



**39º CONGRESSO
BRASILEIRO DA PREVIDÊNCIA
COMPLEMENTAR FECHADA**

**DISRUPTURA E O MUNDO
DO NOVO SÉCULO**

10 a 12 de setembro de 2018 • CentroSul • Florianópolis • SC

A IMPORTÂNCIA DOS ATIVOS DE CRÉDITO NO ALM DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR

*Fernando Lovisotto
Gustavo Cortes*





A IMPORTÂNCIA DOS ATIVOS DE CRÉDITO NO ALM DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR

Crédito Privado tem se mostrado uma importante alternativa de alocação no ALM das fundações, sobretudo na atual conjuntura, em função do seu retorno esperado superior aos títulos públicos, conjugado com um nível de volatilidade relativamente inferior e menor correlação com os mercados tradicionais. Neste sentido, consideramos que os ativos de crédito terão um papel fundamental nas carteiras das entidades fechadas de previdência complementar, além de proporcionar uma maior diversificação dos seus investimentos. O mercado de crédito apresenta atualmente oportunidades de investimento com boa relação retorno-risco, principalmente no segmento de infra-estrutura e imobiliário. Nestes setores é possível originar operações com baixo risco de crédito e um sólido pacote de garantias reais. Há um conjunto de emissores com bons *ratings*, fluxo de caixa estável/recorrente e corrigido por inflação, permitindo a estruturação de títulos de crédito indexados ao juro real, com níveis de *spread* interessantes, bastante aderentes ao passivo das fundações. Ademais, estes setores têm apresentado grande crescimento, assim como o mercado de crédito em geral. Entretanto, analisando-se a composição atual das carteiras das EFPC, podemos observar que as fundações possuem uma exposição ainda relativamente pequena ao segmento. Nesse painel vamos explorar as oportunidades do segmento de crédito, quais são as suas principais características e perspectivas, além de metodologias, estratégias e processos de investimentos empregadas para mitigar os riscos desses ativos.



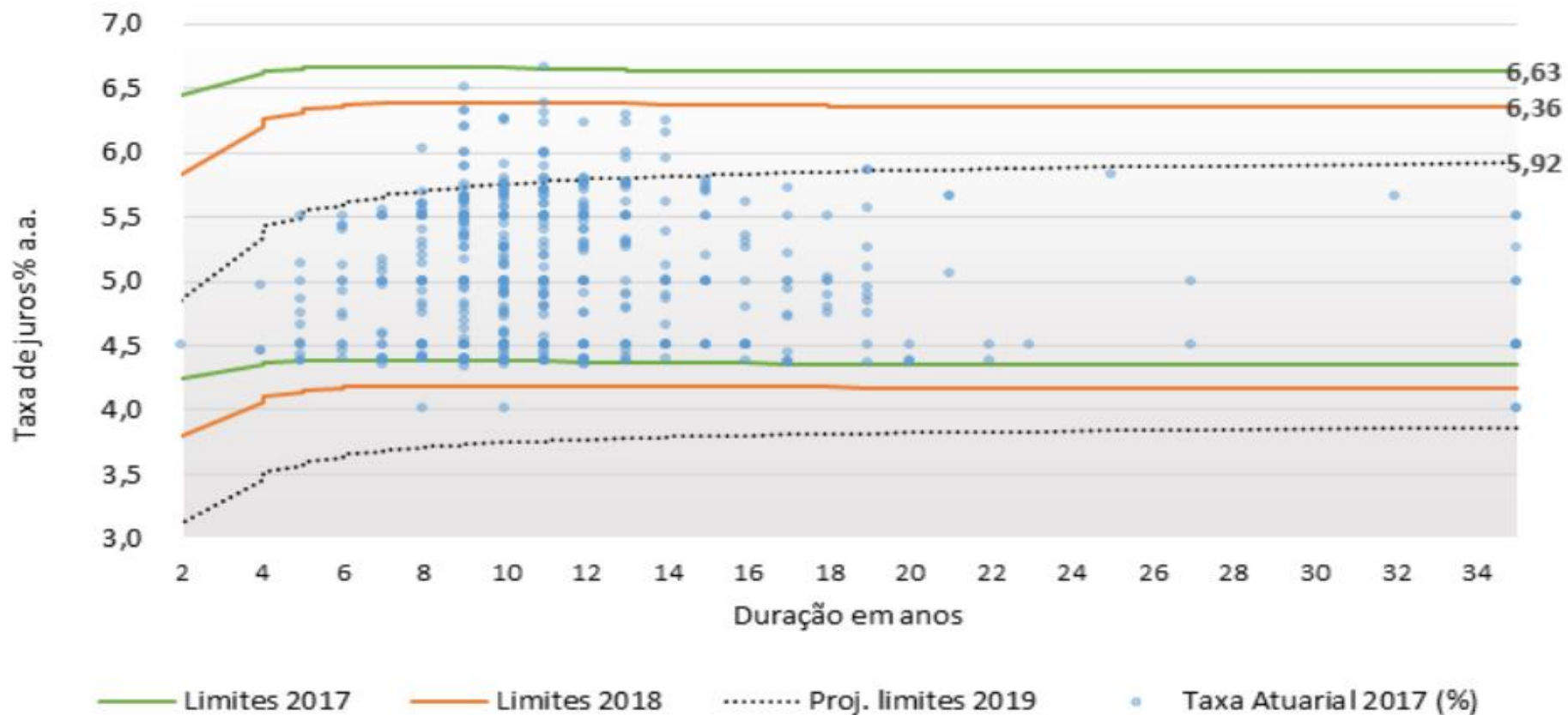
Dificuldade em superar o IPCA+6%

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
MAIOR RETORNO	Petróleo BRL 140,94	Small Cap BRL 112,28	Small Cap BRL 33,84	Bolsa Brasil 27,71	Small Cap BRL 42,96	Bolsa Brasil 43,65	Ouro BRL 37,53	Small Cap BRL 153,58	Small Cap BRL 32,93	Ouro BRL 23,73	Small Cap BRL 38,87	Bolsa EUA 49,22	Bolsa EUA 25,33	Dólar 47,02	Bolsa Brasil 38,94	Small Cap BRL 49,35
	Ouro BRL 91,17	Bolsa Brasil 97,33	Petróleo BRL 22,73	Petróleo BRL 23,53	Bolsa Brasil 32,93	Petróleo BRL 30,99	Dólar 30,03	Bolsa Brasil 82,66	Ouro BRL 23,34	Petróleo BRL 21,40	RF Inflação 26,68	Bolsa Global 42,88	Bolsa Global 15,80	Bolsa EUA 45,95	Small Cap BRL 31,75	Bolsa Brasil 26,86
	Dólar 53,21	MM IFMM 27,65	RF Inflação 19,85	RF Pós-fixado 19,71	RF Inflação 22,09	Small Cap BRL 26,02	INPC + 6% 12,87	Petróleo BRL 34,12	RF Inflação 17,04	RF Inflação 15,16	Bolsa Brasil 26,32	Dólar 14,64	RF Inflação 14,54	Bolsa Global 42,99	Petróleo BRL 20,82	Bolsa Global 21,91
	INPC + 6% 21,62	RF Pós-fixado 27,36	Bolsa Brasil 17,81	MM IFMM 18,87	MM IFMM 21,32	RF Inflação 14,04	RF Pós-fixado 12,40	RF Inflação 18,95	INPC + 6% 12,86	INPC + 6% 12,44	Bolsa EUA 24,68	INPC + 6% 11,89	INPC + 6% 12,60	Ouro BRL 31,72	MM IFMM 15,66	Bolsa EUA 21,21
	Bolsa Global 20,95	INPC + 6% 17,00	MM IFMM 16,30	RF Inflação 13,89	RF Pós-fixado 15,24	MM IFMM 12,54	RF Inflação 11,03	MM IFMM 16,85	RF Pós-fixado 9,77	Dólar 12,37	Bolsa Global 24,43	MM IFMM 9,34	Dólar 12,51	INPC + 6% 17,95	RF Inflação 15,48	Petróleo BRL 14,16
	MM IFMM 20,17	Inflação BR 9,30	RF Pós-fixado 16,22	Small Cap BRL 11,93	Ouro BRL 12,65	RF Pós-fixado 11,91	Inflação BR 5,90	INPC + 6% 10,36	Petróleo BRL 9,65	Bolsa EUA 12,24	Ouro BRL 17,59	RF Pós-fixado 8,02	RF Pós-fixado 10,81	MM IFMM 16,91	RF Pós-fixado 14	Ouro BRL 14,12
	Bolsa EUA 17,41	Bolsa Global 6,85	INPC + 6% 12,50	INPC + 6% 11,35	INPC + 6% 8,98	INPC + 6% 11,47	MM IFMM 5,80	RF Pós-fixado 9,96	MM IFMM 9,24	RF Pós-fixado 11,63	MM IFMM 13,43	Inflação BR 5,91	Ouro BRL 10,80	RF Inflação 15,46	INPC + 6% 13,26	MM IFMM 12,96
	RF Pós-fixado 16,07	Bolsa EUA 3,23	Inflação BR 7,60	Inflação BR 5,69	Bolsa Global 7,90	Ouro BRL 9,13	Bolsa EUA -20,01	Inflação BR 4,31	Bolsa EUA 7,40	MM IFMM 11,19	INPC + 6% 12,57	Petróleo BRL 0,59	MM IFMM 7,57	RF Pós-fixado 13,23	Inflação BR 6,29	RF Inflação 12,58
	Inflação BR 12,53	Ouro BRL -2,50	Bolsa Global 3,65	Ouro BRL 3,69	Bolsa EUA 3,93	Inflação BR 4,46	Bolsa Global -24,69	Bolsa Global -4,29	Inflação BR 5,91	Inflação BR 6,50	Dólar 10,11	RF Inflação -10,02	Inflação BR 6,41	Inflação BR 10,67	Bolsa EUA -8,58	RF Pós-fixado 9,95
	Small Cap BRL 0,26	Petróleo BRL -14,86	Bolsa EUA 0,12	Bolsa Global -5,42	Inflação BR 3,14	Bolsa Global -10,77	Petróleo BRL -39,58	Ouro BRL -6,26	Bolsa Global 4,33	Bolsa Global 3,70	RF Pós-fixado 8,41	Bolsa Brasil -15,50	Bolsa Brasil -2,91	Petróleo BRL 2,13	Ouro BRL -9,84	INPC + 6% 7,91
	Bolsa Brasil -17,01	Dólar -18,32	Ouro BRL -3,06	Bolsa EUA -9,43	Petróleo BRL -8,51	Bolsa EUA -13,74	Bolsa Brasil -41,22	Bolsa EUA -6,95	Bolsa Brasil 1,04	Small Cap BRL -17,22	Inflação BR 5,84	Small Cap BRL -16,64	Small Cap BRL -18,36	Bolsa Brasil -13,31	Bolsa Global -12,10	Inflação BR 2,80
MENOR RETORNO			Dólar -8,14	Dólar -12,07	Dólar -8,52	Dólar -16,68	Small Cap BRL -57,21	Dólar -24,63	Dólar -4,77	Bolsa Brasil -18,10	Petróleo BRL 2,14	Ouro BRL -17,40	Petróleo BRL -39,1	Small Cap BRL -22,37	Dólar -16,54	Dólar 1,50



Taxa de Desconto

Projeção das Bandas das Metas Atuariais

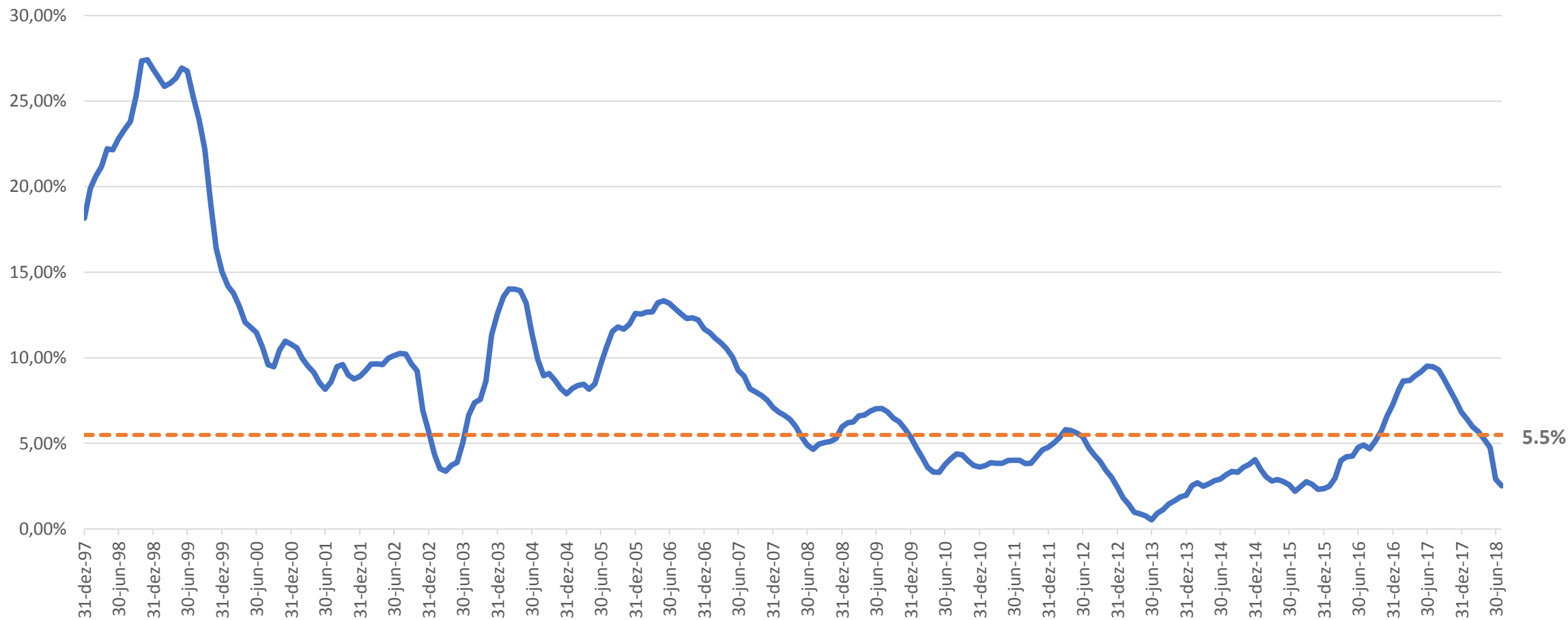


A taxa atuarial média dos planos BD foi de 5,32% no ano de 2017



Juro Real Ex-Post

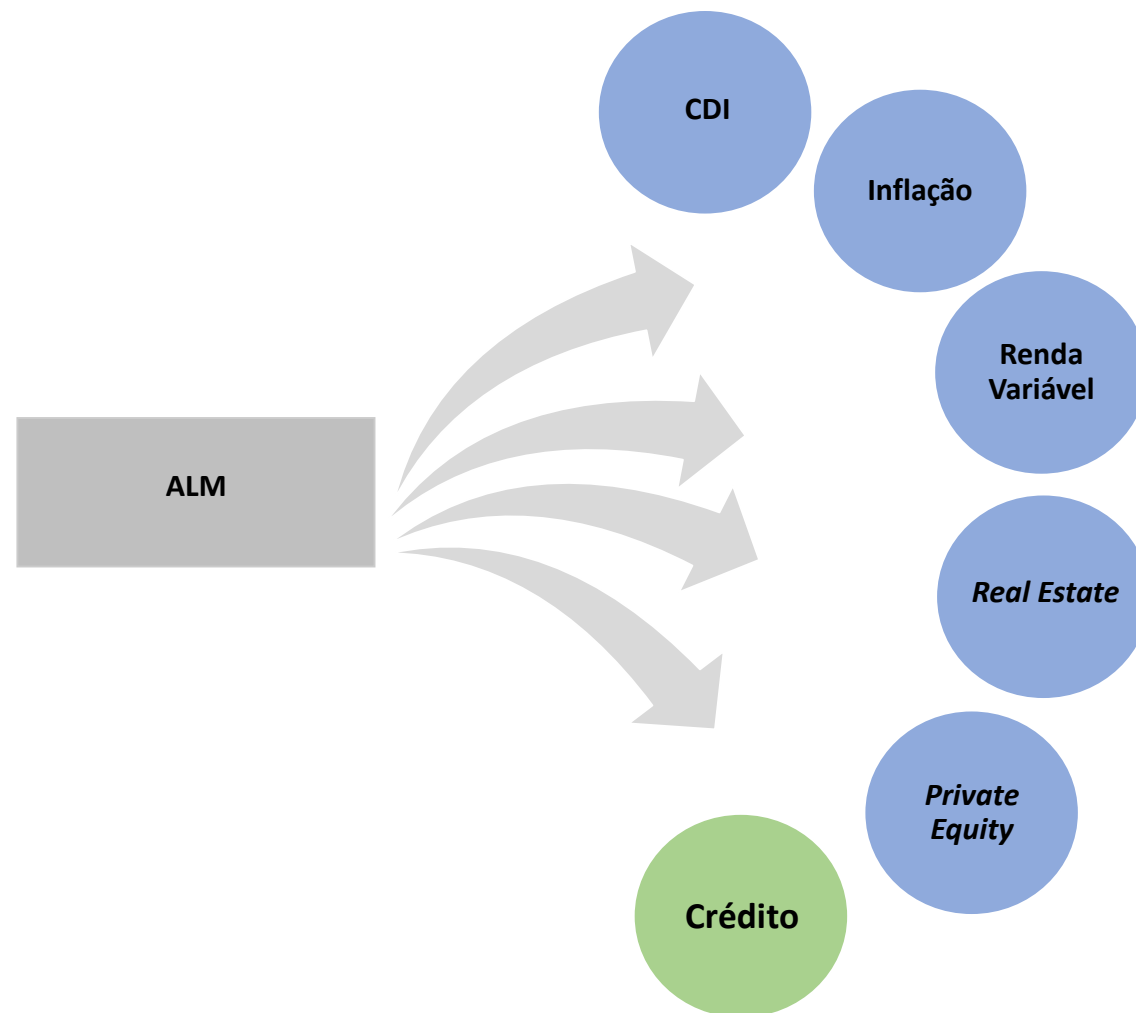
Os juros reais no Brasil vem sofrendo uma queda estrutural nos últimos 20 anos. A tendência é que as fundações tenham que buscar cada vez mais outras alternativas de investimentos que não os títulos públicos para superar a meta atuarial. (CDI - IPCA 12 meses)





Asset Liability Management

ALM – Alocações em diversas classes de ativos para fazer frente ao passivo atuarial

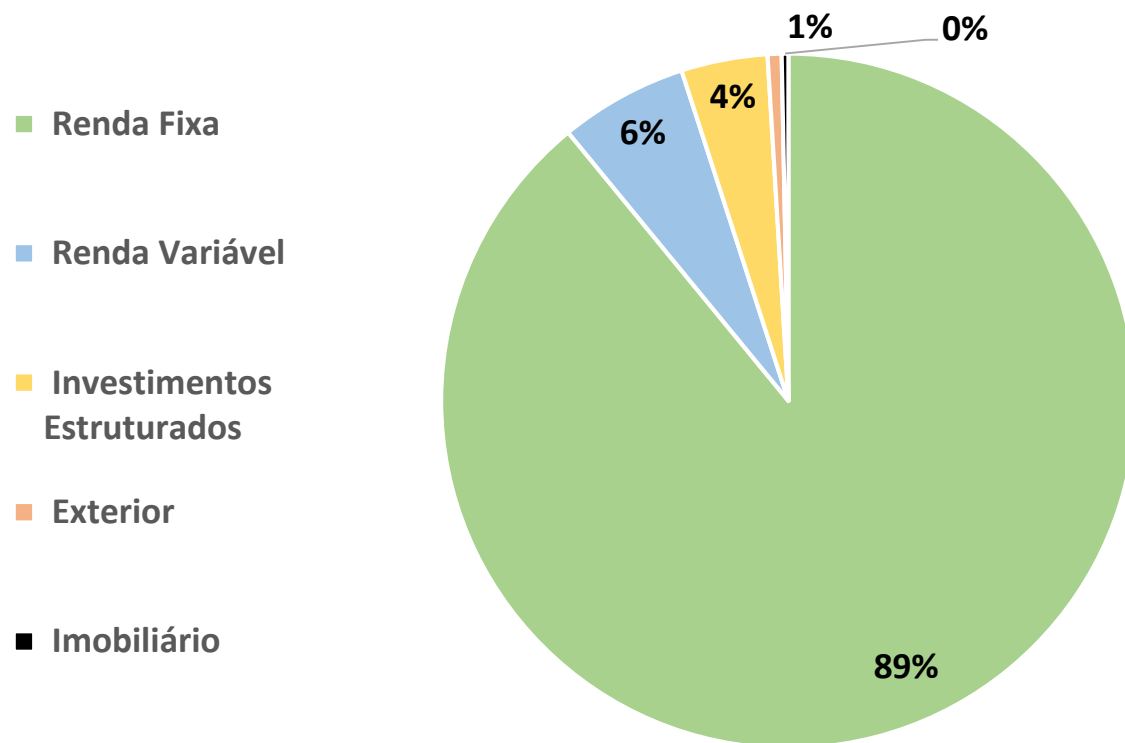




Alocação das EFPCs

Carteira Composta por renda fixa e majoritariamente em títulos públicos

Carteira Consolidada EFPC – Julho.18

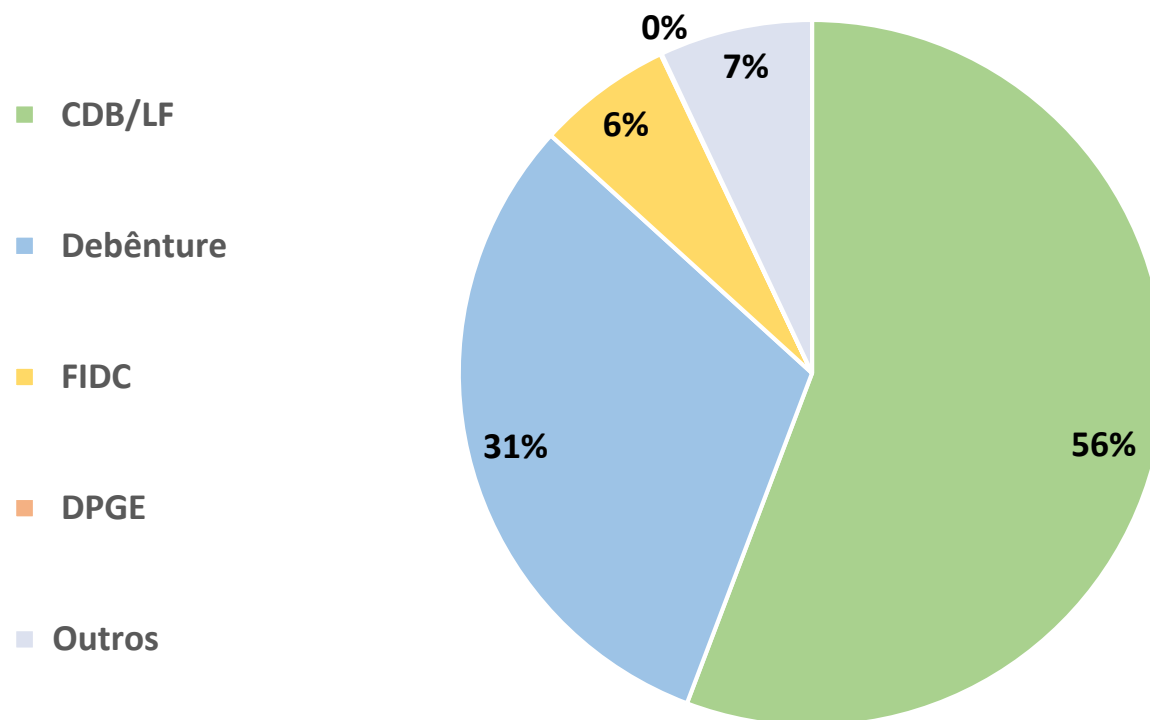




Alocação em Crédito Privado: EFPC

Carteira Composta por renda fixa e majoritariamente em títulos públicos

Alocação em Títulos Privados – Julho.18





Ativos de Crédito Privado

Indicadores de Mercado e Estratégias de Gestão em Crédito

- *Racional de Investimento*
- *Estatísticas - Mercado de Capitais*
- *Crédito em Infraestrutura*
- *Crédito Imobiliário*



Por que Investir em Crédito?

Os Ativos de Crédito podem ser boas alternativas de investimento para EFPCs pois;

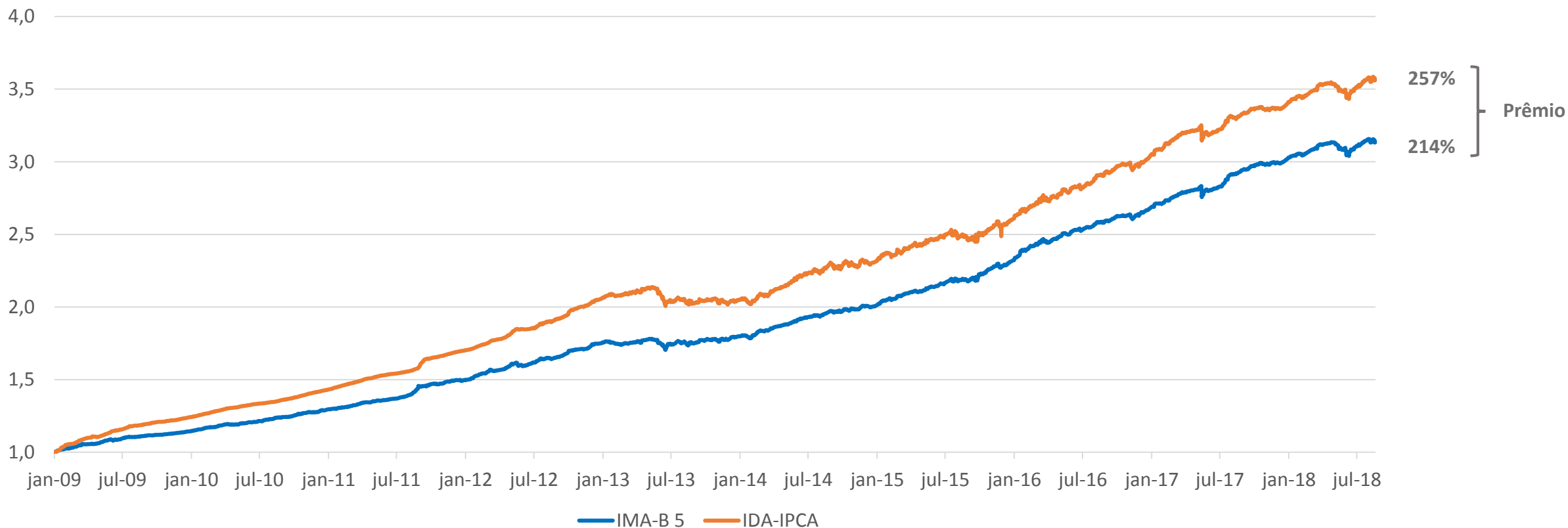
- I. Oferecem retornos superiores aos dos títulos públicos;
- II. Possibilitam maior diversificação nas carteiras;
- III. Apresentam menor volatilidade;
- IV. Possuem menor correlação com os mercados tradicionais;
- V. Crédito ligado a inflação tem mais aderência ao passivo das EFPCs (ALM).



Retorno Índice Debêntures vs IMAB

Retorno do Índice IDA-IPCA ¹

O índice IDA-IPCA supera o IMA-B 5 no período, adicionado em média anualmente 3,5% de retorno adicional.



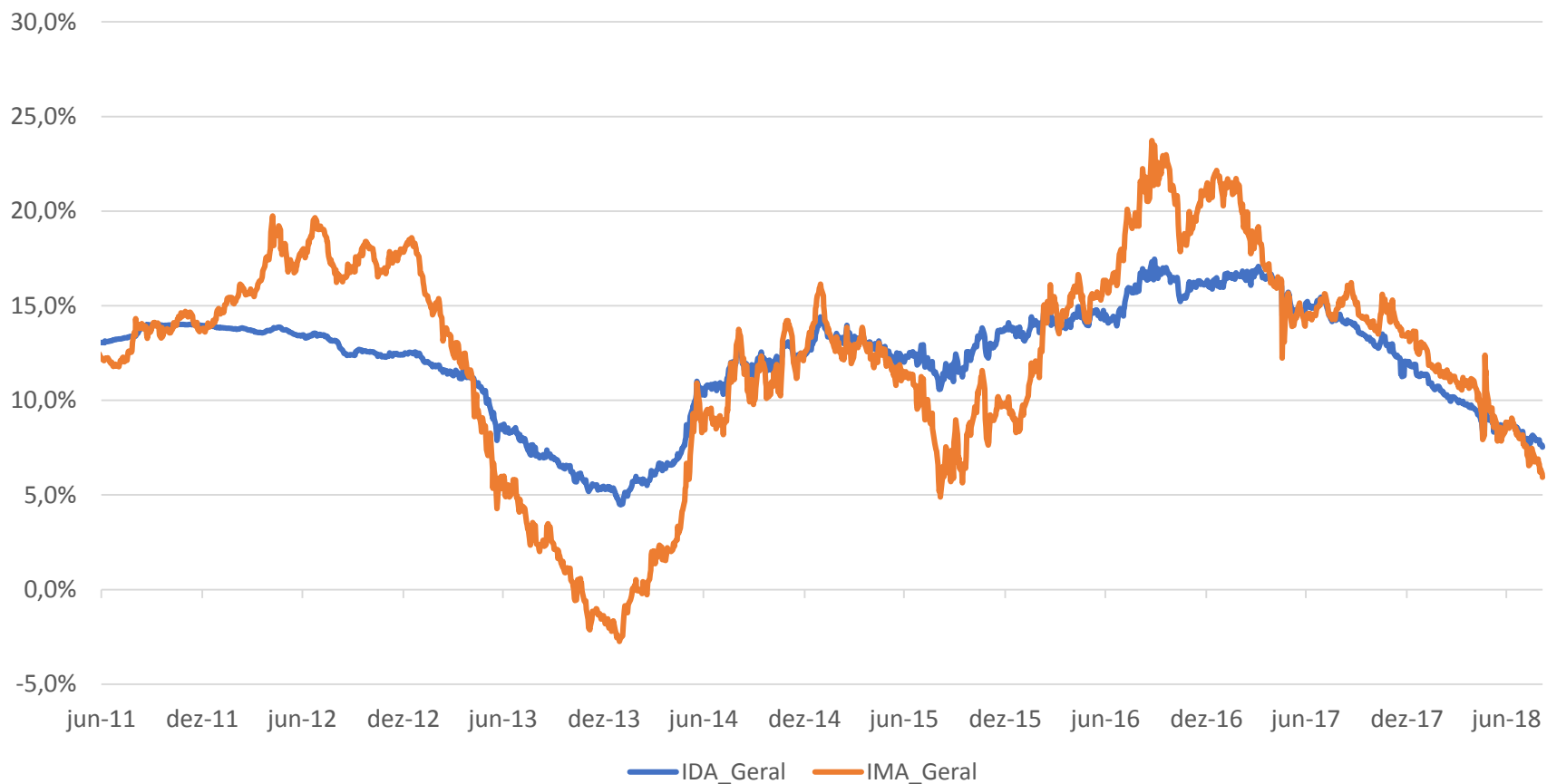
Fonte: Anbima, Quantum Axis, Vinci Partners

1. O Índice de Debêntures ANBIMA (IDA), representa a evolução a preços de mercado de uma carteira de debêntures. Subdivide-se em dois sub-índices principais, de acordo com os indexadores dos títulos - DI e IPCA. O IDA-IPCA é composto por 95 debêntures (sendo 95% nas faixas de rating "A" a "AAA"), totalizando R\$31bi de valor de mercado e *duration* média de 2,9 anos (fonte: ANBIMA).

Volatilidade Crédito Privado vs Soberano



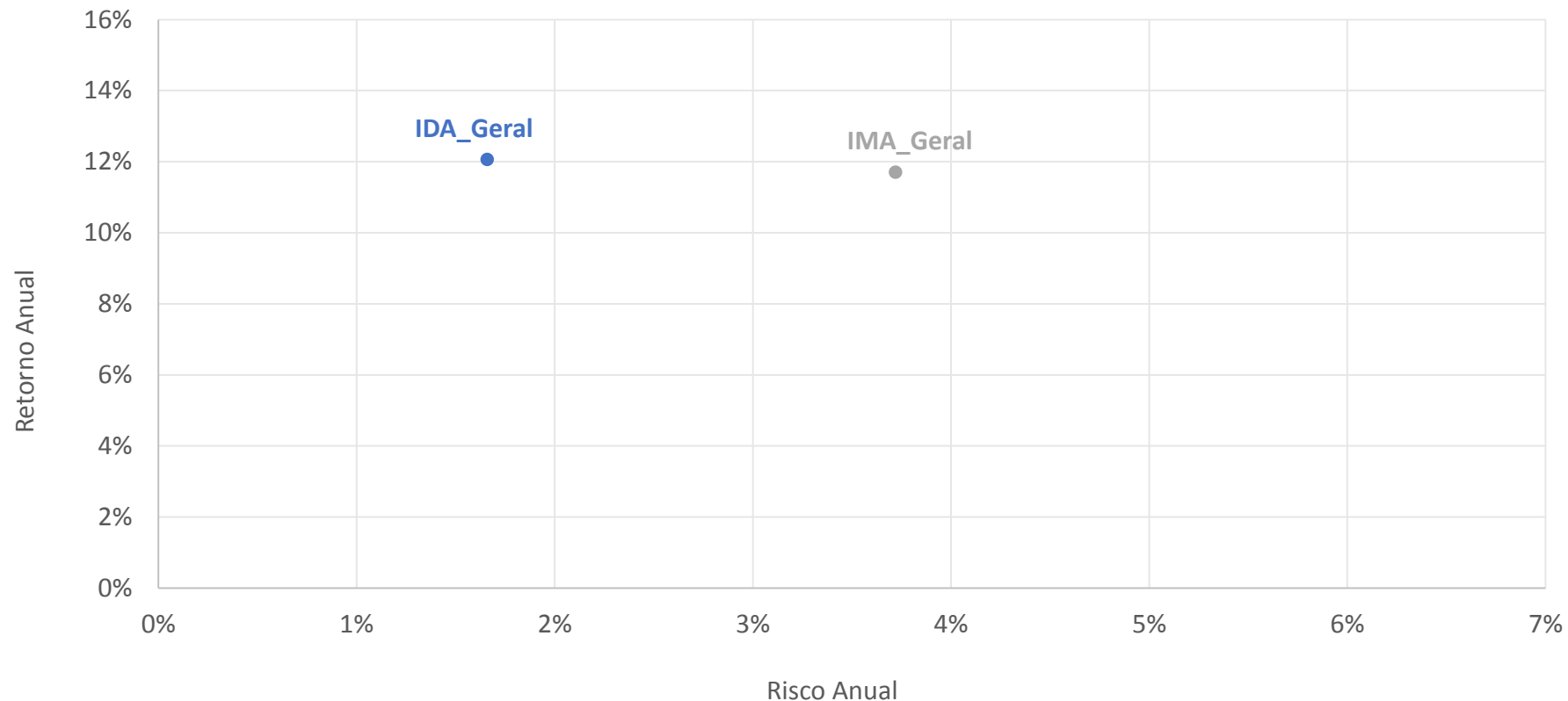
Retorno 12M Móvel - Títulos Privados (IDA) e Títulos Públicos (IMA)



Volatilidade Crédito Privado vs Soberano



Risco e Retorno Anualizado – Julho 2010 até Agosto 2018

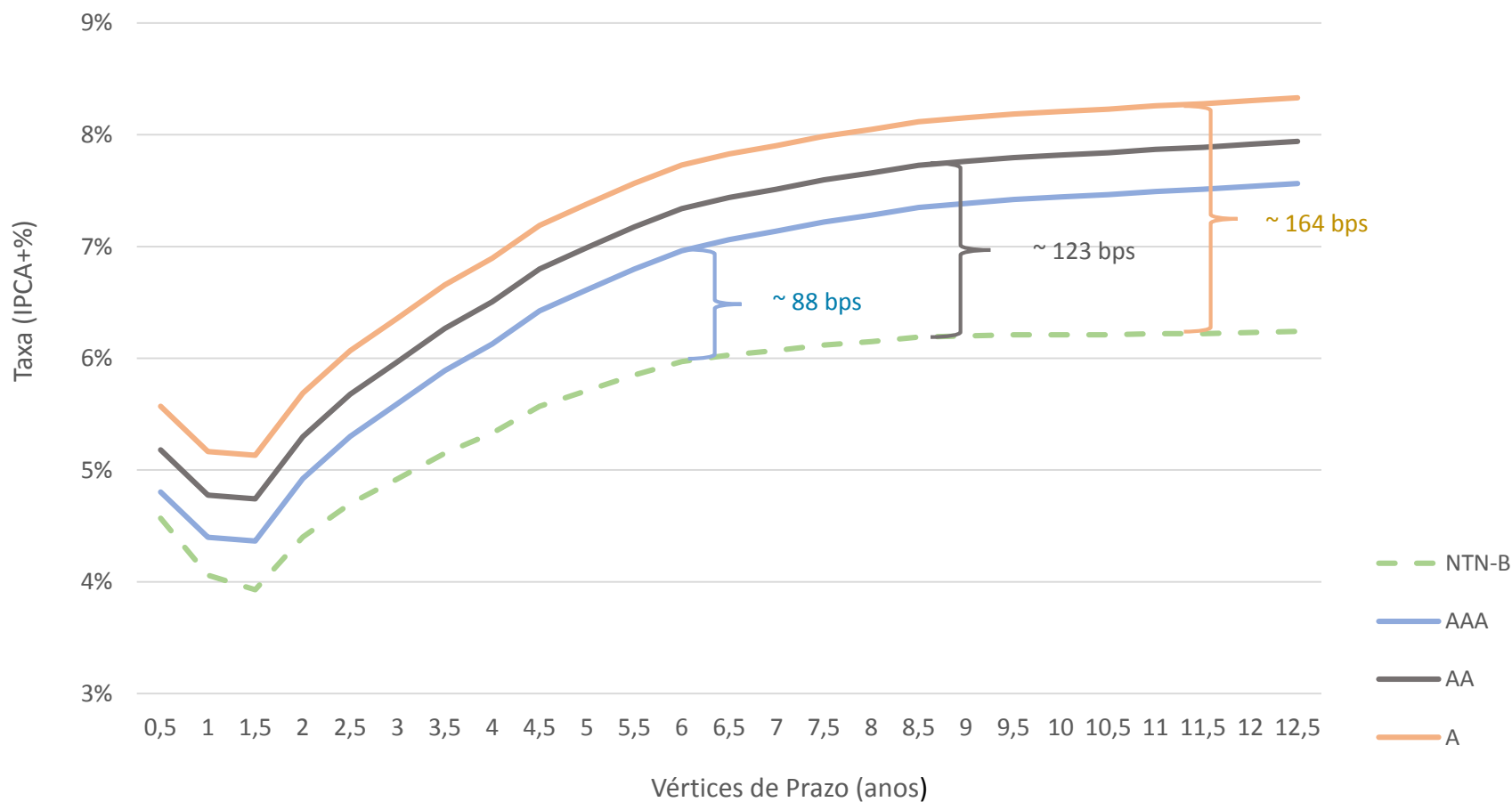




Curvas de Spreads de Crédito

Títulos com bons ratings (A/AA/AAA) apresentam spread médio considerável acima da NTN-B.

Spread sobre NTN-B (Base: Ago/18)



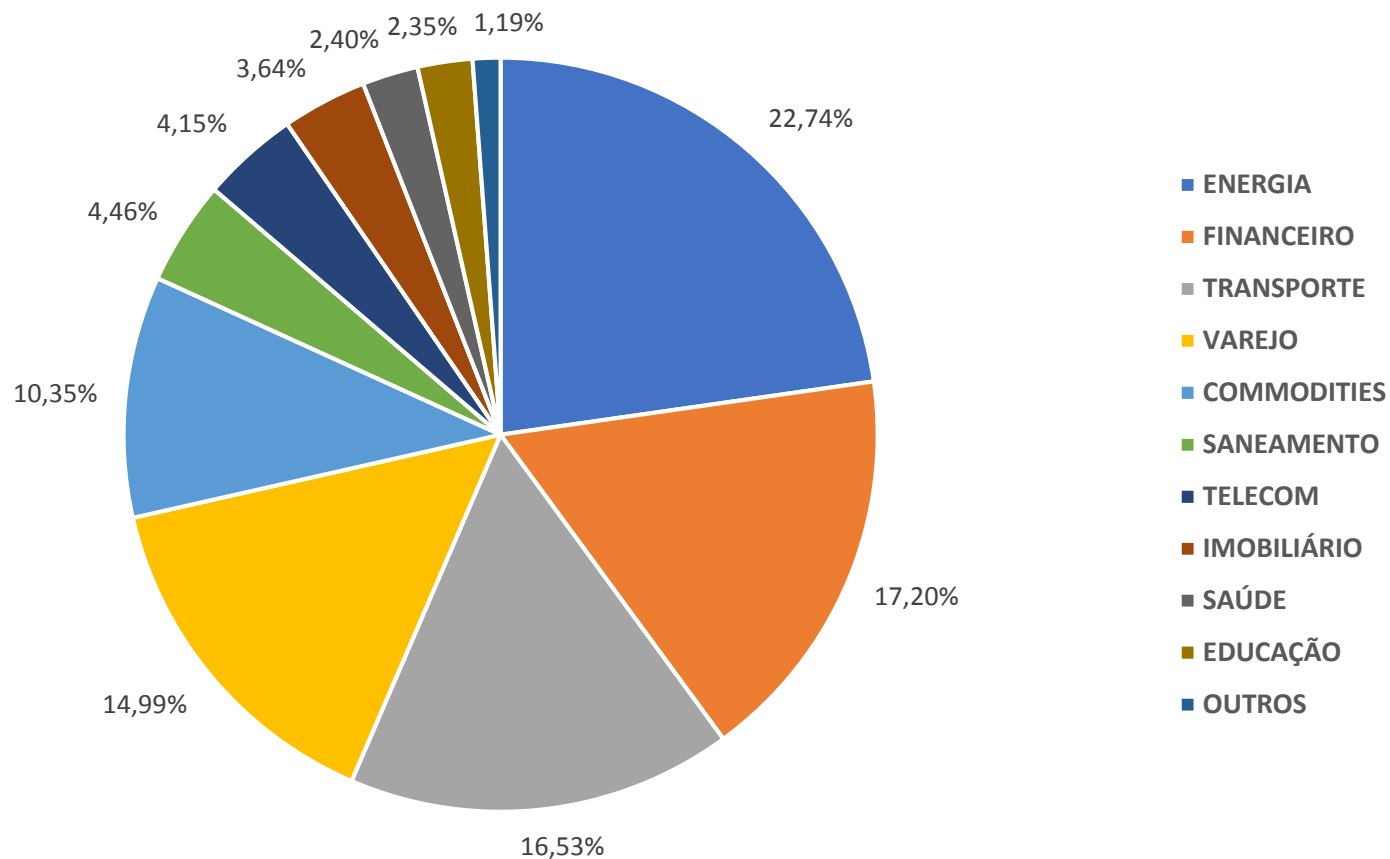
Curvas de Crédito - Ratings			
Vertices	AAA	AA	A
1	0,3484	0,7273	1,1066
2	0,5298	0,9088	1,288
3	0,6799	1,0588	1,4381
4	0,8048	1,1837	1,563
5	0,9092	1,2881	1,6674
6	0,997	1,3759	1,7552
7	1,0713	1,4502	1,8295
8	1,1345	1,5134	1,8927
9	1,1886	1,5676	1,9468
10	1,2352	1,6141	1,9934



Debêntures – Composição Setorial

O mercado de capitais local oferece uma gama de emissores em diferentes setores/indústrias.

Composição Setorial IDA (Base: Ago/18)



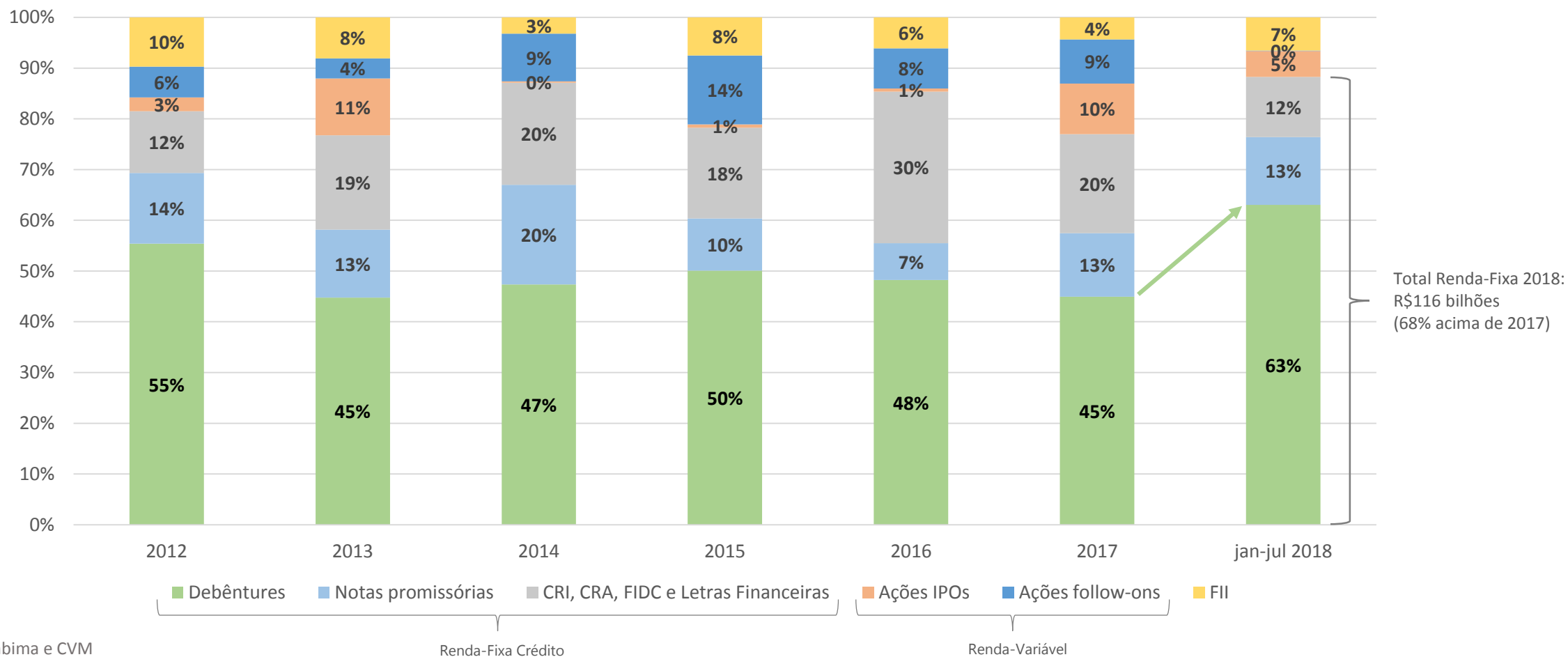
Fonte: Anbima



Evolução - Mercado de Capitais Local

Atividade no mercado de títulos de crédito (especialmente debêntures) tem sido maior do que as emissões de ações.

Composição das Ofertas por Instrumento (% do volume)

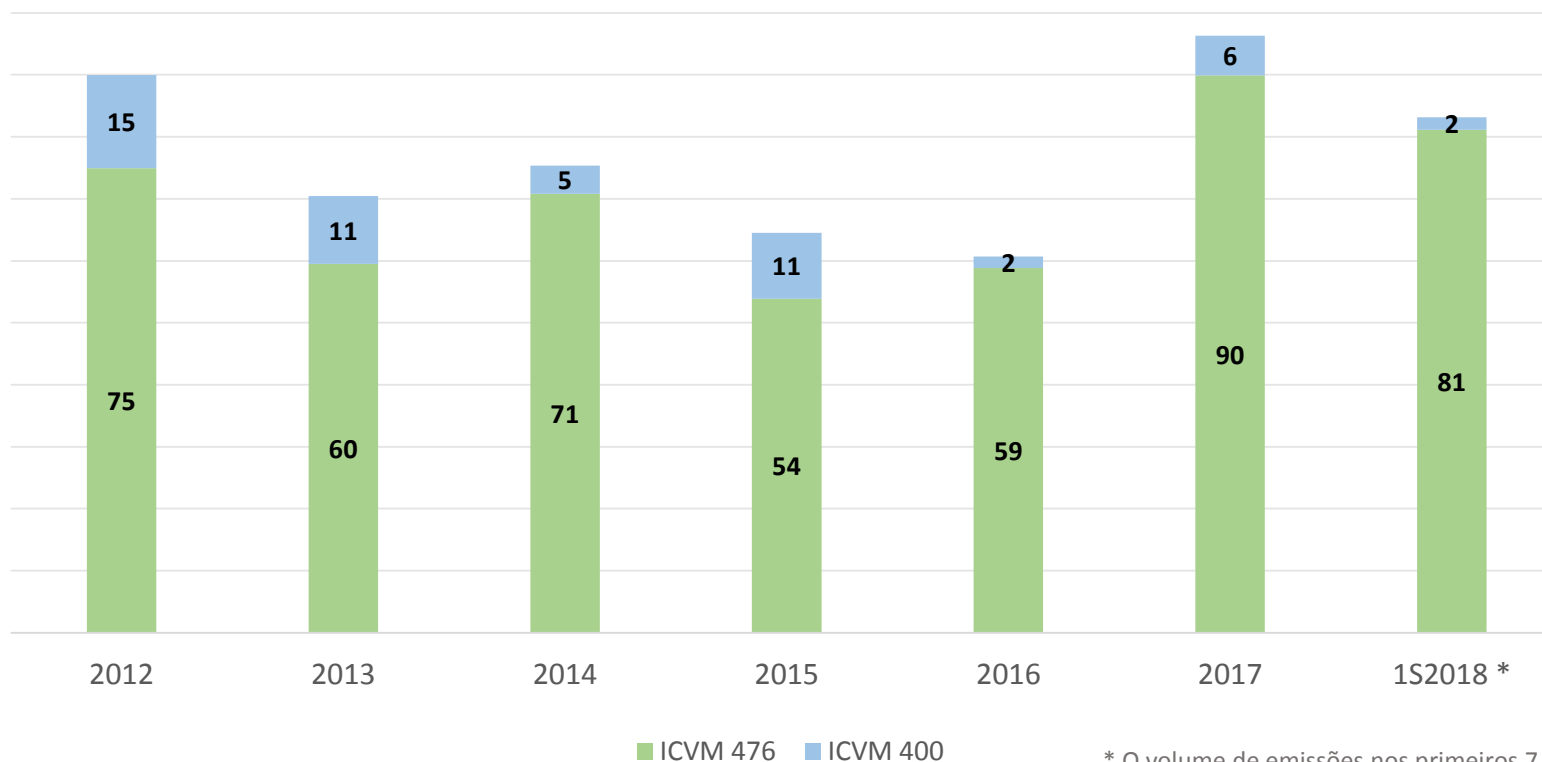




Debêntures – Histórico de Emissões

Redução das taxas de juros e a busca por “yield” tem impulsionado o aumento do volume de emissões.

Histórico de Ofertas de Debêntures (em R\$ bln)



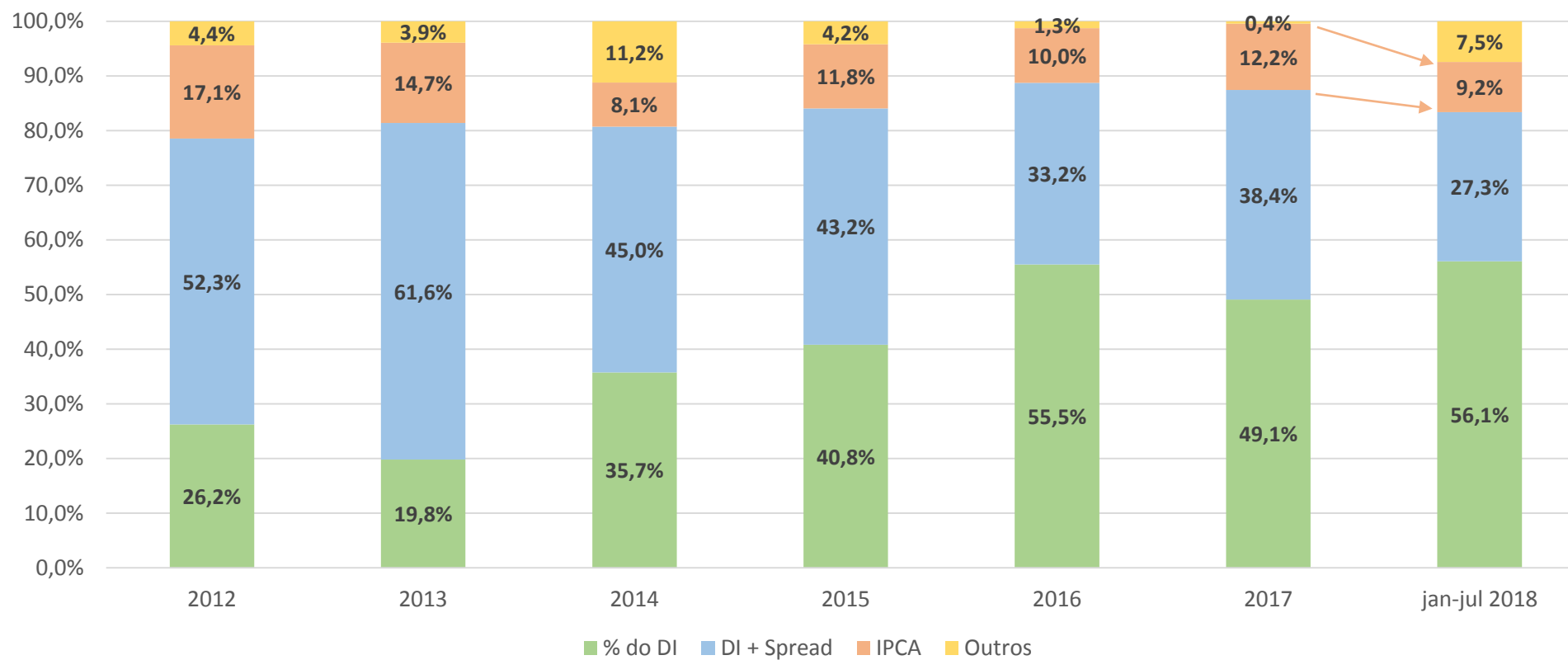
* O volume de emissões nos primeiros 7 meses de 2018 foi 101% superior ao mesmo período de 2017.



Perfil das Emissões de Debêntures

Parcela de debentures indexada ao IPCA (mais aderente ao ALM das EFPCs) reduziu enquanto que a parcela indexada ao CDI aumentou.

Histórico de Emissões por Indexador (% do volume)

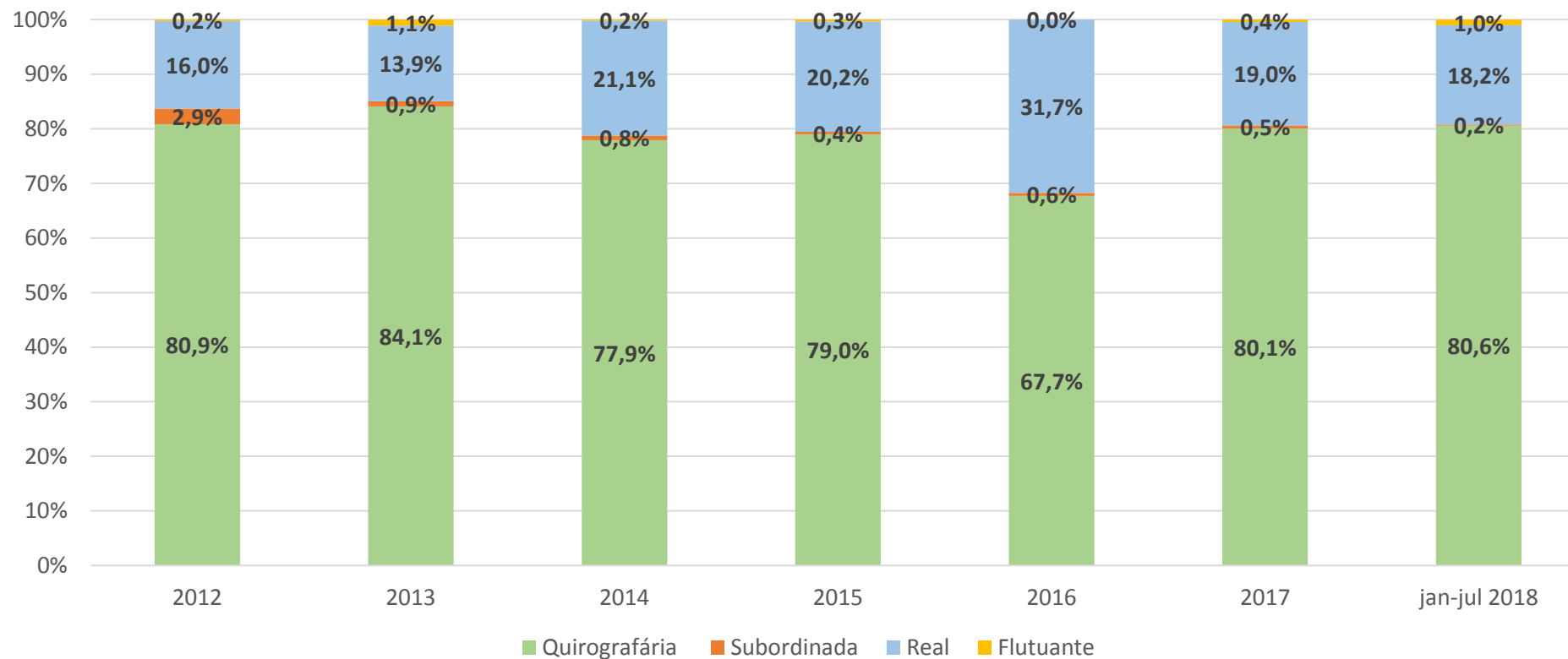




Perfil das Emissões de Debêntures

As emissões da espécie com garantia real tem participação inferior as emissões quirografárias (sem garantia real)

Histórico de Emissões por Tipo de Garantia (% do volume)





Crédito com Garantias Reais em IPCA

Consideramos que os créditos em IPCA e com garantias reais são boas alternativas de investimento para EFPCs

Por que são mais atrativos?

- Reduzem o risco de crédito (quanto melhor a garantia, menor o incentivo ao *default*);
- Minimizam perdas e maximizam *recovery value* em caso de inadimplência;
- Reduzem risco de mercado/precificação (valor de liquidação forçada da garantia);
- Mitigam o risco de subordinação estrutural (senioridade vs. operações *clean* e linhas bancárias tradicionais);
- Finalmente, a indexação ao IPCA é possível em segmentos cuja receita é indexada ao IPCA como **Infra e Imobiliário**



Crédito em Infraestrutura

A Lei 12.431/11 instituiu as debêntures de infraestrutura/incentivadas, destinadas ao financiamento de projetos de Infra.

Debêntures de Infra - Principais Aspectos

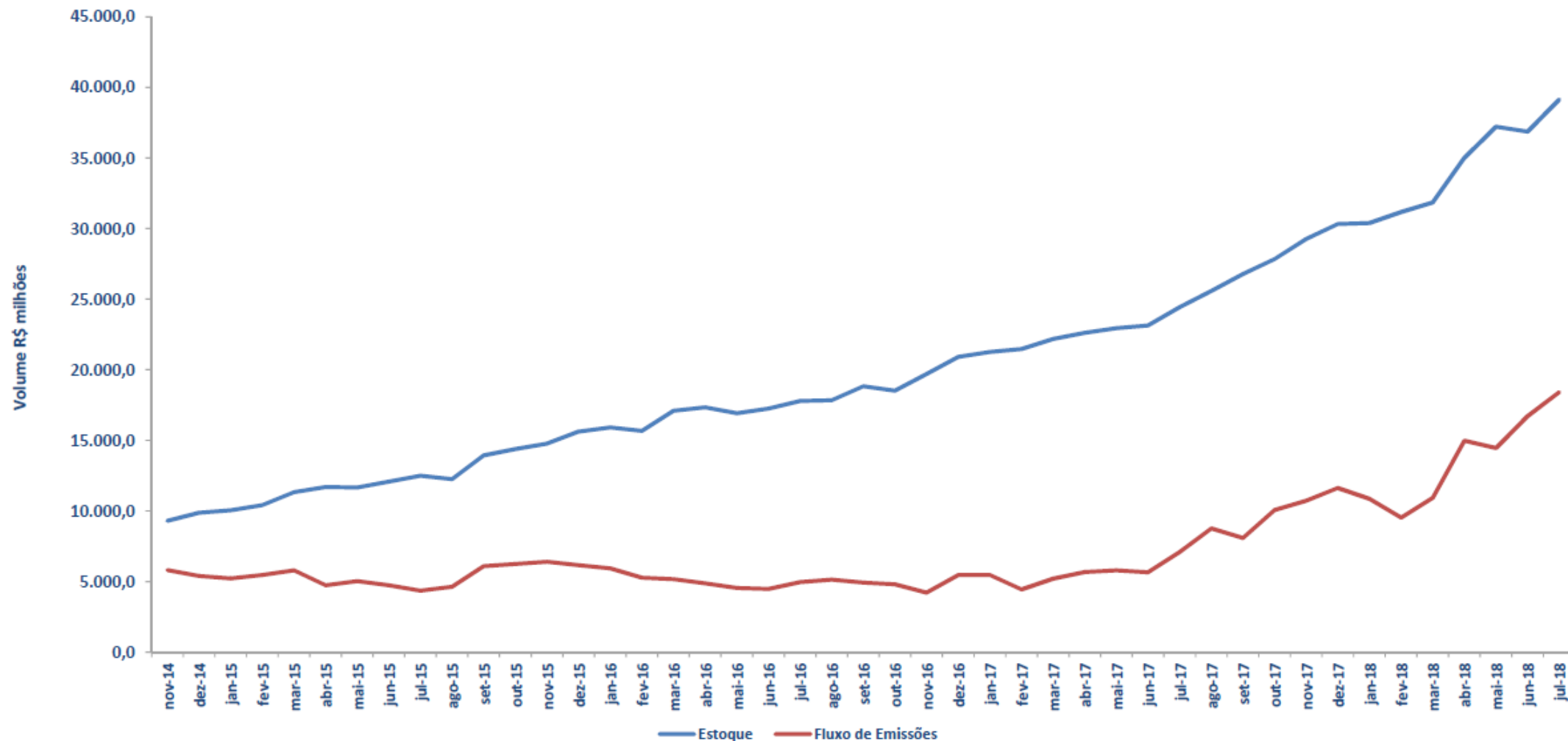
- Títulos indexados à inflação, alternativa aos Títulos Públicos com maior retorno
- Ofertas de SPEs de Capital Fechado (I-CVM 476) possuem taxas de retorno superiores
- Papeis possuem garantias reais, geralmente compartilhadas com BNDES, e geralmente ratings superiores a “A”
- Possível mitigação de “risco de projeto” por meio de fiança bancário e/ou aval corporativo até o *Completion*¹
- *Pipeline* grande devido ao volume crescente de projetos de infraestrutura no país e redefinição do papel do BNDES
- Oportunidade de investimento em ativos “verdes” relacionados a infraestrutura de baixo carbono
- Isenção de impostos para pessoas físicas e investidores estrangeiros, conferindo maior liquidez potencial aos papéis

1. “*Completion*” ou “Conclusão Física e Financeira” refere-se ao estágio em que o Projeto já encontra-se devidamente construído, em operação comercial e atingido de determinadas métricas operacionais e financeiras.

Crédito em Infraestrutura



Estoque e Fluxo - Debêntures de Infraestrutura
(Fluxo - Média Móvel últimos 12 meses)



Nota: A participação das EFPC nas ofertas de debentures 12.431 é inferior a 2%

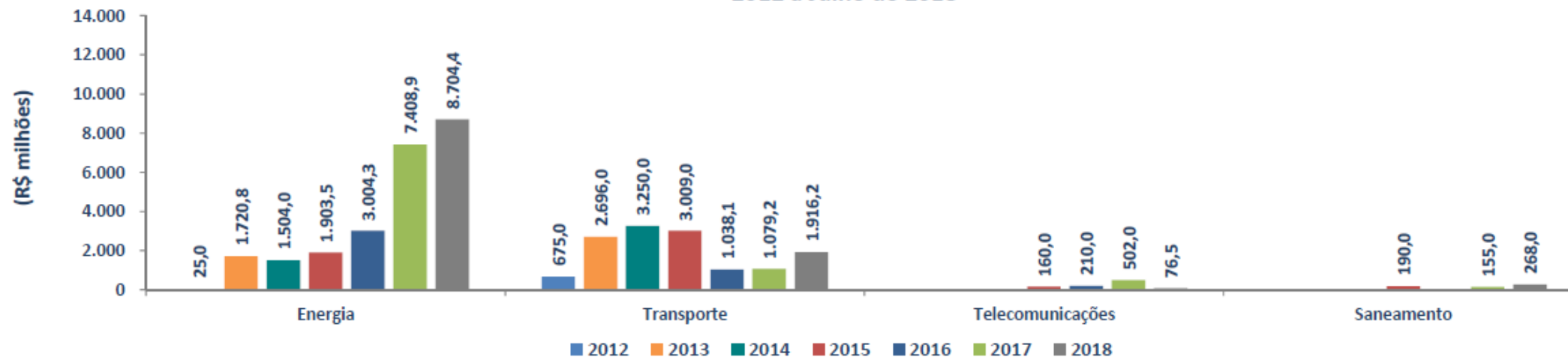
Fonte: Anbima, SEAE



Crédito em Infraestrutura

Setor da Debênture	Volume em R\$ milhões							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Total
Energia	25,0	1.720,8	1.504,0	1.903,5	3.004,3	7.408,9	8.704,4	24.270,9
Transporte	675,0	2.696,0	3.250,0	3.009,0	1.038,1	1.079,2	1.916,2	13.663,5
Telecomunicações	0,0	0,0	0,0	160,0	210,0	502,0	76,5	948,5
Saneamento	0,0	0,0	0,0	190,0	0,0	155,0	268,0	613,0
Total.....	700,0	4.416,8	4.754,0	5.262,5	4.252,3	9.145,2	10.965,1	39.495,9

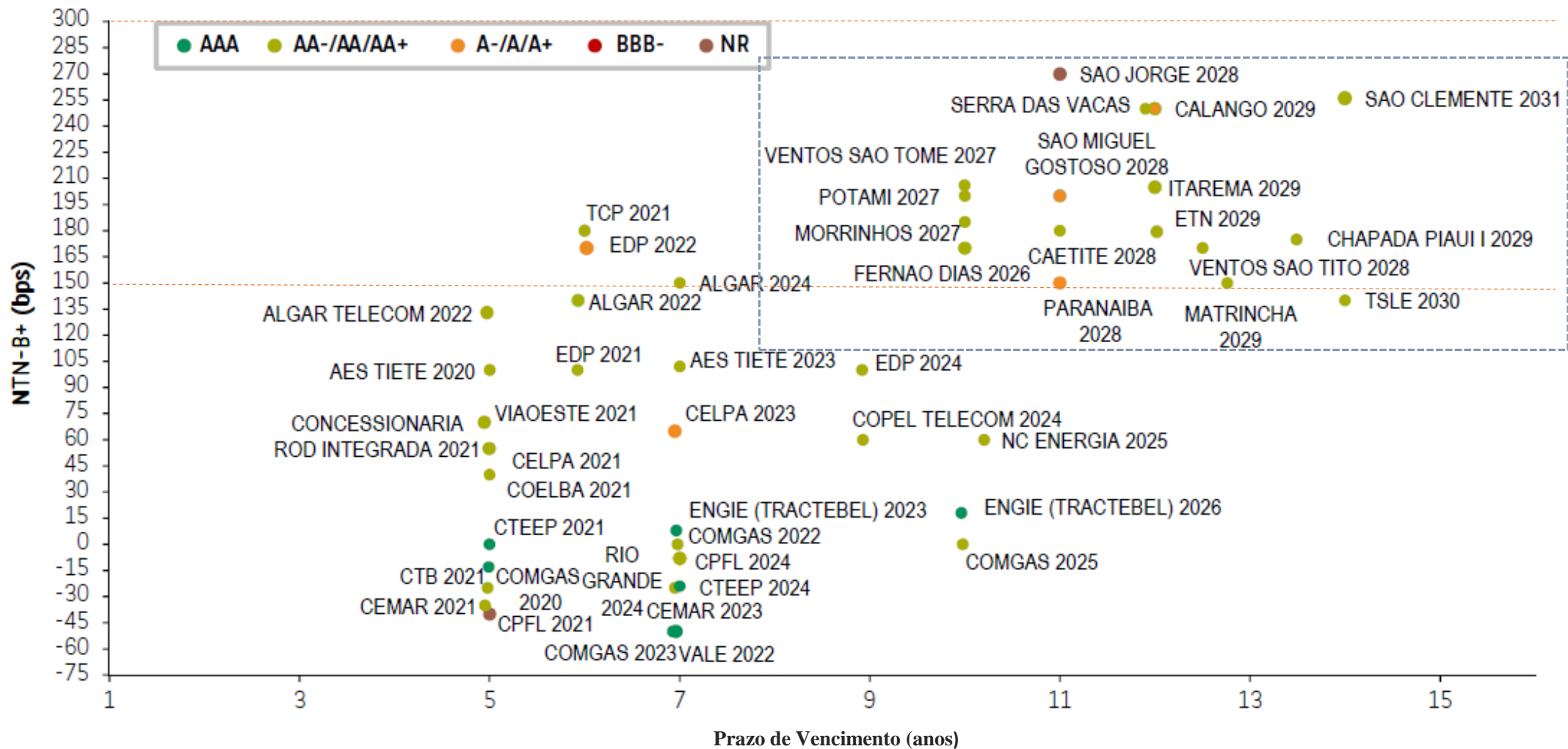
Volume - Debêntures Incentivadas de Infraestrutura
2012 a Julho de 2018





Crédito em Infraestrutura

Emissões de debêntures incentivadas – *spread* na emissão



Análise de Risco em Infraestrutura



Fatores de Risco	Pontos importantes a serem verificados nas operações-alvo
Construção	Contratos firmados (modalidade EPCM com seguros/garantias), fundiário equalizado, projetos e obras com cronograma/orçamento aderente, capacidade financeira e experiência dos <i>Sponsors</i> , suporte dos acionistas e avais/fianças até o <i>completion</i>
Performance	Uso de tecnologias testadas, competitivas e com bom histórico de performance. Track-record do empreendedor (projetos) e dos equipamentos utilizados. Estudos certificados? Qual índice de confiança (P90)? Quais as penalidades em caso de <i>underperformance</i> (exposição ao preço-spot)? Há seguro hidrológico?
Operacional	Escopo dos contratos de fornecimento (i.e. equipamentos, obras civis, eletromecânica, etc...), operação e manutenção (O&M): garantia de desempenho/curva de potencia, disponibilidade mínima e manutenção <i>full-scope</i> . Seguro garantia para capacidade financeira e de execução.
Capital	Usos e Fontes equalizados (projeto " <i>fully-funded</i> "). Parcela de capital próprio aportada e linhas de financiamento (ex. BNDES) desembolsadas.
Demanda/Comercialização	Avaliar formato de contratação e perfil/volatilidade da receita ¹ .
Preço/Mercado	Mecanismos de reajuste/revisão tarifaria. Preço de venda fixado em leilões e/ou formalizado em contratos de longo-prazo com preço/volume definido?
Ambiental	Avaliação da complexidade de implantação e impacto ambiental. Auditoria de licenças, permissões e autorizações aplicáveis.
Regulatório	Análise dos aspectos e marcos regulatórios. Atenção aos prazos de vigência e obrigações contratuais das concessões.
Contraparte/Crédito	Perfil dos Recebíveis: pulverizado ou concentrado? Quem são as contrapartes e como é o processo de arrecadação?
Taxas de Juros/ALM	Foco em debentures indexadas a IPCA (mesmo indexador das receitas). Evitar projetos com risco de rolagem, descasamento de fluxo/indexador.

1. No caso de geração de energia geralmente há contratos de longo prazo, sem risco de demanda (volume e preço do contrato definidos). No caso de transmissão a receita é por disponibilidade, independentemente de volume.

2. Os contratos de geração de energia podem ser firmados no ambiente de contratação livre (ACL) ou regulado (ACR). Nos leilões de energia nova (LEN) as contrapartes geralmente são um conjunto de distribuidoras, enquanto que no leilão de energia de reserva (LER) a contraparte é a Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE). No caso do setor de transmissão, o Operador Nacional do Sistema (ONS) atua como *clearing* repassando as faturas dos usuários do sistema às transmissoras.



Certificados de Recebíveis Imobiliários

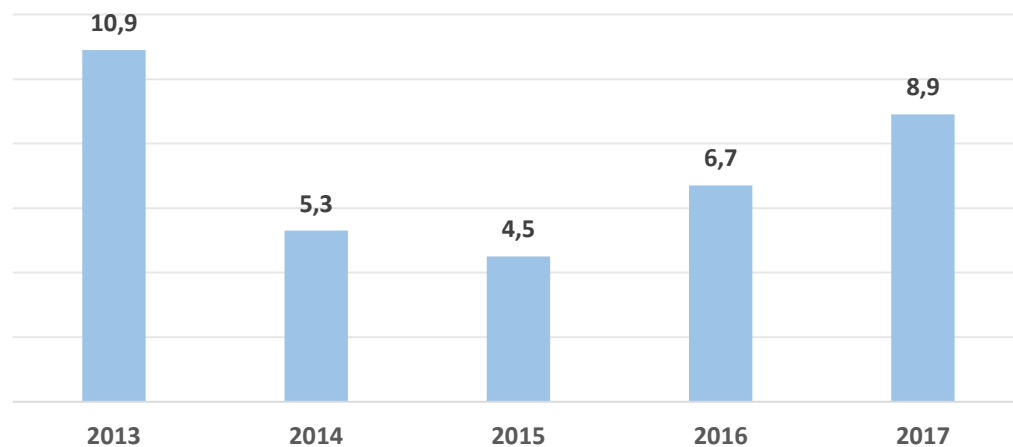
De acordo com Res 4661, os CRIs são classificados no segmento imobiliário assim como as cotas de fundos de investimentos imobiliários (FIIs).

- O CRI é essencialmente uma operação de securitização de créditos imobiliários, por meio da qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma determinada série de títulos.
- A emissão do CRI compete exclusivamente a Companhias Securitizadoras, que são reguladas pela CVM (empresas de capital aberto). As emissões de CRIs são ofertas públicas, no âmbito da ICVM400 ou ICVM476 (esforços restritos).
- O CRI contempla um Termo de Securitização lavrado por uma securitizadora, havendo:
 - Constituição do Regime Fiduciário sobre os créditos que lastreiem a emissão (i.e. tais créditos destinam-se exclusivamente à liquidação dos CRIs e custos de securitização);
 - Constituição de Patrimônio Separado, não se confundindo assim com o da companhia securitizadora;
 - Afetação dos créditos como lastro da emissão da respectiva série de títulos;
 - Possuem isenção de IR para Pessoa-Física, sendo útil também no enquadramento de carteiras de FIIs.

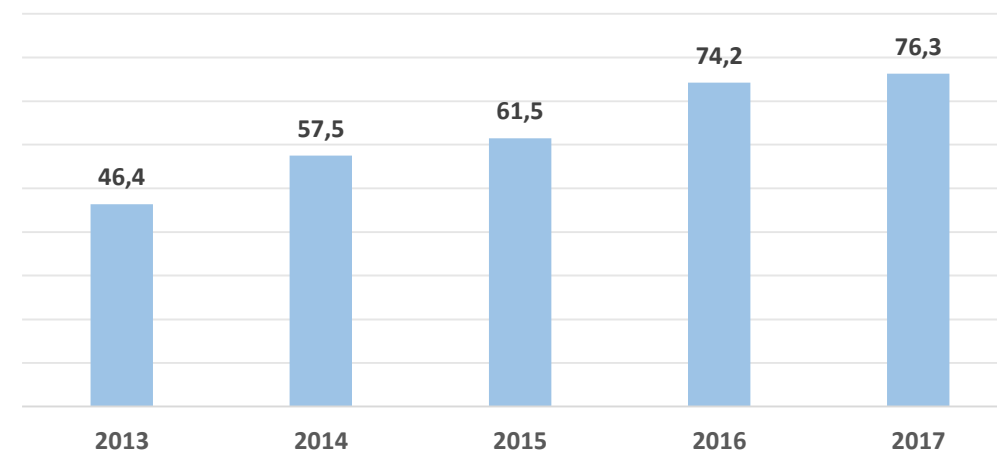


Evolução das Operações de CRIs

Operações de Mercado (Emissões)
(em R\$ bilhões)



Estoque de CRIs
(em R\$ bilhões)





CRIs e operações de crédito Imobiliário

Os CRIs assim como as demais operações de crédito com garantias de natureza imobiliária constituem uma boa alternativa de investimentos para as EFPCs

Ativos de Crédito Imobiliário – Principais Aspectos

- Retorno superior (*spread*) em relação aos títulos públicos;
- Possuem lastros e garantias que englobam tipicamente imóveis performados e/ou recebíveis;
- Proteção Inflacionária: títulos de crédito geralmente indexados à inflação, sendo que os ativos subjacentes (ex. receita dos imóveis e recebíveis imobiliários) também são tipicamente corrigidos por inflação;
- Baixo Risco de Desinvestimento: ativos autoliquidáveis com fluxo de caixa definido e *duration* decrescente;
- Regras consolidadas de securitização e execução de garantias (Alienação Fiduciária);
- Menor competição de bancos comerciais devido a normas mais restritas para enquadramento e direcionamento de recursos da poupança em operações de crédito imobiliário (Res 4676);
- É possível replicar o pacote de garantias de CRIs (ex. imóveis e recebíveis) em um formato de debênture, desde que o emissor possua capital aberto.



Tipos de Operações Imobiliárias

As operações de CRIs ou Debentures com garantias imobiliárias também podem conferir diversificação setorial

- As operações de crédito com garantia imobiliária podem ser estruturadas para empresas de diversos setores, como por exemplo: shopping-centers, propriedades comerciais, centros de distribuição e ativos alugados (operações *buil-to-suit*) para empresas nos setores de varejo, logística, saúde, educação, infra, dentre outros

Propriedades Comerciais



- Garantia de imóveis performados e líquidos
- Alugados para locatários de bom perfil de crédito

Shopping-Centers



- Garantias de shoppings maduros com bom mix de lojas e margens altas.
- Baixa vacância / inadimplência

Logística/Industrial



- Garantia em ativos de boa localização e uso versátil
- Perfil de crédito dos locatários e contratos de locação atípico

Saúde/Laboratórios



- Perfil de crédito dos locatários e contratos de locação atípico
- Relação Dívida/Garantia confortável (LTV baixo)



Análise Fundamentalista em Crédito

O Investidor deve buscar uma carteira diversificada que ofereça prêmios que compensem o risco de crédito dos ativos e estruturas que maximizem o recovery value.

É importante que o Investidor leve em consideração todos os aspectos e riscos relacionados ao investimento, tais como:

- Racional da operação e destino dos recursos a serem captados;
- Perfil dos emissores (aspectos quantitativos e qualitativo) e fundamentos macro setoriais;
- Estrutura de capital, solidez e capacidade de pagamento (simulação de cenários);
- Termos e condições das operações: prazo, taxa, opções de pré-pagamento, covenants, etc...;
- Estrutura, senioridade e garantias atreladas;
- Casamento Ativo vs. Passivo (liquidez, prazo, indexadores, etc...)
- Rating / Enquadramento;
- Valor relativo e precificação da emissão em relações a outras dívidas da empresa e de seus pares;
- Liquidez atual e esperada do ativo;
- Formalização / documentação;
- Riscos Legais e regulatórios;
- Potenciais Conflitos de Interesse.



**39º CONGRESSO
BRASILEIRO DA PREVIDÊNCIA
COMPLEMENTAR FECHADA**

**DISRUPTURA E O MUNDO
DO NOVO SÉCULO**

10 a 12 de setembro de 2018 • CentroSul • Florianópolis • SC

Obrigado

