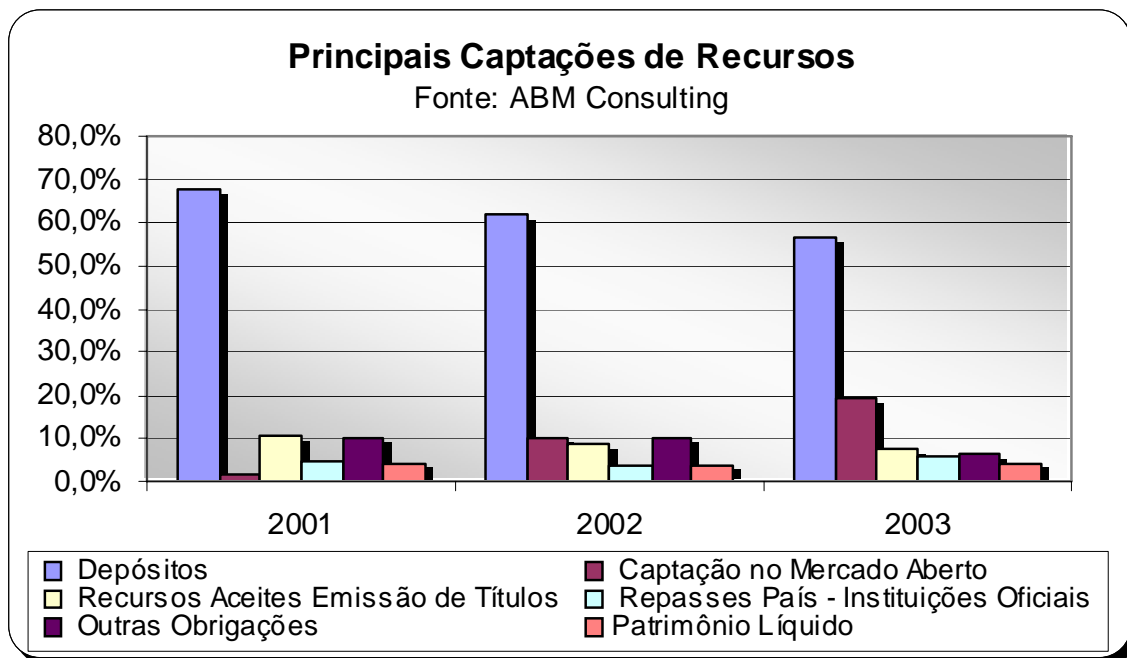
CEF	set-01	set-02	set-03
Passivo Circulante	82,3%	78,9%	81,7%
Exigível a Longo Prazo	14,2%	17,5%	14,3%
Patrimônio Líquido	4,5%	3,7%	4,0%

Gráfico 1 percebe-se a que predominam os recursos de depósitos como forma de captação de recursos da CAIXA.

Tabela 1
Análise vertical do passivo

CEF	set-01	set-02	set-03
Passivo Circulante	82,3%	78,9%	81,7%
Exigível a Longo Prazo	14,2%	17,5%	14,3%
Patrimônio Líquido	4,5%	3,7%	4,0%

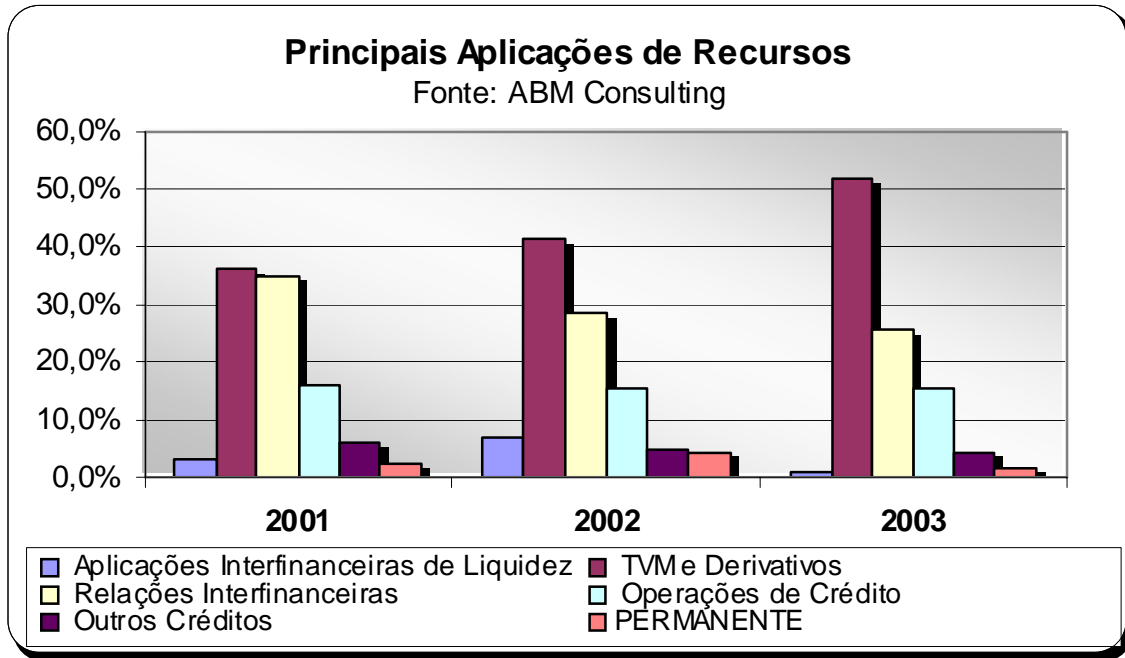
Gráfico 1
Principais captações de recursos



Aplicação

No Gráfico 2 demonstra-se claramente a migração de recursos do Longo para o Curto Prazo e, também, maior concentração em Títulos e Valores Mobiliários, com redução da aplicação em Operações de Crédito.

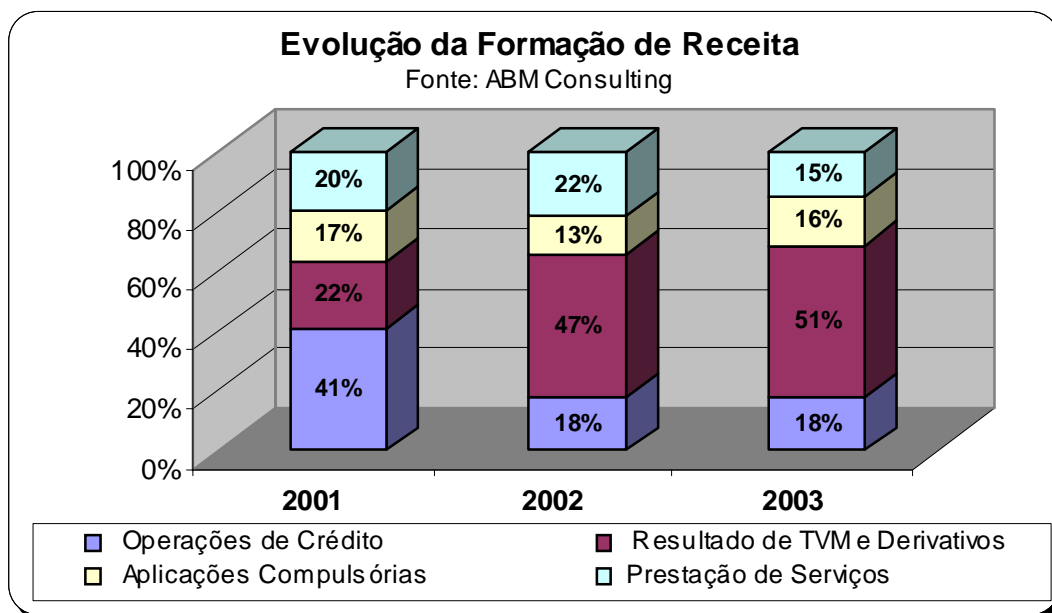
Gráfico 2
Principais aplicações de recursos



Formação de Receita

Seguindo a estrutura de Aplicação de Recursos, no Gráfico 3, percebe-se que as Receitas de Operações de Crédito diminuíram, na mesma medida em que aumentaram as Receitas com Títulos e Valores Mobiliários. Nota-se, também, uma pequena redução na participação das Receitas de Serviços.

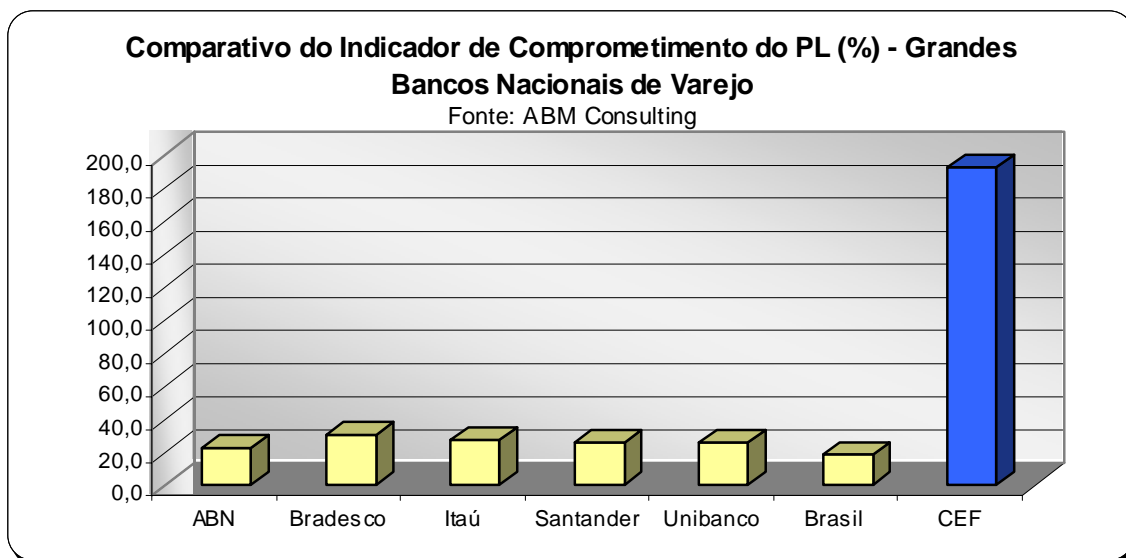
Gráfico 3
Evolução da formação da receita



Comprometimento do Patrimônio Líquido

Comparando-se a CAIXA com as demais Instituições Financeiras atuantes no Brasil, de porte equivalente, no Gráfico 4, percebe-se um comprometimento do Patrimônio Líquido em relação aos créditos bem mais significativo da parte da CAIXA.

Gráfico 4
Comprometimento do PL



Bases para a Nova Política de Financiamento da CEF

Considerando-se:

- A necessidade de crescimento da carteira de crédito em operações de Saneamento e Infra-Estrutura, sob a responsabilidade da DISAN, em R\$ 20 bilhões, nos próximos 5 anos;
- O perfil dos clientes tomadores de recursos para a realização de investimentos nestes setores, tradicionalmente estados, municípios e empresas públicas, com insignificante participação de empresas privadas;
- As restrições de ordem macroeconômica que vigoram no País, dada a necessidade de realização de elevados superávits primários, contingenciando o volume de crédito disponível ao setor público;
- Os limites de endividamento impostos pela Lei de Responsabilidade Fiscal que, visando a garantir uma melhor saúde financeira aos estados, municípios e à própria União, restringem sua capacidade de investimento;
- A atual estrutura de capital da CAIXA que, quando comparada às demais instituições financeiras do mercado, quer estatais ou privadas, mostra-se insuficiente para fazer frente às oportunidades de negócios que se apresentam, em função de sua importância estratégica como agente de fomento ao desenvolvimento urbano do Governo Federal;

- O limite de 45% do Patrimônio Líquido de Referência das instituições financeiras autorizadas a operar no Brasil, para contratação de operações de crédito com órgãos e entidades do setor público, estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional. Até o momento, há R\$ 2,5 bilhões em operações contratadas com o setor público, o que impede novas contratações;
- Os princípios de prudência e segurança bancária, Acordo da Basileia, que contemplam o controle e o acompanhamento estrito dos riscos de crédito, de mercado e operacionais;
- As características das operações de financiamento para investimento em Saneamento e Infra-Estrutura, com valores de grande monta e prazos longos;
- As normas de prudência, gestão e controle financeiro da CAIXA.
- A perspectiva de queda mais acentuada nos níveis de taxas de juros praticadas no Brasil;
- A demanda de oportunidades de investimento de longo prazo, na medida em que as taxas de juros de remuneração dos títulos públicos deixem de ser atrativas e que haja um excesso de liquidez no mercado;
- O mercado de capitais no Brasil ainda em desenvolvimento, em fase de estruturação e de adequação de instrumentos que viabilizem sua maturação, demandando oportunidades de investimento de longo prazo;
- A orientação estratégica do Governo Federal que, através do PPA 2004-2007, indicou que:
 - O desenvolvimento e a dinamização dos mercados de títulos corporativos devem transformá-los em efetivo vetor dos recursos privados ao desenvolvimento;
 - Proporcionará a atração de recursos privados ao funding dos projetos através de fundos setoriais de investimento em infra-estrutura;
 - Enfatizará as atividades de habitação e saneamento, numa evolução que estará ampliando as responsabilidades da CAIXA na operacionalização do financiamento a essas áreas socialmente prioritárias para a estratégia de desenvolvimento nacional.

A solução encontrada para suportar a necessidade de investimentos nos setores de saneamento e infraestrutura urbana, mesmo que num primeiro momento pareça por um lado óbvia e por outro de difícil implementação, é a criação e o desenvolvimento de mecanismos e operações de engenharia financeira que possibilitem a utilização do Mercado de Capitais, mesmo que para tanto se tenha que participar do seu processo de desenvolvimento, apresentados na Tabela 2 e no texto a seguir.

Tabela 2
Macro-estratégias

		MERCADO			
		CRÉDITO		CAPITAIS	
MACRO-ESTRATÉGIA		INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA (LINHAS)	REPASSES (PROGRAMAS)	INSTRUMENTOS	SERVIÇOS
ESTRATÉGIA DE CAPTAÇÃO		DEPÓSITOS ✓ A Prazo ✓ Compulsórios (como % de Depósitos à Vista) OUTROS RECURSOS ✓ LSI – Letras de Saneamento e Infra-Estrutura	FONTES ✓ Organismos Internacionais de Crédito ✓ FGTS ✓ BNDES INSTRUMENTOS ✓ LEI 4131 ✓ RESOLUÇÃO 63	FUNDOS ✓ Investimento <ul style="list-style-type: none"> ▪ Títulos de Dívida ▪ Ações ✓ Recebíveis ✓ Participação ✓ Proteção Cambial ✓ Garantidor de Risco de Crédito	ADMINISTRAÇÃO DE FUNDOS
	ESTRATÉGIA DE APLICAÇÃO	PRODUTOS ✓ Prazo ✓ Valor ✓ Indexador ✓ Encargo Financeiro ✓ Critério de Amortização ✓ Garantia	SETORES ✓ Saneamento Integrado ✓ Transporte Urbano ✓ Desenvolvimento Institucional ✓ Infra-Estrutura Habitacional ✓ Urbanismo	OPERAÇÕES ESTRUTURADAS ✓ Securitização de Recebíveis ✓ Financiamento de Projetos ✓ Consórcio ✓ Sindicalização EMPRESA DE PARTICIPAÇÕES ✓ CAIXAPAR	SERVIÇOS ✓ Estruturação e Venda da Operação ✓ Agente Fiduciário ✓ Gestor Financeiro ✓ Gestor de Cobrança ✓ Assessoria em DI <ul style="list-style-type: none"> ▪ Plano diretor ▪ Modelo de Concessão de Serviços Básicos ▪ Modernização Administrativa e Fiscal ▪ Formação de Consórcio de Municípios

Macro-estratégia de Intermediação Financeira

O processo de intermediação financeira pressupõe que a CAIXA capte recursos de terceiros, em moeda local ou estrangeira (com modalidades, prazos e taxas de juros distintas) e, respeitando-se as normas e restrições legais e regulamentares, sejam do Conselho Monetário Nacional, do Banco Central do Brasil ou da própria CAIXA e avaliando-se os riscos envolvidos, possa oferecer aos seus clientes alternativas mais flexíveis de financiamento.

Estratégia de captação

- Depósitos a Prazo, conforme legislação em vigor;
- Depósitos Compulsórios, a partir de percentual definido sobre o volume de Depósitos à Vista do Sistema Bancário (sugestão dependente de autorização do Conselho Monetário Nacional);
- LSI – Letras de Saneamento e Infra-Estrutura (ver descrição adiante).
- Organismos de crédito internacionais – Negociar linhas de recursos, objetivando maior capacidade de adaptação as necessidades dos clientes, principalmente quanto a prazos e períodos de amortização.

Estratégia de aplicação

Desenvolvimento de produtos, que possam ser oferecidos aos clientes com Limite de Crédito Pré-Aprovado pela SURIC. Dado que os recursos sejam investidos em projetos de Saneamento e Infra-Estrutura, não há restrição ou direcionamento quanto ao segmento de setor em que seriam aplicados os recursos. Parâmetros básicos para os produtos:

- Prazo: estabelecer limite máximo, de acordo com a composição da origem dos recursos, dentro dos instrumentos citados na Estratégia de Captação;
- Valor: o estabelecimento de limites depende da política de riscos de crédito da CAIXA e de custos operacionais;
- Indexador: adequar à estrutura de captação;
- Encargo Financeiro: adequado para garantir a cobertura dos custos estruturais e manter o nível de rentabilidade exigido pelo acionista;
- Critério de Amortização: adequar à estrutura de captação;
- Garantia: Fundo Garantidor de Risco de Crédito, Covenants, Recebíveis etc.

Macro-estratégia de Repasses

Pressupõe que a CAIXA capte recursos de terceiros, em moeda local ou estrangeira, com prazos, taxas de juros e critérios de amortização definidos e, respeitando-se as normas e restrições legais e regulamentares, sejam do Conselho Monetário Nacional, do Banco Central do Brasil ou da própria CAIXA e avaliando-se os riscos envolvidos, os repasse a seus clientes nas mesmas condições de prazo, moeda e critério de amortização.

Estratégia de captação

- FGTS: continuar operando dentro das normas atuais, através de Programas, e iniciar aproximação com o Comitê Gestor do FGTS a fim de obter maior flexibilização no uso dos recursos.
- BNDES: aumentar o relacionamento, visando à obtenção de maiores volumes de recursos.
- Organismos internacionais de crédito: desenvolver relacionamento que permita o repasse de recursos por programas ou projetos.

Estratégia de aplicação

Disponibilizar os Programas negociados com os fornecedores de recursos e oferecer aos clientes com Limite de Crédito Pré-Aprovado pela SURIC.

Tanto os Programas quanto as Linhas de Recursos podem contemplar todos ou alguns dos setores (e segmentos) abaixo:

- Saneamento Integrado
- Transporte Urbano
- Desenvolvimento Institucional: o principal instrumento para que a CAIXA venha a desempenhar papel significativo no desenvolvimento institucional dos municípios é o PNAFM – Programa Nacional de Apoio à Gestão Administrativa e Fiscal dos Municípios Brasileiros, por incluir a proposição da estratégia e dos procedimentos de concessão, privatização e terceirização dos serviços públicos municipais.
- Infra-Estrutura Habitacional
- Urbanismo

Macro-estratégia de Serviços

Aborda a possibilidade de prestação de serviços diretamente pela DISAN e, em muitos casos, por outras áreas da própria CAIXA. Mais adiante, todas as possibilidades serão melhor detalhadas.

- Estruturação e Venda da Operação
- Agente Fiduciário
- Gestor Financeiro
- Gestor de Cobrança
- Conta Corrente
- Assessoria em DI – Desenvolvimento Institucional:
 - Elaboração de Plano Diretor
 - Aperfeiçoamento do Modelo de Gestão
 - Modelagem de Concessão de Prestação de Serviços Básicos
 - Modernização Administrativa e Fiscal
 - Formação de Consórcios de Municípios: constituição de uma empresa regional, que reúna várias empresas de saneamento de municípios adjacentes, objetivando a obtenção de escala na prestação dos serviços e, conseqüentemente, na capacidade de investimento

Instrumentos de Captação

Linhas

A DISAN deve procurar se relacionar com os fornecedores de recursos nacionais e internacionais, objetivando o estabelecimento de linhas de financiamento, apresentadas na Tabela 3, que lhe permitam

oferecer alternativas mais flexíveis aos clientes, respeitando parâmetros mínimos, essenciais a garantir a devolução dos recursos nos prazos e condições negociadas.

Tabela 3
Linhas

CONDIÇÕES	LINHA	OPERAÇÃO DE FINANCIAMENTO
PRAZO	Negociado como Fornecedor de Recursos	Flexível, tendo como limitador o prazo da Linha
VALOR	Volume Total negociado com o Fornecedor de Recursos	Adequado à necessidades do Cliente e às condições de crédito da CAIXA
INDEXADOR	De acordo com a oferta do Fornecedor de Recursos	O mesmo da Linha de Recursos
ENCARGO FINANCEIRO	De acordo com a oferta do Fornecedor de Recursos	Encargo da Linha acrescido de spread
CRITÉRIO DE AMORTIZAÇÃO	De acordo com a oferta do Fornecedor de Recursos	De acordo com as possibilidades do cliente ou do projeto, desde que não se oponha às condições da Linha
GARANTIA	Negociada com o Fornecedor de Recursos	Suficiente para viabilizar a concessão do crédito e minimizar riscos

Programas

A atual forma de relacionamento com os Fornecedores de Recursos, particularmente o FGTS, deve ser fortalecida no sentido de manter o menor número possível de Programas de Repasse, apresentados na Tabela 4, atendendo os casos que não se enquadrarem a estas condições com as Linhas de Financiamento. As mesmas condições negociadas com os Fornecedores de Recursos aplicam-se aos tomadores, acrescidas de taxas administrativas.

Tabela 4
Programas

CONDIÇÕES	LINHA	OPERAÇÃO DE FINANCIAMENTO
PRAZO	Negociado como Fornecedor de Recursos	<p>Adequada às características do projeto apresentado pelo cliente (aplicação), tendo como limites, e não mais imposições, os parâmetros da Linha de Financiamento (captação):</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. O prazo da aplicação não excederá o prazo de captação; 2. A soma de todas as operações de aplicação não poderá ser superior ao montante global da captação; 3. A aplicação adotará o mesmo indexador da captação; 4. A taxa de aplicação resultará da composição do encargo financeiro da captação acrescido dos custos de estrutura, do risco de inadimplência e do spread que garanta a rentabilidade exigida pelo acionista; 5. O critério de amortização da aplicação poderá ser livre, desde que não prejudique o pagamento do principal e dos juros da captação nos prazos acordados com o fornecedor de recursos; 6. As garantias da aplicação em nada se relacionam com as garantias negociadas na captação.
VALOR	Volume Total negociado com o Fornecedor de Recursos	
INDEXADOR	De acordo com a oferta do Fornecedor de Recursos	
ENCARGO FINANCEIRO	De acordo com a oferta do Fornecedor de Recursos	
CRITÉRIO DE AMORTIZAÇÃO	De acordo com a oferta do Fornecedor de Recursos	
GARANTIA	Negociada com o Fornecedor de Recursos	

LSI - Letra de Saneamento e Infra-Estrutura

A emissão de Letras de Saneamento e Infra-Estrutura (LSI) é uma proposta para a obtenção de recursos para viabilizar o financiamento de obras de saneamento básico, desenvolvimento urbano e demais empreendimentos de infra-estrutura realizados por órgãos públicos e suas concessionárias.

A Letra de Saneamento e Infra-Estrutura (LSI), a exemplo da Letra Hipotecária, é um título de renda fixa, nominativo, transferível e de livre negociação. É um título de longo prazo, (compatível com o prazo do financiamento), pode ser indexado, com o IGP-M ou o INPC, com o resgate do principal no final ou parcelado e pagamento de juros semestral ou anual. A tributação é a mesma a aplicada às Letras Hipotecárias.

Entretanto, a emissão destes títulos depende de legislação específica (CMN e CVM).

FISI – Fundo de Investimento em Saneamento e Infra-Estrutura

O Fundo de Investimento em Saneamento e Infra-Estrutura é uma proposta para a obtenção de recursos que viabilizem o financiamento de obras de infra-estrutura realizado tanto por órgãos públicos como

por suas concessionárias.

Estes fundos, à semelhança de outras modalidades (como os fundos de ações, renda fixa, derivativos, etc), são formados por grupos de investidores, com o objetivo de aplicar recursos no desenvolvimento de empreendimentos de saneamento básico e ambiental (como o abastecimento de água para a população, esgotamento sanitário, resíduos sólidos urbanos, meio ambiente e recursos hídricos) e infraestrutura urbana (iluminação pública, sistema viário, microdrenagem e macrodrenagem).

A idéia dos Fundos de Investimentos em Saneamento e Infra-Estrutura é inspirada nos atuais Fundos de Investimento Imobiliário e poderia seguir algumas das características destes fundos, como ser obrigatoriamente administrado por uma instituição financeira (neste caso a CAIXA), não ter personalidade jurídica própria (a instituição financeira que o administra "empresta" sua personalidade jurídica ao fundo, tornando-se proprietária fiduciária dos bens integrantes do patrimônio, sem vinculação com o patrimônio da instituição), ser um fundo que não permite o resgate das quotas e com o retorno do investimento ser pela distribuição de resultados, da venda das quotas ou, quando for o caso, na dissolução do fundo com a venda dos seus ativos e distribuição proporcional do patrimônio aos quotistas. A tributação deve seguir a mesma legislação praticada nos fundos imobiliários.

A exemplo das outras modalidades de fundos de investimento no Brasil, estes fundos também devem ser regulados e fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários, porque captam recursos do público para investimento. A quota destes fundos seria um valor mobiliário.

A exemplo dos Certificados de Recebíveis Imobiliários, a motivação dos fundos de investimento imobiliário foi baseada em empreendimentos privados e não para empreendimentos públicos. Desta forma, a regulamentação dos fundos de investimento em saneamento e infra-estrutura deve prever a viabilidade jurídica da possibilidade de haver o envolvimento de uma obra pública como garantia da operação.

Fundo Social

O objetivo deste fundo (administrado pela CAIXA) é viabilizar as operações daqueles potenciais tomadores de crédito definidos pelo Comitê de Crédito da CAIXA como de capacidade financeira insuficiente para pagar os financiamentos de seus projetos de infra-estrutura. Os recursos do Fundo Social de Crédito serão oriundos do Orçamento Geral da União.

Este fundo terá as funções:

- Subsidiar (parcial ou totalmente):
 - os encargos financeiros dos financiamentos. Neste caso, os tomadores são responsáveis pelo pagamento da totalidade do principal da dívida.
 - os encargos financeiros e o principal do financiamento.

A remuneração desta atividade é através da cobrança de uma comissão retida nas liberações dos recursos.

- fornecer recursos para a constituição do Fundo de Proteção ao Risco Cambial que tem o objetivo de cobrir parte do risco cambial dos tomadores de recursos em moeda estrangeira.

Apesar das dificuldades eventuais que a constituição e operacionalização deste fundo possam trazer a CAIXA, esta é uma alternativa que visa dar transparência a população do uso de recursos públicos.

Cabe à CAIXA dedicar-se somente a atividade operacional do financiamento, não se envolvendo com o direcionamento político dado aos recursos envolvido nestas operações.

FIDC – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC, também chamados de Fundos de Recebíveis, foram criados com o objetivo de dar liquidez ao mercado de crédito, reduzindo o risco e ampliando a oferta de recursos. Com eles as empresas passaram a ter uma opção de financiamento alternativa, tanto no sistema de crédito como no mercado de capitais, e os bancos passaram a ter a possibilidade de vender seus créditos para fundos de investimento especialmente criados para esse fim, abrindo espaço em sua carteira para novas operações de crédito.

Estes fundos, conforme a legislação vigente (Instrução CVM 393, de 22/07/2003 e 399, de 21/11/2003), precisam prever em seus regulamentos a forma de remuneração e resgate das cotas bem como seu prazo de duração, pois seus ativos são de operações de longo prazo e baixa liquidez.

Sua estrutura básica é semelhante a de um fundo de renda fixa tradicional. A diferença reside no fato de que os ativos que compõe a carteira dos FIDCs são títulos que representam receitas futuras de outras empresas, como faturas comerciais, constas de água ou de energia elétrica ou, ainda, contratos de financiamento.

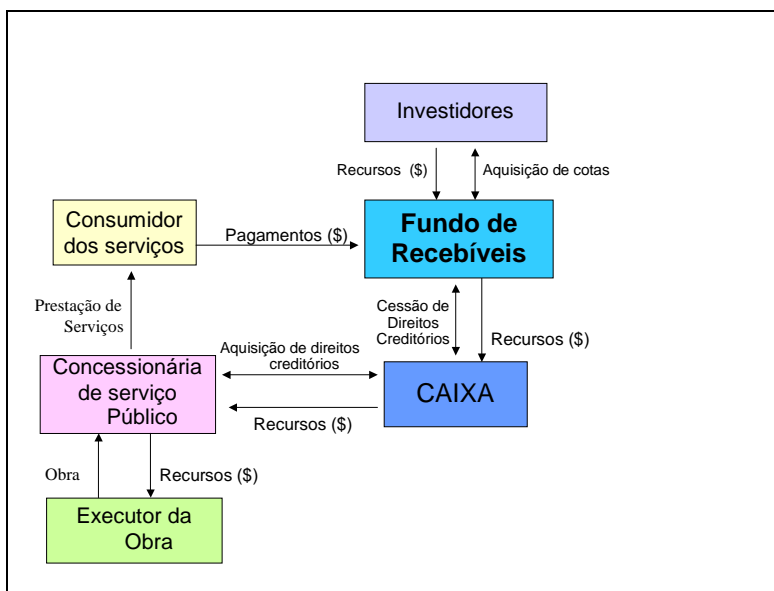
Trata-se de uma alternativa para atrair investidores privados para projetos de interesse social.

Estes fundos, criados e administrados pela própria CAIXA, são vinculados a projetos específicos e com as características de cada projeto.

As quotas deste fundo poderão ser negociadas no mercado secundário, através da Sociedade Operadora do Mercado de Ativos – SOMA / Bovespa, para permitir a existência a alguma liquidez a estas quotas.

Uma dificuldade operacional poderá existir relativa ao fluxo de recursos entre os investidores e o tomador dos recursos. Eventualmente, poderá existir um descompasso entre o ingresso de recursos no fundo e a liberação dos recursos aos tomadores. Isto poderá ser compensado através de um contrato de financiamento realizado entre o tomador e a CAIXA. No início da operação, a CAIXA libera os recursos ao tomador com recursos próprios através de um empréstimo tradicional e após o fundo ter os recursos necessários, a CAIXA realiza um contrato de cessão de crédito com o fundo e recompõe seu caixa. Esta alternativa está apresentada na Ilustração 1.

Ilustração 1 **FDIC**



As principais vantagens para a empresa originadora, para a realização destas operações são:

- A empresa não precisa ser S.A. nem ter capital aberto;
- Disponer de recursos de longo prazo;
- Redução da carga de impostos;
- Operação registrada fora de seu balanço, melhorando seus índices de alavancagem;
- Fluxo de recursos sem coobrigação;
- Aumento do seu poder de alavancagem;

As principais vantagens para o investidor são:

- Redução do risco de crédito devido à pulverização dos créditos;
- Desvinculação do risco de crédito da originadora e do risco de crédito do fundo, uma vez que os pagamentos são efetuados diretamente ao fundo;
- Existência de uma margem de segurança para compensar eventuais inadimplências;
- Perfil adequado para investidores que buscam papéis privados de longo prazo com risco mitigado, como fundos de pensão;
- Rating mais elevado em relação ao da originadora (no mínimo, igual);

- As cotas dos fundos podem ser negociadas no mercado de balcão ou em bolsa, permitindo ter liquidez.

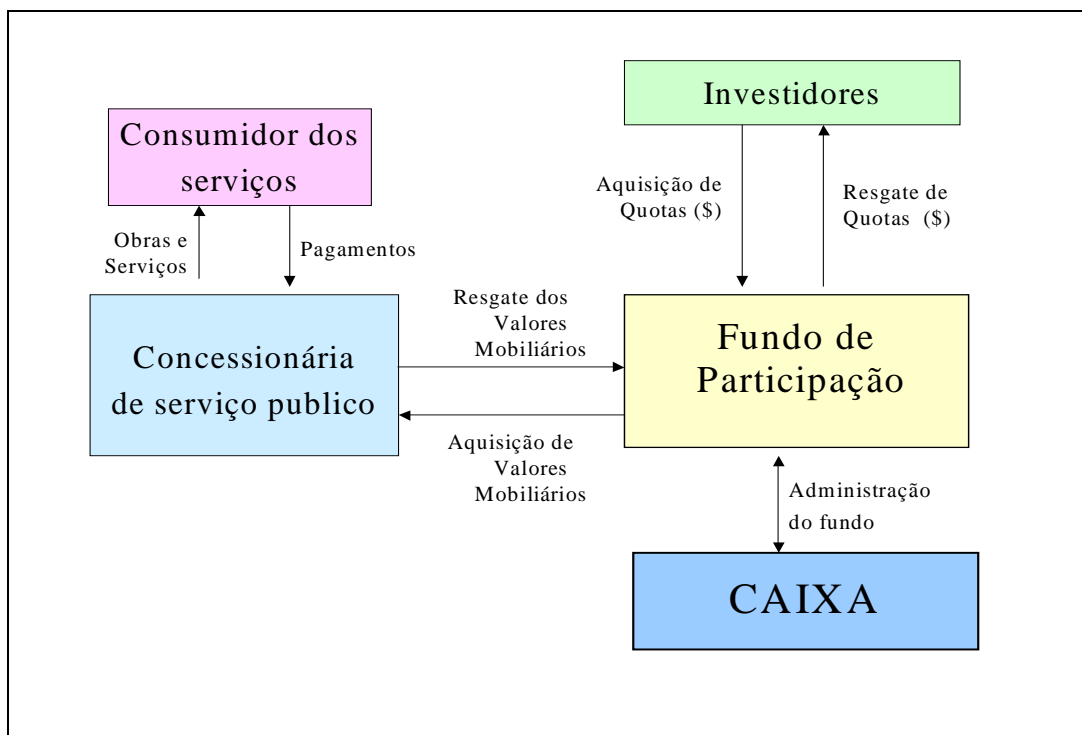
Entretanto, algumas desvantagens são:

- Produto novo e com pouca tradição no mercado de capitais;
- Não pode ser vendido para pessoas físicas no varejo;
- Processo de estruturação um pouco demorado (análise dos recebíveis);
- Descasamento de taxas e de fluxo de caixa do FIDC;
- Resgate ou amortização condicionados ao pagamento dos direitos creditórios;
- O aumento da inadimplência dos recebíveis dentro da carteira do fundo pode comprometer a rentabilidade alvo indicada para o investidor.

Fundo de Investimento em Participações

A estruturação destes fundos é bastante flexível, como mostrado na Ilustração 2, uma vez que a Instrução permite que grande parte das regras para seu funcionamento seja estipulada no próprio regulamento do fundo, tais como patrimônio mínimo, política de investimento, chamadas de capital, amortização, prazo do fundo, etc. Os FIP podem adquirir ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias abertas ou fechadas, mas não podem investir seus recursos no exterior, nem tampouco em bens imóveis.

Ilustração 2
Esquema básico de uma operação com fundo de investimento em participações



Os Fundos de Investimento em Participações são mais atrativos que os Fundos de Investimentos Imobiliários, pois têm liberdade para investir em diversos negócios, enquanto os Fundos de Investimento Imobiliários restringem-se a empreendimentos imobiliários. Os FIPs também têm a vantagem de estarem sujeitos a procedimentos mais simples de registro na CVM.

Vale ressaltar que a criação do FIP abriu um canal para alocação no segmento de private equity de parte dos recursos das entidades de previdência privada. As Resoluções do Conselho Monetário Nacional, que regulamentam as aplicações dessas entidades, já previam a possibilidade de investimento em FIP antes mesmo de serem regulamentados pela CVM.

As aplicações de recursos no FIP pelos cotistas não necessitam de ser feitos de uma única vez. Eles poderão ser efetivados por meio de um compromisso pelo qual os investidores fiquem obrigados a integralizar um determinado valor no fundo, de acordo com prazos e procedimentos preestabelecidos no regulamento e em um instrumento particular entre cada cotista e o FIP. No caso de operações de infra-estrutura, estes prazos seriam regulados pelo cronograma de desembolso de cada projeto e controlado pela CAIXA (administradora do fundo).

Embora estes fundos tenham sido idealizados para empreendimentos privados, com a participação direta destes fundos no processo decisório da companhia investida e, portanto, com efetiva influência na definição das estratégias desta companhia (através da indicação de membros do Conselho de Administração), não há restrição legal para a utilização desta estrutura quando se tratar de empreendimentos públicos.

Neste caso, a CAIXA, na condição de administradora destes fundos, participaria ativamente da administração do empreendimento.

Fundos Setoriais

Os fundos setoriais destinam-se a aglutinar projetos de características semelhantes. Como exemplo, os projetos dos municípios de uma determinada região poderiam ser agrupados e, com isto, constituir-se um fundo específico para estes projetos. Desta forma, cada fundo teria na composição de sua carteira ativos relacionados com empreendimentos com características semelhantes, permitindo aos investidores a opção por investimentos que lhes sejam mais atrativos.

A forma jurídica pode ser a de qualquer uma das modalidades de fundos de investimento já existentes, como fundo de renda fixa, de ações, de recebíveis ou de participações, ou, ainda, de novas modalidades que venham ser regulamentadas.

CRI – Certificado de Recebíveis Imobiliários

Os CRIs são títulos emitidos por companhias securitizadoras que possuem garantia real, de livre negociação e lastreados nos fluxos de recebíveis originados por financiamentos imobiliários. Eles podem conter quaisquer indexadores (respeitando a legislação em vigor) e sem limitação de prazo.

A estruturação de uma operação com Certificado de Recebíveis Imobiliários é uma alternativa de emissão de títulos pela SPE, portanto, um caso particular de uma operação tradicional de securitização.

A legislação vigente para os Certificados de Recebíveis Imobiliários orienta que estes títulos devam estar lastreados em empreendimentos imobiliários. Entretanto, não há a especificação das características que o empreendimento imobiliário deva ter. Depreende-se que a legislação foi inspirada para empreendimentos privados e não para empreendimentos públicos. Assim, como uma obra de saneamento básico ou de desenvolvimento urbano é um empreendimento público, há a ressalva sobre a viabilidade jurídica da possibilidade deste título oferecer como garantia uma obra pública. Contornando-se esta ressalva, a estrutura operacional dos CRIs poderá ser utilizada para a viabilização de financiamentos de empreendimentos de saneamento e infra-estrutura urbana. Esta é uma oportunidade da CAIXA dar uma contribuição ao mercado financeiro com o fomento de um mercado ativo para estes títulos (tanto primário como secundário).

Instrumentos de Aplicação

Operações de Financiamento

Operações mais flexíveis, baseadas em três grupos distintos de Fontes de Recursos:

Depósitos e Letras de Saneamento e Infra-Estrutura

Fontes de recursos de curto e médio prazo devem viabilizar operações de prazos menores que os tradicionais de financiamento ao desenvolvimento urbano, com encargos muito próximos aos praticados pelo mercado. Os indexadores são os mesmos adotados na captação: TR e IGP-M. O volume de recursos disponível para estas operações não deve ser muito significativo, dado que os principais investimentos são de prazos mais longos e trata-se de instrumentos de captação que ainda necessitam conquistar a confiança do mercado e portanto, de maturação.

Fontes Nacionais

Tendo com principais fornecedores de recursos o FGTS e o BNDES, devem viabilizar as operações de mais longo prazo, cujos indexadores são TR, TLP e cesta de moedas. Os encargos devem se manter abaixo dos praticados pelo mercado, dadas as políticas de financiamento adotadas por estes órgãos. Os volumes são significativos, não se podendo prever que percentual poderá estar disponível na forma de Linha.

Fontes Internacionais

Os volumes mais significativos devem advir de BIRD e BID. Os prazos são longos e os encargos financeiros bastante atraentes. O valor total das Linhas vai depender de negociação com estes Organismos.

Operações de Repasse

Realizadas em moeda local, com prazos Longos, os indexadores são tr, TJLP e cesta de moedas e os encargos financeiros tendem a se situar abaixo dos praticados pelo mercado, e em moeda estrangeira também com prazos longos, volumes bastante expressivos e taxas de juros competitivas.

Empresa de participações - CAIXAPar

A exemplo do BNDES, a CAIXA poderá constituir uma sociedade em associações com grupos privados: a CAIXA PARTICIPAÇÕES S.A. – CAIXAPar.

A CAIXAPar seria uma sociedade por ações que investiria em empresas nacionais que tivessem o propósito de atuar nos setores de infra-estrutura, definidos na macro-estratégia da CAIXA, através da (i) subscrição e integralização de valores mobiliários e, em se tratando de ações, preferencialmente em proporções minoritárias; ou (ii) com a garantia de subscrição de ações ou de debêntures conversíveis em ações ou de bônus de subscrição; ou, ainda, (iii) com outras formas de colaboração compatíveis com o objeto social da CAIXAPar.

Operações estruturadas

Uma análise dos projetos de investimento de longo prazo no Brasil evidencia que a forma tradicional de focar a empresa em detrimento ao empreendimento ou projeto, que ela irá empreender, apresenta fortes indícios de ter atingido o seu limite.

Assim, a tendência é que o foco da análise não seja simplesmente a empresa que deseja obter recursos, mas em um enfoque que considere o risco das atividades envolvidas em um negócio e, desta forma, realize uma segregação de ativos que permita uma classificação de risco das diversas atividades e minimizá-los.

Project finance

Forma de engenharia financeira calçada no fluxo de caixa de um projeto. Suas garantias são tanto os ativos do projeto como os seus recebíveis. Os investidores consideram o risco do projeto mais importante do que o tomador dos recursos. Portanto, é fundamental que a estruturação da operação

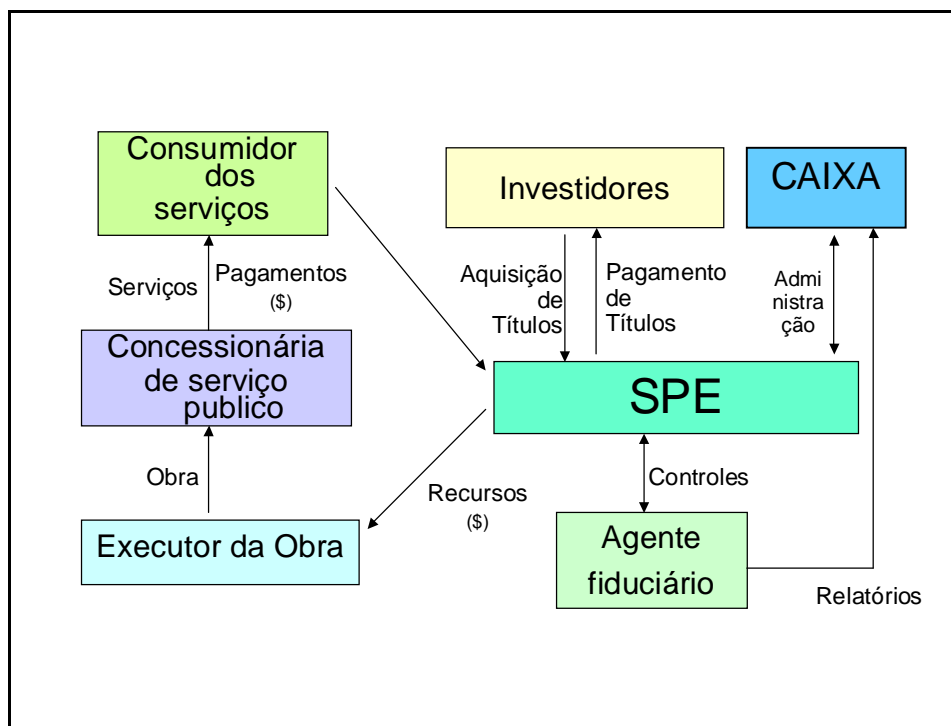
evidencie legalmente que a gestão do projeto e a propriedade de seus ativos estejam separados dos tomadores dos recursos.

Securitização de recebíveis

Termo utilizado para identificar aquelas operações em que o valor mobiliário (título) emitido esteja lastreado ou vinculado a um direito de crédito ou recebível (direito de receber um determinado valor, como na compra ou venda a prazo).

A securitização, mostrada na Ilustração 3, é o processo em que o fluxo de caixa gerado por um conjunto de recebíveis é transferido para uma empresa especialmente criada para esta finalidade. São as chamadas Sociedades de Propósito Específico - SPE. Esta nova empresa realiza uma emissão (pública ou privada) de valores mobiliários (como debêntures, notas promissórias societárias - commercial papers, certificados de recebíveis), utilizando-se como garantia (lastro) o recebimento dos recebíveis gerados pelo fluxo de caixa. Esta forma é conhecida no mercado financeiro internacional como a Asset Backed Security (ABS).

Ilustração 3
Securitização



Sindicalização

Alguns empreendimentos, em função de sua relevância, podem exigir vultuosas quantias de recursos para sua implantação e longo prazo para a obtenção do retorno do investimento.

Muitas operações de infra-estrutura encontram-se nestas condições e são, portanto, passíveis de serem sindicalizadas. Desta forma, quando a CAIXA estiver estruturando operações com estas características, ela poderá diminuir sua participação no empreendimento, dividindo esta operação com outras

instituições tanto para (i) reduzir sua exposição ao risco global da operação, (ii) obter uma taxa de juros em um nível compatível com projeto, (iii) maximizar resultados, (iv) trocar de expertise e conhecimento e (v) ter parceiros em negócios de longo prazo.

Serviços

A CAIXA poderá obter receitas adicionais às receitas oriundas de financiamentos através da prestação de serviços complementares às estruturas apresentadas neste trabalho.

Administração de fundos de investimento

Qualquer que seja a modalidade de fundo de investimento, há a presença de um agente para exercer a administração do fundo. A CAIXA poderá ser o administrador dos fundos e cobrar uma taxa sobre o patrimônio dos fundos pelo serviço de administração. Esta é uma fonte relevante de receitas nestas operações. Em janeiro de 2004, a CAIXA era a 5ª maior administradora de fundos do país, com R\$ 25,6 bilhões (4,76% do total). O mercado era de R\$ 537,8 bilhões.

Agente fiduciário

A função do agente fiduciário no Brasil, que teve por modelo a figura do Trustee adequado à nossa prática jurídica, é a de dar proteção eficiente aos direitos e interesses dos investidores, exercendo uma fiscalização permanente e atenta, cabendo-lhe a responsabilidade da administração de bens de terceiros, independente da emissora e dos demais interessados, não conflitando, no exercício de suas funções, com os direitos e interesses que deva proteger.

Para tanto, o Agente Fiduciário deverá elaborar relatórios e colocá-lo à disposição dos investidores, informando os fatos relevantes ocorridos durante um determinado período (geralmente após o encerramento do ano), relativos à execução das obrigações assumidas pela emitente, aos bens garantidores e à constituição e aplicação do fundo de amortização, se houver.

Gestor de cobrança

As operações estruturadas com recebíveis envolvem a cobrança destes títulos. A CAIXA poderá usar sua expertise de cobrança e obter uma remuneração pela prestação deste serviço a SPE.

Gestor financeiro

As SPEs precisam realizar o controle do fluxo de caixa dos recebíveis. A CAIXA poderá exercer esta atividade e ser remunerada pela realização deste trabalho.

Conta corrente

A CAIXA poderá deter todas as contas correntes das empresas envolvidas na operação tendo como benefício o aumento do volume dos saldos de depósitos a vista.

Desenvolvimento institucional

A DISAN poderá prestar aos municípios alguns serviços, que serão citados mais à frente. Relembrando uma das considerações efetuadas na apresentação do Novo Posicionamento Estratégico da DISAN, a CAIXA deve se transformar em órgão de ajuste fiscal dos municípios, dada a oportunidade de assessorá-los no processo de modernização de gestão - administrativa e fiscal. A importância estratégica do desenvolvimento institucional dos municípios está na capacitação para que se tornem clientes, capazes de tomar recursos emprestados e honrar os pagamentos ao longo do tempo.

Conclusões

O atual modelo de financiamento da infra-estrutura e saneamento no Brasil está centrado no mercado de crédito, envolvendo essencialmente Instituições Públicas, como a CEF – Caixa Econômica Federal e o BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. O mercado de crédito, no País, apresenta-se como modelo esgotado em razão, pelo lado da oferta de recursos, das restrições de capitalização das Instituições Financeiras intervenientes no processo, e pelo lado da demanda, das restrições de limites de endividamento impostos a Estados e Municípios. Desta forma, a imensa demanda social por infra-estrutura e saneamento acaba por não poder ser atendida, apesar da disponibilidade de recursos internos e externos, pelo atual modelo de financiamento creditício. Surge a necessidade de desenvolvimento de novo modelo, centrado no desenvolvimento do mercado de capitais para financiamento das demandas por investimentos na área.

Bibliografia

- Costa, Ana Carla Abrão. Mercado de Crédito: uma análise econométrica dos volumes de crédito total e habitacional no Brasil. Trabalho para Discussão número 87 do Banco Central do Brasil, novembro de 2004.
- Fundação João Pinheiro. Déficit Habitacional no Brasil: 2000. Projeto PNUD-BRA – Habita Brasil. BID, 2001.
- Oliveira, Celso Marcelo. Manual de Crédito Imobiliário. Editora LZN, 2005.
- Silva, Maria de Fátima Souza e; Heineck, Luiz Fernando M. Sistema de Monitoramento de Intervenções Governamentais no Campo Habitacional: Condições para Avaliações Multifacetadas. ENANPAD, 2004.

Resenha biográfica

Alberto Borges Matias é Professor Associado do Departamento de Administração da FEA-RP/USP - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP - Universidade de São Paulo, no campus Ribeirão Preto. É professor dos cursos de graduação, pós graduação e MBAs da USP. Pesquisador do CEPEFIN – Centro de Pesquisas em Finanças da USP. Autor de inúmeros artigos e livros em finanças. Consultor e Estrategista Financeiro de inúmeras Instituições públicas e privadas. Endereço: R. Marechal Rondon 581, Jd. América, Ribeirão Preto, SP, 14020-220, Brasil. Fone/fax: (55 16) 3911-40406. E-mail: matias@usp.br.