

**APIA INFRA I:
COMPETIR NO MERCADO DE FUNDRAISING**

Miguel Raposo Alves

Projecto de Mestrado
em Finanças

Orientador:
Prof. Doutor Rui Alpalhão, Prof. Auxiliar Convidado, ISCTE Business School,
Departamento de Finanças

Abril 2011

Resumo

A proliferação, à escala global, dos diversos modelos de parceria público privado, permitiram que as infra-estruturas se tornassem activos de investimento acessíveis para o sector privado.

As elevadas necessidades de investimento em infra-estruturas no mundo para os próximos anos e as virtudes deste tipo de investimento, sustentaram, entre outros factores, o surgimento e desenvolvimento dos fundos de infra-estruturas. Os fundos de infra-estruturas caracterizam-se por investir em activos de infra-estruturas não cotados, seguindo a abordagem conceptual dos fundos de *private equity*. As infra-estruturas como uma classe de activos de investimento inserem-se na indústria de *asset management*, enquadrando-se na categoria de investimentos alternativos, à semelhança de *private equity* ou *real estate*.

Os desafios para a estruturação e colocação de fundos de infra-estruturas (o processo de *fundraising*) são acentuados, sobretudo por ser uma classe emergente.

Esta Tese foi desenvolvida segundo o método do caso. Baseando-se num enredo ficcionado, o Caso apresenta dois profissionais do sector financeiro com sólida carreira em infra-estruturas, que decidem criar uma sociedade independente de gestão de fundos de infra-estruturas em 2006. Os dois protagonistas foram contudo surpreendidos pela cadência de eventos que levou à crise económico-financeira de 2007/08, e que alterou de forma dramática as condições de mercado. Obrigados a suspender a sua iniciativa, só em 2011 voltam ao mercado. Precisam contudo de um apoio especializado para o lançamento do fundo, em condições de mercado manifestamente mais adversas. Com a resolução do Caso os alunos serão chamados, na qualidade de *placement agent*, a proporcionar esse suporte.

Palavras-chave: Infra-estruturas, Fundos de infra-estruturas, Fundraising, Parcerias Público Privado

Summary (English)

The expansion of the several types of public to private partnerships models throughout the world have enabled infrastructure to become an investment asset class for the private sector.

The strong funding needs for infrastructure in the globe for the next decades and the virtues of this type of investment have supported, among other factors, the establishment and development of infrastructure funds. Infrastructure funds are investment structures for non-listed infrastructure assets and follow the conceptual approach of private equity funds. Infrastructure as an investment asset class is part of the asset management industry, where it is integrated has an alternative type of investment, just like private equity or real estate.

The challenges for the structuring and placement of infrastructure funds (the fundraising process) are intense, especially for being an emergent class.

This Thesis has been developed as a case study. Based on a fictional story, the Case presents two investment bankers with a solid track record in infrastructure that have decided in 2006 to create an asset management company focused in infrastructure. The two protagonists were however surprised by the fall out of events that led to the financial and economic crisis of 2007/08, and that have dramatically changed the market conditions. Forced to suspend their initiative, only in 2011 they have returned to the market. They need however a specialized support for launching the fund, in these days of adverse market conditions. By solving the Case students will be requested, on the quality of placement agents, to provide that advice.

Key words: Infrastructure, Infrastructure funds, Fundraising, Public to Private Partnerships

Agradecimentos e dedicatória

O desenvolvimento desta Tese baseia-se na colectânea de alguns dos conhecimentos que tive a felicidade de ir reunindo ao longo da minha vida profissional. Por essa razão, não poderia deixar de agradecer a todos os que me permitiram, ao longo do caminho, enriquecer o meu espírito com os conhecimentos que tenho agora o privilégio de tentar sistematizar e divulgar.

Gostaria também de agradecer ao Manuel Cary e ao Filipe Rodrigues, pela paciência na discussão dos temas relacionados com esta Tese e pelas suas sugestões, sempre de inestimável valor.

O meu agradecimento também ao Professor Rui Alpalhão, pela abordagem pragmática e lúcida na orientação do trabalho, assim como pela disponibilidade demonstrada.

As últimas palavras vão para a minha mulher, Marta, e para os meus filhos, João e Leonor, fontes inesgotáveis de amor e inspiração e a quem dedico este trabalho.

Índice

Resumo	i
Summary (English)	ii
Agradecimentos e dedicatória	iii
Índice	iv
Caso	1
1. Introdução (apresentação do problema).....	1
2. Infra-estruturas, modelos de desenvolvimento e modelos de financiamento.....	5
2.1. Infra-estruturas	5
2.2. Modelos de desenvolvimento.....	11
2.3. Modelos de financiamento	14
3. O investimento em infra-estruturas e os fundos de infra-estruturas.....	22
3.1. Fundos de infra-estruturas, a oportunidade de mercado.....	30
3.2. Características e componentes dos fundos de infra-estruturas	31
3.3. A indústria de fundos de infra-estruturas	39
4. Fundraising para fundos de infra-estruturas: desafios para a estruturação	48
4.1. Aspectos avaliados em due diligence.....	51
4.2. Considerações finais.....	60
5. Recapitulação do problema, especificando questões a serem resolvidas pelos alunos.	62
6. Anexos.....	63
Nota Pedagógica	68
1. Público-alvo do caso.....	68
2. Objectivos pedagógicos.....	68
3. Revisão da literatura relativa ao tema da problemática	68
3.1. Asset management, uma indústria global.....	68
3.1.1. Algumas características fundamentais de fundos de investimento	73
3.2. Investimentos Alternativos	77
4. Apresentação do conjunto de ferramentas de análise	80
5. Plano de Animação.....	82
6. Questões de Animação a colocar pelo docente aos alunos.....	83
7. Resolução e documentação de suporte.....	84
8. Ilações a retirar do presente caso para a Gestão.....	84
9. Anexos.....	85

Referências 127

Caso

1. Introdução (apresentação do problema)

Setembro de 2008. Depois da intervenção do Governo Federal norte-americano no Fannie Mae e no Freddie Mac, acaba agora de ser confirmada a falência do gigante financeiro Lehman Brothers. Seguir-se-á, ainda nesse mês, a tomada forçada da Merrill Lynch pelo Bank of America, o início da intervenção estatal à seguradora AIG, a nacionalização do Fortis na Europa, entre outros eventos de igual espectacularidade. Assim, o impossível acontece, os receios agudizam-se e o sentimento de incredulidade apodera-se dos mercados financeiros. Desmoronou-se o paradigma de um mundo seguro, solidificado durante anos de total inadvertência por elementares por boas práticas de prudência e gestão de risco. A velocidade de rotação de capitais e os níveis de liquidez, a assunção inadvertida de um mundo incólume a riscos e o alargamento generalizado dos critérios de concessão de crédito num período acentuado de baixas taxas de juro, levaram à materialização de um efeito conhecido e estudado há séculos: o desenvolvimento de uma bolha especulativa. A agravante, neste caso, foi a contaminação de inúmeros activos e sectores da economia, e o facto de se tratar de uma bolha movida a crédito. Bancos, seguradoras, fundos de investimento, estados, fundos soberanos, empresas, fundações, famílias, poucos actores económicos e financeiros escaparam a uma consequência singela e desastrosa: as suas posições activas, financiadas em grande proporção por crédito, sofrem uma redução abrupta de valor. Em todo o lado se verifica o sub-dimensionamento de capitais próprios em balanço. O sector financeiro mostra-se ferido de morte, desvanece-se a liquidez. A dura realidade atinge milhares de gestores e políticos, em particular no mundo ocidental: as suas instituições, ora por erosão total de capitais próprios ora por incapacidade de gerar liquidez para cumprir as suas obrigações, encontram-se à beira da insolvência.

Philippe van Leuven e Jonathan Bennett tinham uma sólida carreira no sector financeiro, repleta de sucessos e feitos notáveis. Apesar do contraste de carácter, tinham o traço comum de todos os banqueiros de investimento internacionais: o orgulho quase bélico sobre a sua folha de serviços. Cada cidade onde exerceram equivalente a uma campanha, cada operação fechada uma medalha, cada negociação bem-sucedida uma batalha e um infindável lote de histórias de guerra, contadas repetidas vezes em conversas soltas nos bares de Nova Iorque, São Paulo, Londres ou Hong Kong. Foi precisamente num desses encontros que em 1990,

Philippe, holandês reservado e de elevada capacidade técnica, conheceu Jonathan, novaiorquino ambicioso e extrovertido. Em 2006 tinham em comum o percurso na banca de investimento, em diferentes áreas, e o facto de terem acumulado nos últimos anos experiência no sector de infra-estruturas. Jonathan era o director de um fundo de infra-estruturas de um conhecido banco de investimento australiano e Philippe o líder da equipa de financiamento de um colosso da banca de investimento, sediado em Londres. Ambos cogitavam há algum tempo sobre a criação de uma sociedade independente de gestão de fundos de infra-estruturas, e encontraram um no outro o parceiro certo para a concretização do ambicionado objectivo.

O dinheiro corria fácil em 2007, quando Philippe e Jonathan terminaram o seu plano de negócios e criaram a sociedade gestora, a Apia Capital Partners, passando a ser os sócios principais da sociedade. O primeiro fundo a ser lançado pela Apia Capital, o Apia Infra I, assentava numa equação simples: a forte experiência e credenciais, dos dois sócios principais e da restante equipa a recrutar, e os abundantes contactos de Jonathan junto dos tradicionais investidores em fundos de infra-estruturas.

O Apia Infra I era um fundo de infra-estruturas que tinha por objectivo o investimento no sector de infra-estruturas, com uma capitalização alvo de USD 1.000 milhões, montante considerado pouco difícil de levantar por Philippe e Jonathan. Os seus principais termos e condições, apresentados na ficha técnica em anexo (Anexo 1: Ficha Técnica Resumo (Dezembro de 2007)), incluíam um âmbito de investimento que havia sido propositadamente alargado por Philippe e Jonathan. Esta estrutura inicial reflectia ainda as condições de mercado da altura, com um particular apetite para risco, taxas de rentabilidade consideravelmente baixas, políticas de investimento baseadas em estratégias agressivas de alavancagem e pouca preocupação com a estratégia de Fundraising. O Apia Infra I não tinha, por exemplo, um *placement agent* para o exercício de colocação.

Philippe e Jonathan demitiram-se no final de 2007 e entraram no mercado para colocar o Apia Infra I no início de 2008. O *road show*, apesar dos sinais de inquietação que assolavam os mercados desde meados de 2007, correu bem. Corria ainda o benefício da dúvida, que os eventos de 2007 não teriam sido mais que uma constipação da poderosa economia mundial. Mantinha-se a esperança, em alguns casos uma fé aterrorizada, em outros uma confiança prepotente de quem já olvidara a ferocidade de um *bearish market*, que rapidamente a força insuperável dos mercados iria engolir esse vírus atrevido, conhecido como o “efeito *sub-*

prime”. De qualquer forma, os sólidos contactos de Jonathan junto do mercado de investidores e a credibilidade de ambos os sócios principais permitiu que chegado o Verão os compromissos indicativos de investimento fossem de USD 900 milhões. Philippe e Jonathan estavam optimistas. Agosto foi um mês intenso. Com a grande maioria dos responsáveis pelas unidades de investimento a aproveitar o conforto da trilogia de verão – sol, praia e descanso, Philippe e Jonathan concentraram-se no trabalho de estruturação jurídica do fundo, juntamente com a equipa de advogados que os acompanhava desde o início. O plano seria retomar o *road show* em Setembro e ter, até final do ano, terminado por um lado o processo de colocação com a angariação dos remanescentes USD 100 milhões e por outro completadas todas as formalidades para constituição do fundo. Em condições normais, o Apia Infra I poderia iniciar formalmente a sua actividade nos primeiros dias de Janeiro de 2009.

Foi com angústia que Philippe e Jonathan assistiram ao rápido desenrolar dos eventos de Setembro de 2008. A incredulidade foi lentamente substituída por um sentimento de claustrofobia, temor pelo futuro, e de constatação que podem os alicerces criados pelo Homem para a vida em sociedade ser, de facto, postos em causa. Afinal, confirmavam-se os piores receios. A falência da Lehman Brothers era a erupção esperada de um irascível vulcão que teimou em avisar os aldeões.

Alguns meses passados Philippe estava só, com a vista hipnotizante da bela Manhattan, envolto pelo silêncio asséptico do seu escritório. “Afinal, tudo é de facto efémero, nada é garantido ...”, pensava laconicamente, preso no subconsciente, quando Jonathan entrou a passo. “Philippe, temos que cancelar ... não vai dar, acabei de ter a confirmação da Asian Pension Funds ... cancelaram tudo, pelo menos até esta confusão estar um pouco mais clarificada”. Com a decisão da Asian Pension Funds, os compromissos de investimento no fundo reduziam-se para menos de USD 50 milhões, muito abaixo de limiar mínimo para a sua viabilização. Philippe e Jonathan viram-se na eminência de retardar os seus planos de lançamento do Apia Infra I. A decisão foi esperar, ficar em suspenso, até mudarem os ventos e as vontades.

Março de 2011. Os mercados mostram, finalmente, alguns sinais de estabilização. Muita água correu, e é um mundo diferente que agora emerge. Confirma-se um novo balanceamento da ordem mundial, com o progressivo protagonismo das economias emergentes na geopolítica e economia mundial. No velho ocidente, a economia recupera de forma frágil dos efeitos

nefastos da pior crise desde o *crash* de 1929, e tenda ainda limpar o pesado lastro de endividamento, herança da década anterior. Muitas das suas economias são os protagonistas de um novo desenvolvimento da crise iniciada em 2007: a crise de dívida soberana. O sector financeiro e os seus reguladores procuram afinar as regras que impedirão a repetição da história recente. Regras caras, geradoras de ineficiência de capital, das quais decorre a necessidade de praticar preços mais altos para garantir a viabilidade sustentada do negócio, em linha com uma abordagem revista, de riscos valorizados e rentabilidades ajustadas.

Philippe e Jonathan acham ser esse o momento para voltar ao mercado, depois de alguns avanços e recuos nos últimos três anos. O sector das infra-estruturas mostrou, apesar de tudo, alguma capacidade de sobrevivência nos turbulentos tempos da crise pós 2008. Muitos dos países seleccionaram inclusivamente o investimento em infra-estruturas como um dos meios para dinamizar o crescimento económico e actualizar as suas condições de competitividade. Por outro lado, a apetite dos investidores pelo sector de infra-estruturas parecia estabelecer-se progressivamente. O Apia Infra I tinha, mais do que nunca, uma racionalidade, e parecia estar em linha com as perspectivas de mercado. Havia contudo uma grande diferença em relação aos tempos longínquos de 2007 ... o dinheiro era escasso, caro, e os critério de selecção de investimentos por parte dos *asset managers* muito mais apertados. O relançamento do Apia Infra I exigiu pois a Philippe e Jonathan um cuidado redobrado na consistência do seu plano de negócios. As bases iniciais do Apia Infra I estavam, claramente, ajustadas a uma ordem diferente e passada. Devido à escassez de capital e a um clima generalizado de maior sensibilidade ao risco, a sua linearidade não era mais compatível com o rendilhado apertado que agora era imposto pelos *asset managers* na selecção de investimentos. Isso mesmo tinha já sido notado por Philippe e Jonathan em algumas das tímidas sondagens ao mercado realizadas desde Setembro de 2008. Era pois crucial que a estrutura do Apia Infra I fosse revista, em função das novas condições de mercado e, sobretudo, da selectividade imposta pelos *asset managers* nesta nova ordem global. E desta vez, Philippe e Jonathan não podiam falhar ...

2. Infra-estruturas, modelos de desenvolvimento e modelos de financiamento

2.1. *Infra-estruturas*

A definição de infra-estruturas não é unânime. A utilização do termo tem as suas origens na nomenclatura militar, tendo sido inicialmente usado para referir os activos de suporte como casernas ou pistas para aeronaves.

O conceito pode ser visto de uma forma mais lata, como todos os activos que numa economia desempenham um papel na produção de riqueza. Griggs (2010: 2) refere-se ao conceito como “os activos de base que garantem a uma sociedade e à economia a satisfação das suas necessidades básicas”. Já de acordo com a Infrastructure Investor (2011) infra-estrutura é definido como “todos os activos produzidos pelo Homem que garantem que uma economia possa funcionar”. No Cambridge Dictionary (2011) infra-estrutura é definido como “os sistemas e os serviços, como transportes e redes de electricidade, de que um país ou uma organização necessitam para funcionarem na sua plenitude”. Este conceito inclui naturalmente activos diversos, que podem ter uma importância relativa em função da dimensão do agente económico. Por exemplo, para um país a sua rede viária é seguramente uma infra-estrutura de suprema importância, mas para uma empresa a sua sede e todo o seu material de escritório apresentam também, para a sua realidade, uma relevância chave como infra-estrutura.

Mas existe claro um conceito mais objectivo de infra-estruturas, que aglutina certos activos em particular e os sectores de actividade que os exploram e desenvolvem. O termo infra-estruturas tem-se pois vindo a sedimentar ao longo dos tempos como a representação dos seguintes sectores da economia: transportes, energia, telecomunicações, água e saneamento. É contudo frequente incluir-se também na actual definição as infra-estruturas sociais, que consistem em edificações críticas para a prestação de serviços base nas sociedades modernas, como hospitais, escolas, prisões, esquadras de polícia, recintos desportivos ou até habitação social. Independentemente das possíveis variações na definição de infra-estruturas, estes activos e sectores de actividade têm um conjunto de traços em comum. De acordo com Weber e Alfen (2010: 7), essas características são:

- a) Prestam um serviço público chave.
- b) Têm uma elasticidade baixa da procura.

- c) Estão em situação de monopólio (ou quasi-monopólio) e apresentam elevadas barreiras à entrada.
- d) Estão geralmente sujeitas a um qualquer tipo de influência pelo sector público, como é o caso da regulação.
- e) Têm uma vida útil longa.
- f) Podem ser uma forma de protecção conta a inflação.
- g) Produzem *cash flows* regulares e estáveis.

Já Sawant (2010: 27) resume os seguintes aspectos como os principais factores que caracterizam os activos de infra-estruturas:

- a) Investimento forte ao início.
- b) Forte capacidade de produção de *cash flow* ao longo da sua vida útil.
- c) *Cash flows* produzidos estáveis.
- d) Período de vida útil longo.
- e) Investimentos irreversíveis (o investimento não representa riqueza per si, estando o valor na capacidade que tem de gerar *cash flows* futuros).
- f) Localização específica.
- g) Têm opções de crescimento limitadas.
- h) Pouca volatilidade nos níveis de performance económico-financeira (mesmo em subperformance a sua quebra de valor é inferior ao que acontece em outros sectores de actividade).

A construção e utilização de infra-estruturas pelo Homem é algo que remonta a tempos longínquos e confunde-se com a própria evolução da espécie humana. Inúmeras civilizações tiveram, como face visível da sua capacidade de inovação, as infra-estruturas edificadas, reflectindo-se o seu estágio de desenvolvimento por exemplo no tipo de cidades construídas, a forma de utilização dos meios de transportes ou na capacidade de transportar água para

consumo humano ou regadio. Exemplos da importância das infra-estruturas para o desenvolvimento de uma determinada civilização encontram-se nas estradas construídas em 4000 AC no actual Iraque, ou no Egipto entre 2600 AC e 2200 AC, vias essas fundamentais para a construção das conhecidas pirâmides. O salto quântico na construção de infra-estruturas, e na sua importância para o desenvolvimento económico e social, aconteceu contudo com a revolução industrial ocorrida nos séc. XVIII e séc. XIX no Ocidente.

A existência de infra-estruturas, em correcto estado de manutenção e em boas condições de funcionamento, continua a ser hoje, à semelhança de em civilizações passadas, um elemento fundamental para o desenvolvimento económico e social das diversas nações. Pese embora o avanço ímpar no desenvolvimento de infra-estruturas ao longo dos dois últimos séculos, as necessidades de investimentos para as próximas décadas são acentuadas e transversais a todas as regiões do globo. De acordo com um estudo sobre necessidades mundiais de infra-estruturas da OCDE (2007), a necessidade de investimento em infra-estruturas (construção e manutenção) verifica-se quer nos países mais desenvolvidos quer nos países em desenvolvimento ou subdesenvolvidos.

Nos países desenvolvidos este efeito é o resultado do forte crescimento demográfico verificado durante as décadas de 50 a 70 do séc. XX, da alteração da distribuição das populações pelo território e do desenvolvimento das grandes metrópoles. Para além disso, verificou-se em muitos casos, como nos EUA, uma inflexão do investimento público em infra-estruturas sobretudo a partir da década de 80 do séc. XX, o que contribui decisivamente para o não surgimento de novas infra-estruturas e para a deterioração das existentes. Já nos países em vias de desenvolvimento ou subdesenvolvidos, as necessidades de investimento relacionam-se com o forte crescimento económico e demográfico verificado nos últimos anos, e que se espera se venha a manter nos próximos anos. Para além disso é muitas vezes um imperativo para a dignidade e melhoria das condições de vidas das populações, em muitas partes do globo sem acesso a infra-estruturas básicas, como é o caso de sistemas de água e saneamento.

Sawant (2010) estima que as necessidades mundiais de investimento em infra-estruturas por ano sejam de USD 2.392,2 mil milhões (2010-2020), representando 3,14% do PIB anual mundial estimado para este período, e de USD 2.452,3 mil milhões (2020-2030), representado

2,44% do PIB anual mundial estimado para este período. A decomposição por sector é conforme se apresenta na Tabela 1.

Tabela 1: Necessidades mundiais e investimento em infra-estruturas (USD mil milhões)

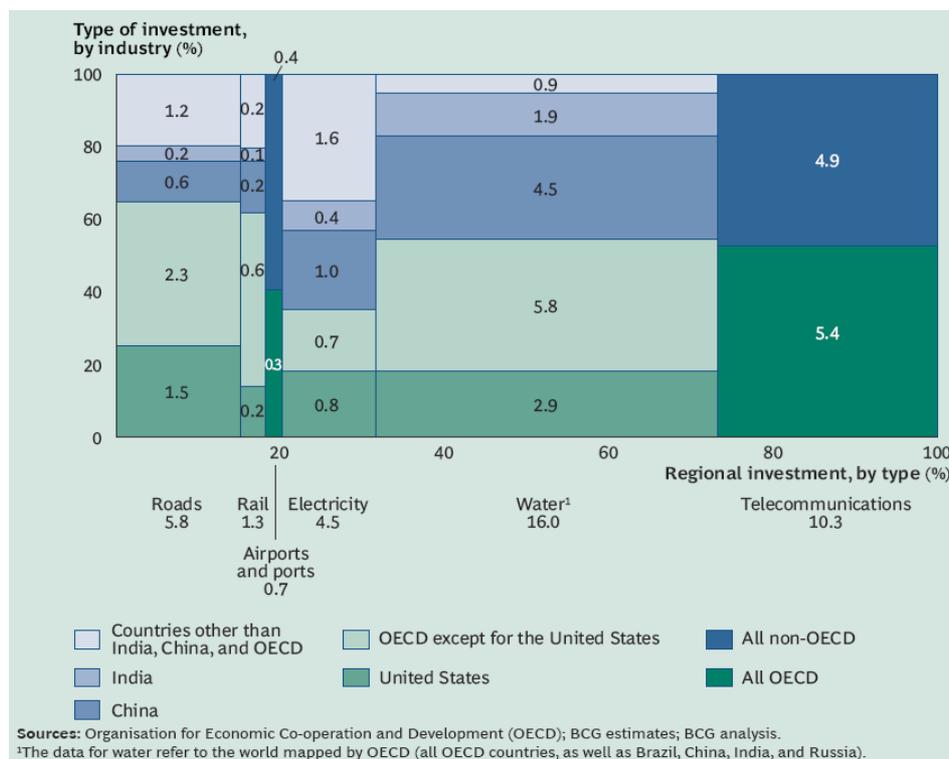
	2010-2020	% PIB Mundial	2020-2030	% PIB Mundial
PIB mundial anual	76.185		100.502	
Estradas	245	0,32 %	292	0,29 %
Ferrovias	54	0,07 %	58	0,06 %
Telecomunicações	646	0,85 %	171	0,17 %
Água	772	1,01 %	1.037	1,03 %
Electricidade - transmissão	180	0,24 %	241	0,24 %
Electricidade - produção	495	0,65 %	653	0,65 %
Total	2.392	3,14 %	2.452	2,44 %

Fonte: Sawant (2010)

De notar que alguns sectores habitualmente considerados como infra-estruturas, como áreas de energia para além de electricidade (ex: gasodutos) ou infra-estruturas sociais, não foram considerados nesta análise, o que contribui seguramente para uma subestimação das necessidades totais de investimentos em infra-estrutura para as décadas vindouras.

Já a consultora Boston Consulting Group (2010), conclui que serão necessários no mundo USD 35.000 mil milhões a USD 40.000 mil milhões de investimento em infra-estruturas até 2030. Numa óptica regional, a decomposição destas estimativas revelam uma distribuição relativamente uniformizada entre os países membros e os países não membros da OCDE.

Figura 1: Decomposição do investimento mundial em infra-estruturas até 2030



Fonte: The Boston Consulting Group (2010)

A relação entre a disponibilidade de infra-estruturas e o desenvolvimento económico e social é inquestionável e óbvia. Construir e manter infra-estruturas representa contudo um esforço financeiro muito forte, e por essa razão a intervenção das entidades públicas é quase sempre incontornável (podendo contudo essa intervenção ter lugar de formas distintas, conforme se descreve em seguida no capítulo 2.2).

Nesse sentido, existe um debate clássico entre economistas sobre se a aplicação de fundos públicos no desenvolvimento de infra-estruturas é ou não uma forma eficiente de alavancar o desenvolvimento económico. A defesa da importância do investimento em infra-estruturas por parte dos agentes públicos, inserido num conceito mais geral de intervencionismo do sector público e do investimento público na economia, está geralmente associada à escola keynesiana. Por oposição a escola monetarista é mais céptica relativamente à intervenção do sector público, e em particular do investimento público, na economia, do que decorre por inerência uma maior reserva sobre a importância do investimento público em infra-estruturas para o desenvolvimento económico. Não sendo cientificamente possível chegar a conclusões absolutas sobre a prevalência de uma perspectiva sobre a outra, até porque a sua

adequabilidade flutua em função da diferente combinação de factores que compõe o quadro económico de cada país em cada momento, as duas perspectivas têm tido uma supremacia alternada ao longo do tempo. No momento actual, por exemplo, diversos Estados assumiram políticas centradas no investimento público como forma de sustentar a recuperação da crise financeira e económica iniciada em 2007. Parte substancial dessas políticas públicas têm-se centrado no investimento em infra-estruturas.

Mas independentemente da perspectiva prevalecente ou até da visão pessoal de cada indivíduo sobre o assunto, é inquestionável que o sector público tem um papel insubstituível no desenvolvimento de infra-estruturas. As seguintes particularidades contribuem para esse facto:

- a) O investimento em infra-estruturas exige, quase sempre, um esforço financeiro muito elevado ao início.
- b) Os benefícios que decorrem dos sistemas de infra-estruturas não são muitas vezes quantificáveis em receitas directas (pois os seus benefícios estendem-se a outros factores, como externalidades positivas não reflectidas em receitas geradas pelos projectos, como é o caso de poupanças de tempo para utilizadores, ganhos ambientais ou dinamização económica geral das regiões incluídas na área de influência), o que torna o pagamento dos projectos com base apenas nas suas receitas directas financeiramente inviável.
- c) As infra-estruturas têm invariavelmente como beneficiários não apenas um agente em particular, como uma empresa (sendo esses os casos em que os projectos são desenvolvidos apenas por iniciativa privada), mas sim todos os agentes económicos ou populações, o que atribui ao sector público, na qualidade de representante deste grupo mais vasto, o papel de dinamizador da iniciativa de investimento.

Por estas razões, o sector público assume quase sempre um papel no desenvolvimento de infra-estruturas: seja na qualidade de agente que desenvolve e explora a infra-estrutura, de concedente ao sector privado, de regulador ou de co-financiador. E a forma como o sector público intervém no desenvolvimento de projectos de infra-estruturas depende do modelo de contratação utilizado.

2.2. *Modelos de desenvolvimento*

A obtenção dos recursos necessários para tornar possível o desenvolvimento de infra-estruturas foi desde sempre um desafio, abordado consoante o contexto e de diferentes formas ao longo do tempo. O Estado e as demais (ou equivalentes) figuras representativas do poder político, o “sector público”, foram sempre um interveniente central no desenvolvimento, financiamento, manutenção e operação de infra-estruturas. Para além do sector público também as empresas privadas, movidas por um objectivo sustentado em racionalidade económico-financeira (caso da indústria mineira e da construção de infra-estruturas de apoio para o processo produtivo, através por exemplo da construção de caminhos de ferro para o escoamento de produção), e as forças militares, têm tido um papel relevante ao longo do tempo como agentes de desenvolvimento de infra-estruturas.

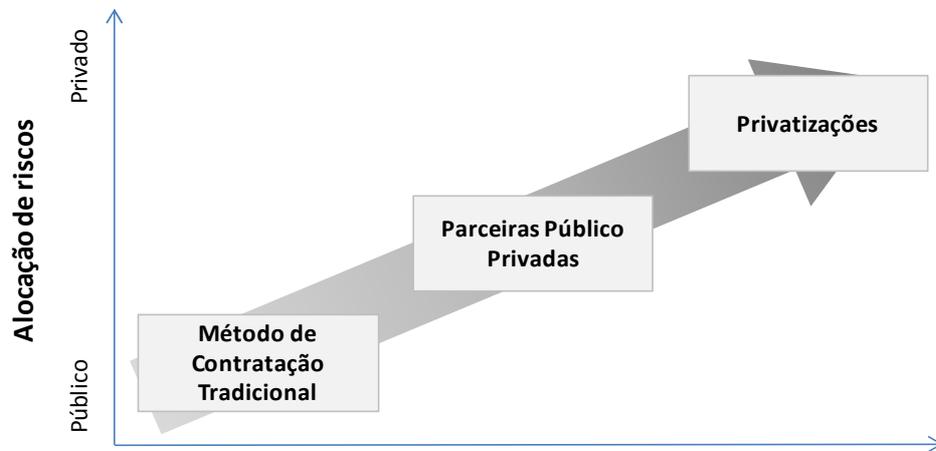
Na Era Moderna cedo o sector público testou estruturas contratuais que envolveram a participação do sector privado pela via de uma efectiva transferência pelo Estado de direitos e responsabilidades (ou seja, transferência de riscos) associados ao desenvolvimento dos projectos de infra-estruturas. Estas técnicas foram a forma encontrada pelo sector público para suprir a escassez de recursos (entenda-se recursos financeiros mas também humanos, e sobretudo *know-how*) disponíveis para o esforço de desenvolvimento de infra-estruturas. É o caso das concessões atribuídas a empresas privadas nos EUA ao longo do séc. XIX para a construção das linhas e caminhos-de-ferro, ou a construção de estradas no Reino Unido nos séc. XVIII e séc. XIX por privados, com introdução de portagens para garantir o seu pagamento. Estas estruturas foram evoluindo e hoje possuem um assinalável nível de desenvolvimento, constituindo inclusivamente uma área de especialização profissional que se revela de forma transversal nas áreas de engenharia, finanças, economia e direito. Actualmente, existem diversos modelos para o desenvolvimento de infra-estruturas, mas que de uma forma simplista podem ser vistos como diferentes derivações ou paradigmas de transferência de risco pelo agente propulsor do projecto (quase sempre o sector público, apesar de em alguns casos poder ser um agente privado) para os outros agentes económicos envolvidos (quase sempre os agentes privados). Note-se que independentemente do modelo utilizado o envolvimento de agentes do sector privado acontece quase sempre, apenas a sua forma muda em função do modelo de contratação utilizado.

Assim, e se quisermos ser mais generalistas, podemos falar de uma dicotomia essencial nestes modelos: (1) o caso extremo em que o agente propulsor do projecto não transfere quaisquer

riscos e responsabilidades para outros agentes (apenas contrata a execução de tarefas) ou (2) o caso em que existe uma total e absoluta transferência de riscos e responsabilidades do primeiro para o(s) segundo(s). Uma vez que na grande maioria dos casos o agente propulsor é o sector público, instituiu-se na indústria denominar a primeira das situações descritas como o “Método de Contratação Tradicional” e a segunda situação como “Privatizações”. De notar contudo que mesmo no caso das Privatizações o papel do sector público não se desvanece, mantendo-se presente através da função reguladora. Este papel é fundamental, e reflecte-se por exemplo na forma de fixação das tarifas que podem ser usadas em cada período pelas empresas privadas do sector em causa. Trata-se pois de uma forma de proteger a economia e as populações da posição monopolista que os parceiros privados obtêm pelo facto de passarem a ser os detentores de um activo ou de um serviço chave e insubstituível. Claro que a regulação tem também por vezes um papel fundamental na protecção do investimento do parceiro privado, criando por exemplo barreiras legais à entrada de novos *players* ou concorrentes no sector, como forma de dotar o parceiro privado das garantias mínimas que permitam encontrar racionalidade para a concretização dos investimentos, invariavelmente de valor muito elevado.

Mas entre os dois conceitos acima referenciados, existe um paradigma intermédio, que muito se tem desenvolvido nas últimas três décadas, e que consiste numa transferência parcial de riscos e responsabilidades para o sector privado, verificando-se por conseguinte uma partilha de riscos entre os sectores público e o privado: as “PPP - Parceiras Público Privadas” ou “Concessões”. De notar que a distinção entre os termos PPP e Concessões, ou até de outras terminologias como “PFI – Public Finance Initiative” (comum no Reino Unido), “P3” (comum nos EUA) ou o “DBFOM – Design, Build, Finance, Operate and Maintain”, são por vezes difusas, assumindo uma associação a determinadas particularidades da estrutura contratual em função do país ou da jurisdição. Por uma questão de simplificação vamos adoptar o termo “PPP” como o que representa este paradigma de contratação. Mas o importante é reter que são estruturas de contratação em que o sector público delega no sector privado parte substancial dos riscos e responsabilidades inerentes ao desenvolvimento de um determinado projecto de infra-estruturas. E o âmbito de transferência de risco pode mudar (e muda) em função de aspectos diversos, podendo uma PPP incluir uma transferência quase integral de riscos ou apenas de algumas das componentes de risco associadas ao projecto.

Figura 2: Principais modelos de desenvolvimento de infra-estruturas



Exemplo de um projecto desenvolvido pelo sector público segundo o Método de Contratação Tradicional é o caso em que uma autoridade municipal efectua toda a concepção de um novo sistema de água e saneamento, contrata a sua construção a um construtor privado (mas assumindo os custos no evento de se verificarem erros de engenharia, ou no caso de aumento do preço das matérias-primas durante a fase de construção, etc), financia-se para pagar os custos de construção, recebe o projecto construído e passar a operá-lo com uma estrutura própria, ficando responsável por todas as obras de manutenção e grandes intervenções decorrentes da exploração do sistema. Caso esta mesma autoridade municipal optasse por realizar um contrato de PPP com uma entidade privada especializada na concepção e exploração de sistemas de água e saneamento, então o agente privado a quem fosse adjudicado o projecto passaria a ficar responsável, por sua conta e risco, por realizar a concepção do projecto, organizar o seu financiamento, construir, e depois operar e manter o sistema durante todo o prazo do contrato. A verificação de erros de construção, defeitos de concepção, uma deficiente operação do sistema, iria provocar uma quebra dos seus níveis de rentabilidade. Claro que é frequente, num caso de PPP como o exemplificado, que o sector público introduza no contrato de PPP obrigações para o agente privado, nomeadamente em relação a níveis mínimos de serviço, por forma a assegurar que o serviço público (neste exemplo o serviço de abastecimento de água e saneamento) que haja sido delegado no agente privado não seja posto em causa.

Mas independente das complexidades subjacentes às estruturas de PPP, que existem, o fundamental é entender a diferença essencial entre os dois paradigmas: num caso o sector público retém as responsabilidades e riscos, o que significa sofrer as consequências de cenários negativos mas também de cenários positivos; no segundo caso o sector público transfere as responsabilidades e riscos, garantindo apenas que o agente privado irá cumprir com os níveis mínimos de prestação de serviço a que se propôs, o que significa imunizar-se relativamente a consequências de cenários negativos mas também abdicar do benefício decorrente de cenários positivos. E como foi dito, claro que existem contratos de PPP em que a transferência de risco é apenas parcial, e assim as consequências dos diferentes cenários podem ser partilhadas pelos intervenientes sector público e sector privado.

2.3. Modelos de financiamento

Feita a análise sobre a forma de contratação de projectos de infra-estruturas, podemos entrar num segundo tema, o seu financiamento. A forma de financiar a execução de projectos de infra-estruturas é por vezes confundida, em termos conceptuais, com os regimes de contratação acima descritos. É importante entender em primeiro lugar que existem diferentes alternativas para o financiamento de infra-estruturas, e que essas alternativas estão relacionadas com os diferentes produtos financeiros que estão disponíveis nos mercados. Em segundo lugar, é importante entender a forma como a utilização desses produtos é estruturada em função do modelo de contratação escolhido. A standardização da forma de estruturação de determinados produtos financeiros para determinadas estruturas contratuais levou, claro, ao aparecimento de paradigmas de financiamento.

Os dois paradigmas de financiamento mais usados em infra-estruturas são por excelência o financiamento empresarial (*corporate finance*) e o financiamento de projecto (*project finance*). Mas antes da análise destas duas abordagens de financiamento, e em particular das estruturas de *project finance*, convirá abordar dois aspectos: a análise sobre os produtos financeiros mais comumente utilizados em infra-estruturas e a análise sobre a forma como os projectos são pagos (o que é distinto da forma como são financiados).

Começando pelo primeiro aspecto, os produtos financeiros. Existem dois grandes grupos de produtos financeiros: produtos financeiros relacionados com os capitais de accionistas (o “*Equity*”) e produtos financeiros de financiadores alheios (a “*Dívida*”). Dentro destas duas grandes famílias, existem diversos tipos de produtos. A saber, no caso do *Equity*, podemos ter

acções, acções preferenciais, empréstimos de accionistas, enfim, um sem número de possibilidades em função das diversas jurisdições. No caso da Dívida, ela pode-se materializar através de financiamentos bancários tradicionais, através da emissão de obrigações, através de financiamentos com estruturas de remuneração variáveis (exemplo de empréstimos *mezzanine*), *leasing* financeiro, *leasing* operacional, securitização de receitas futuras, etc. E as decisões sobre a estrutura de financiamento e os produtos financeiros a utilizar para um projecto de infra-estruturas são independentes da sua forma de contratação. Vejam-se abaixo dois casos distintos:

- a) **Projecto desenvolvido pelo método de contratação tradicional.** Um Estado europeu, através do seu ministério de obras públicas e transportes, decide construir uma nova ponte para aumentar a qualidade das acessibilidades entre duas cidades. A sua construção vai demorar dois anos. Para o seu financiamento utilizará parte das receitas fiscais atribuíveis a esse ministério durante dois anos, assim como parte dos fundos obtidos com uma nova emissão obrigacionista planeada para o primeiro ano de construção. Com os fundos obtidos com a receita fiscal e com a emissão do empréstimo obrigacionista, o ministério consegue pagar ao construtor privado a empreitada. Assumindo que a ponte não terá portagem, o Estado conta utilizar as receitas fiscais de anos vindouros (que se espera venham também a crescer com as externalidades positivas provocadas pela nova infra-estrutura na actividade económica da região) para reembolsar o empréstimo obrigacionista. Em resumo, foram utilizados para o financiamento desta infra-estrutura fundos públicos derivados da receita fiscal, mas também um produto de Dívida: o empréstimo obrigacionista, emitido pelo Estado.

- b) **Projecto desenvolvido em PPP.** Um Estado asiático, face à escassez de adequados cuidados de saúde numa cidade sob a pressão de um crescimento demográfico acelerado, optou por lançar um concurso de PPP para a concepção, construção, financiamento, operação e manutenção de dois novos hospitais. Nesse sentido, o consórcio de empresas privadas ao qual foi adjudicado o contrato criou uma sociedade veículo para desenvolver o projecto. Esta sociedade veículo foi financiada através do investimento em *Equity* efectuado pelos accionistas, sob a forma de pagamento de acções e dívida accionista (subordinada aos financiamentos bancários), e pela contratação de um empréstimo bancário com um grupo de entidades financeiras locais

e internacionais. Ao longo do contrato de PPP, que durará 30 anos, a empresa privada será paga pelo Estado em função da qualidade do serviço prestado, calculado pelos níveis de disponibilidade da infra-estrutura, que continuará a ser utilizada pelo serviço nacional de saúde público. Para o financiamento desta infra-estrutura foram pois utilizados produtos de *Equity* e um produto de Dívida.

Os dois exemplos acima permitiram levantar o véu sobre uma outra questão, distinta do tema do financiamento e já mencionados atrás: como são pagos os projectos de infra-estruturas? O financiamento consiste na forma como se ultrapassam, na fase inicial de um projecto, as necessidades extremas de fundos para pagar as despesas de arranque e o investimento na construção das infra-estruturas, permitindo esse financiamento que se converta uma necessidade extrema de fundos inicial num pagamento diluído por vários períodos. O pagamento de um projecto de infra-estrutura é a forma como as diversas componentes absorvedoras de fundos num projecto, incluindo o pagamento de capital e juros dos financiamentos (o serviço da dívida), o pagamento de despesas de manutenção e de obras cíclicas de renovação, o pagamento de impostos, a obtenção de rentabilidade pelos accionistas no caso de PPP, etc, são pagas. E isso depende do tipo de receitas que cada projecto terá.

Naturalmente que o tipo de receitas que um projecto terá depende das características intrínsecas ao activo e ao serviço prestado, mas também depende do modelo contratual utilizado para o desenvolvimento desse projecto. E uma vez que as opções de estruturação de financiamento são directamente influenciadas pelo modelo contratual utilizado, também o tipo de receitas, como parte integrante das características de um projecto, influenciam a estruturação do seu financiamento.

Sobre a forma como as opções sobre os modelos de desenvolvimento impactam o tipo de receita, tal depende das diversas combinações possíveis no momento da conceptualização do modelo. As opções a este nível estão também, na maioria das vezes, intimamente relacionadas com a matriz de risco acordada entre o sector público e o sector privado no projecto. Mas ao nível do tipo de receitas em projectos de infra-estruturas existem dois paradigmas por excelência: o pagamento, ao longo da vida útil do projecto, por (1) fundos públicos ou (2) por receitas geradas pelo próprio projecto. Um exemplo de pagamento de um projecto desenvolvido em PPP através de fundos públicos é uma auto-estrada desenvolvida num regime de pagamento de disponibilidade ou de portagem sombra (as SCUT em Portugal), na

qual os utilizadores finais da infra-estrutura não são chamados a efectuar nenhum pagamento à empresa que detém a concessão, sendo os pagamentos efectuados pela entidade pública que adjudicou o contrato de PPP. Um exemplo de pagamento de um projecto desenvolvido em PPP através de receitas geradas pelo próprio projecto é uma auto-estrada desenvolvida num regime de portagem real, na qual os utilizadores finais da infra-estrutura são chamados a efectuar pagamentos pela sua utilização nomeadamente através do pagamento de portagens. Mas mais uma vez, e em nome da clareza de conceitos, é fundamental ter a noção sobre a existência de três aspectos distintos em infra-estruturas: o modelo de contratação, a forma de financiamento e o modelo de pagamento. Estes três aspectos estão relacionados, mas são independentes, podendo-se combinar de diversas formas possíveis, apesar de o modelo de pagamento poder ser perfeitamente considerado como um prolongamento do modelo de contratação.

Mas voltando ao financiamento, tradicionalmente, e até meados dos anos 70, o financiamento de infra-estruturas sempre esteve relacionado com projectos desenvolvidos pelo Método de Contratação Tradicional. Assim, os produtos financeiros nunca estiveram particularmente customizados para o negócio de infra-estruturas, uma vez que o sector público conseguia obter fundos para este fim e outros no âmbito das suas receitas orçamentais ou dos seus programas gerais de emissão de dívida pública. Também, o financiamento era assumido pelas entidades que desenvolviam os projectos (quase sempre o sector público) no âmbito da satisfação das suas necessidades globais de financiamento, sem haver uma limitação de responsabilidade por parte da mutuária ao negócio de infra-estrutura financiada. Este regime é o regime de financiamento tradicional de empresas, o regime de *corporate finance*.

Com o surgimento das estruturas de PPP e a liberalização do sector de infra-estruturas, passou a ser possível e necessária a montagem de estruturas de financiamento customizadas, dedicadas e definidas de acordo com as particularidades dessas mesmas estruturas contratuais. Surgiu assim o *project finance*, um conceito em que os financiadores apenas têm recurso aos activos e logo aos *cash flows* de um projecto como garantia do cumprimento do serviço da dívida. De facto, nas estruturas de financiamento em *project finance* a dívida é contratada pela empresa-projecto, empresa criada com o objectivo único de desenvolver o projecto e que detém o contrato que atribui o direito de exploração do activo, seja um contrato de PPP ou outro similar. E toda a estruturação do financiamento é feita com base nas características do negócio e dos *cash flows* projectados, os quais dependem claro das relações contratuais

assumidas pela empresa-projecto com o sector público e com os prestadores de serviços, como é o caso das empresas de construção ou empresas de operação.

Em resumo, as características típicas de uma estrutura de financiamento em *project finance* são as seguintes:

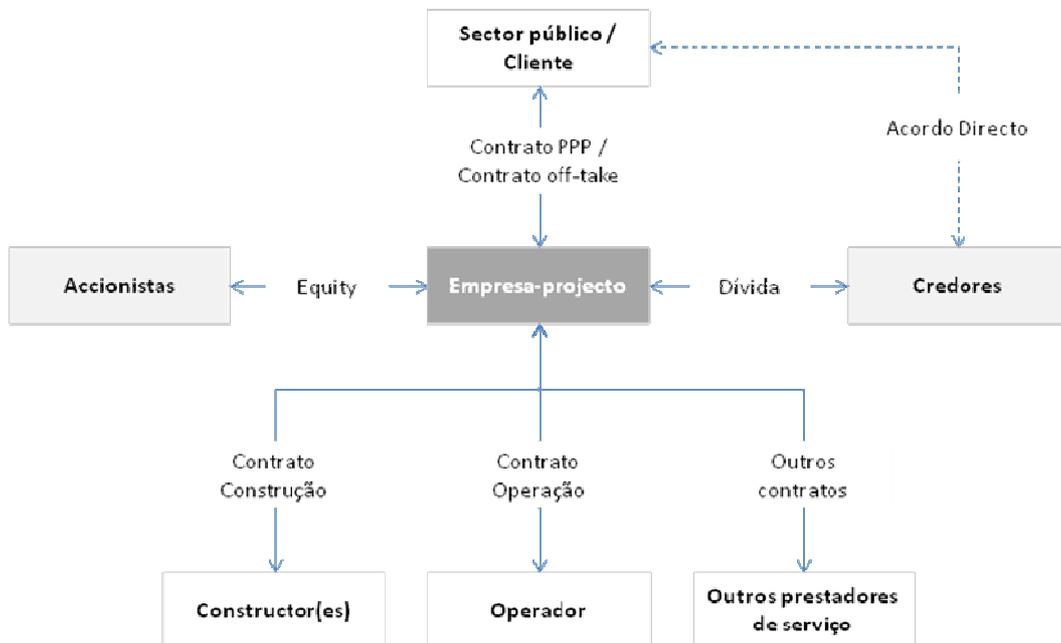
- a) O financiamento é efectuado a uma empresa-projecto, que tem por único e exclusivo objecto de negócio o desenvolvimento de um projecto, estando assim totalmente isolada de qualquer outro negócio ou risco que não os do projecto.
- b) Existe um elevado montante de capitais bancários em comparação com o *Equity* - fortes rácios de alavancagem financeira, geralmente acima de 70% (Dívida) para 30% (*Equity*).
- c) Os financiadores têm apenas recurso aos activos e logo aos *cash flows* de um projecto como garantia do cumprimento do serviço da dívida, não estando os accionistas da empresa-projecto expostos a qualquer pagamento de dívida, em caso de incumprimento, para além do seu investimento em *equity* (dívida *non-recourse*) na empresa-projecto.
- d) Os activos da empresa-projecto têm um valor individual intrínseco baixo, sendo esse valor apenas o dos *cash flows* cuja sua operação tem capacidade de produzir, pelo que as características da estrutura contratual do projecto são determinantes.
- e) O projecto tem uma vida finita, e como tal a estruturação financeira considera que a Dívida deverá estar toda reembolsada antes do termo da vida útil da empresa-projecto.

Em conclusão, o *project finance* possui uma génese totalmente oposta à do *corporate finance*, em que o financiamento é efectuado com base no balanço de uma empresa e com base na sua performance económico-financeira passada, sendo também assumido que a empresa não terá vida limite e por conseguinte as suas dívidas poderão ir sendo renovadas ao longo do tempo.

As estruturas de financiamento em *project finance* não são, como se disse atrás, um modelo de desenvolvimento contratual. Contudo, a forma como os modelos de desenvolvimentos de infra-estruturas, em particular as do tipo PPP, foram e continuam a ser desenvolvidas e implementadas, está intimamente relacionada com os requisitos para a viabilização de um

financiamento deste género. O esquema tradicional de um financiamento em *project finance* é conforme se apresenta abaixo.

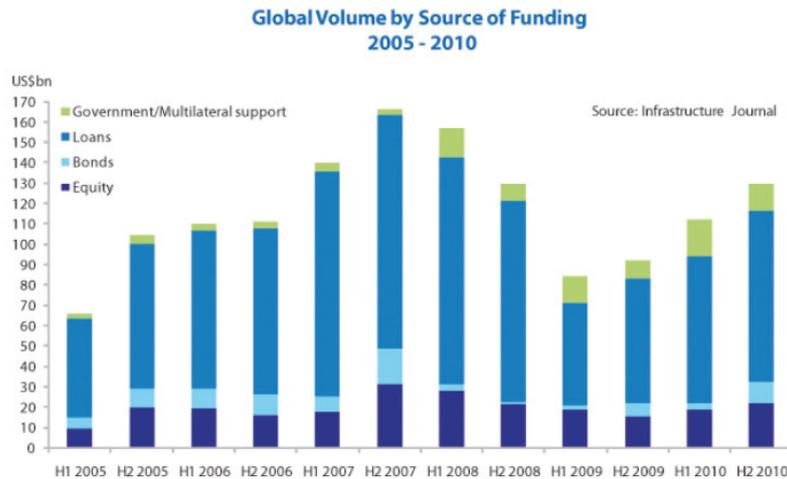
Figura 3: Estrutura contratual tradicional num financiamento em *project finance*



A solidez do contrato entre o sector público e a empresa-projecto é chave. De notar que em certos casos um financiamento em *project finance* pode não ter por base um contrato de PPP mas sim um contrato de fornecimento através do qual uma determinada entidade se compromete a adquirir todo o serviço que seja prestado pela empresa-projecto. Estes contratos são usualmente referidos com os contratos *off-take*, existindo diversas variações de terminologia em função das especificidades de cada um, com relação às suas condições contratuais. Um exemplo de um contrato do tipo *off-take* que permita a estruturação de uma operação de *project finance* são os celebrados entre os produtores independentes de energia, como é o caso de projectos de energias renováveis, e as redes nacionais energéticas do país de localização do projecto. Obviamente que a solidez creditícia da entidade que celebra o contrato com a empresa-projecto (incluindo solidez financeira, capacidade em honrar compromissos, probabilidade de incumprimento, estabilidade do quadro jurídico e regulatório, etc) é chave para a viabilização de toda a estrutura de financiamento, não só a nível dos credores como também dos próprios accionistas.

É também útil referir que regra geral os instrumentos financeiros que são usados nas estruturas de financiamento em *project finance* são financiamentos bancários. Contudo, verificou-se desde cedo a emissão de empréstimos obrigacionistas como uma forma alternativa ou complementar para o financiamento de infra-estruturas.

Figura 4: Principais fontes de financiamento em infra-estruturas entre 2005 e 2010



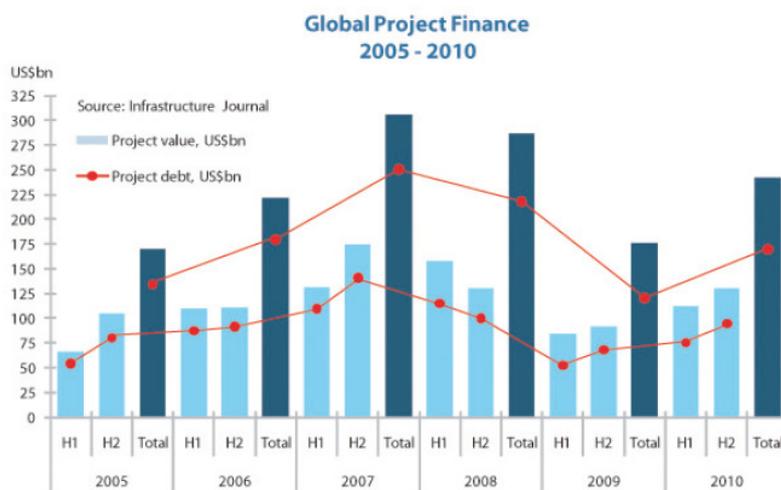
Fonte: Infrastructure Journal (2011)

A harmonização de empréstimos obrigacionistas em estruturas de *project finance* choca contudo com a complexidade do activo financiado, tendo em conta que os financiamentos em *project finance* são de recurso limitado (à empresa-projecto), o que não acontece nos empréstimos empresariais. Assim, os habituais investidores em obrigações, que não são necessariamente financiadores profissionais habilitados a efectuar um adequado acompanhamento dos empréstimos (como acontece por exemplo com os bancos), sentem uma maior dificuldade em aderir a este tipo de investimento, o que reduz o apetite do mercado para absorver emissões obrigacionistas enquadradas em estruturas *project finance*. As empresas de seguro de crédito, habitualmente conhecidas como *monolines*, tiveram um papel importante antes de 2007 na dinamização deste tipo de emissões. As *monolines* preenchem um espaço vazio no mercado, ao posicionarem-se como uma entidade especializada na análise do risco subjacente aos empréstimos obrigacionistas enquadrados em estruturas *project finance*, à subsequente emissão de um *rating* e à assunção do risco de incumprimento subjacente à operação. Os empréstimos obrigacionistas com o envolvimento das *monolines* são conhecidos como *wrapped bonds*. Desta forma muitos dos investidores em obrigações passaram a ter uma

confiança acrescida para o investimento nestes instrumentos, tendo em conta a sua estruturação ser mais sólida com o envolvimento das *monolines*. Acontece contudo que também o modelo de negócio das *monolines* foi posto em causa com o eclodir dos eventos que abalaram os mercados a partir de 2007, estando hoje a sua actividade relativamente suspensa e a validade do modelo de negócio por confirmar. É importante também reter que a utilização de obrigações para o financiamento de projectos de infra-estruturas é uma prática mais estabelecida em alguns mercados, em particular nos EUA (o caso das *Private Activity Bonds*), onde o seu peso relativo no financiamento de infra-estruturas é relevante.

O financiamento de infra-estruturas, em concreto o mercado de *project finance*, é hoje vasto e complexo, representando um volume global de financiamentos muito assinalável – cerca de USD 175 mil milhões de financiamento efectuados em 2010, de acordo com o Infrastructure Journal (2011).

Figura 5: Volumes de financiamento em *project finance* entre 2005 e 2010



Fonte: Infrastructure Journal (2011)

Esta indústria é por conseguinte complexa. Para além dos grupos financeiros, que desempenham um papel incontornável na estruturação, colocação e tomada dos financiamentos, existem diversas outras entidades que gravitam à volta deste mercado. É o caso das empresas consultoras, como as *Big 4*, para as quais os serviços profissionais focados no sector de infra-estruturas têm uma importância elevada no seu portfólio de serviços. Também os escritórios de advogados dedicam uma parte importante da sua actividade a este

sector. Mas a diversidade de entidades envolvidas não se esgota aqui. As empresas de engenharia e projectos têm o seu peso nos diversos processos, desempenhando funções como consultor técnico quer das empresas-projecto quer dos financiadores, e existem depois outros tipos de actores especializados, como é o caso dos consultores em estudos de tráfego e de procura.

Analisada a componente de dívida nos modelos de financiamento de infra-estruturas, torna-se importante entender como é efectuado o investimento em *Equity*.

3. O investimento em infra-estruturas e os fundos de infra-estruturas

Antes da abordagem ao tema central deste capítulo, convém entender as diversas formas de investimento no sector de infra-estruturas, o investimento em *Equity* descrito no capítulo 4.3.

Em termos formais, a génese do investimento em *Equity* está nas empresas-projecto, constituídas para corporizar o desenvolvimento do projecto, como já referido. Estas empresas são empresas especificamente criadas para esse propósito, têm usualmente um prazo de vida limitado no tempo, são as proprietárias ou do activo ou do contrato de PPP que permite a exploração do activo, e são também o *pivô* com todos os actores ligados ao projecto pois são elas que contratam os diversos serviços com as partes especializadas (construtores, etc). A standardização desta abordagem está relacionada com a evolução e difusão dos modelos de desenvolvimento e também com as abordagens de financiamento (*project finance*) referidos anteriormente, os quais só são juridicamente implementáveis com a constituição destas empresas-projecto.

Para além das empresas-projecto, existe outro tipo de actor no sector das infra-estruturas. São as empresas prestadoras de serviços, caso de empresas de construção ou de gestão de operações. À semelhança de qualquer outro sector de actividade, muitas dessas empresas foram gerindo o seu processo de crescimento e financiamento, e hoje estão listadas ou cotadas nas diversas bolsas existentes pelo mundo. Estes actores, que tipicamente são prestadores de serviços das empresas-projecto de infra-estruturas, foram-se tornando também investidores nessas mesmas empresas-projecto, como forma de assegurarem para si a componente do projecto relacionada com a sua área de negócio *core*. É o caso das empresas de construção ou das empresas especializadas na manutenção e operação de infra-estruturas. Exemplos de empresas especializadas na manutenção e operação de infra-estrutura são a Brisa ou a

Autostrade (operadores de auto-estradas), a ADP ou a Frapor (operadores de aeroportos), ou a Veolia ou a Severn Trent (operadores de sistemas de água e saneamento). Surgiram assim, na definição de Weber e Alfen (2010), os “investidores operacionais”, também por vezes referidos como investidores industriais. Muitos dos investidores operacionais evoluíram hoje para um modelo de negócio bicéfalo, em que para além das suas áreas de negócio *core* possuem também uma área de investimento, usualmente chamada de PPP/Concessões, que passa a gerir a participação no capital social das empresas-projecto.

Para além dos investidores operacionais existem também os investidores institucionais / financeiros, que se distinguem por não ter, para além do interesse de investimento no negócio (e o retorno associado), qualquer outro tipo de objectivo para o seu envolvimento. Estes investidores são os investidores institucionais da indústria de *asset management*, tendo-se vindo a confirmar nos últimos anos uma particular apetência de determinados institucionais para o investimento em infra-estruturas. É o caso por excelência dos fundos de pensões, em particular os oriundos do Canadá e Austrália. A Tabela 2 apresenta alguns dos fundos de pensões particularmente activos no investimento em infra-estruturas nos últimos anos, mostrando para cada entidade o total de fundos sob gestão e a percentagem alocada a investimento em infra-estruturas.

Tabela 2: Investimentos de fundos de pensões em infra-estruturas, alguns exemplos

Fundo	Proveniência	Fundos sob gestão (2008)	Investimento infra-estrutura (2008)	% alocada infra-estrutura (2008)
Canada Ontario Teachers	Canada	CAD 87 mil milhões	CAD 10 mil milhões	11,4%
Ontario Municipal Employees Retirement System (Borealis)	Canada	CAD 43 mil milhões	CAD 7,1 mil milhões	16,1%
CPP	Canada	CAD 109 mil milhões	CAD 3,7 mil milhões	3,4%
Caisse de Depot	França	EUR 120 mil milhões	EUR 1,7 mil milhões	1,4%
Europe ABP	Holanda	EUR 173 mil milhões	EUR 3,1 mil milhões	1,8%

PGGM – NL	Holanda	EUR 71 mil milhões	EUR 0,9 mil milhões	2,1%
AP Fonden 3	Suécia	SEK 181 mil milhões	SEK 1,5 mil milhões	0,8%
Australia Future Fund	Austrália	AUD 64 mil milhões	AUD 20 mil milhões	31%
QIC	Austrália	AUD 56 mil milhões	AUD 2,4 mil milhões	9%
State Super	Austrália	AUD 34,4 mil milhões	AUD 4,0 mil milhões (incluindo private equity e hedge funds)	1,9% - 11,2%
Australian Super	Austrália	AUD 28,8 mil milhões	AUD 3,9 mil milhões	13,5%
Unisuper	Austrália	AUD 23,2 mil milhões	AUD 0,8 mil milhões	3,5%
HESTA	Austrália	AUD 13,4 mil milhões	AUD 0,5 mil milhões	6%
Telstra Superannuation Scheme	Austrália	AUD 10,1 mil milhões	AUD 0,3 mil milhões	3%
MTTA Superfund	Austrália	AUD 6,1 mil milhões	AUD 1,9 mil milhões	31,1%
Military Superannuation Pension Fund	Austrália	AUD 2,9 mil milhões	AUD 0,3 mil milhões	3%-14%

Fonte: Weber e Alfen (2010)

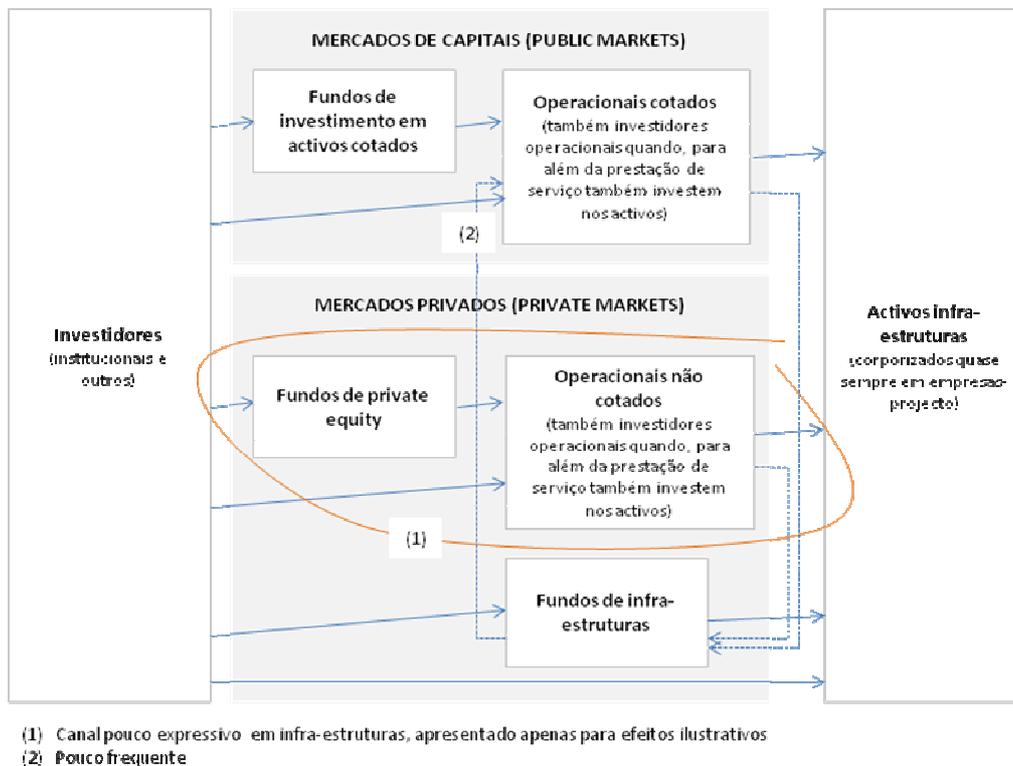
Nos últimos anos verificou-se a emergência de uma nova abordagem de investimento em infra-estruturas, os fundos de infra-estruturas não cotadas. Os fundos de infra-estruturas são veículos especializados no investimento em empresas-projecto de infra-estruturas, seguindo um modelo de negócio em muito idêntico ao modelo de *private equity*. Note-se que estes fundos não investem regra geral em activos cotados, do que decorre não investirem em *players* do sector de infra-estruturas que estejam listados em bolsa. Existem, à semelhança de tantos outros casos de especialização na indústria de *asset management*, fundos de investimento (ou ETF's) que investem no sector de infra-estruturas, tomando na sua carteira apenas acções cotadas de empresas do sector. Mas este tipo de veículos de investimento não

são considerados no conceito de “fundo de infra-estrutura”, que pressupõe por excelência um investimento directo nas empresas-projecto e/ou em activos não cotados.

De notar ainda que a nível de mercados de capitais o sector de infra-estruturas também está razoavelmente bem representado. Existem muitas empresas cotadas (incluindo os investidores operacionais), e dependendo do conceito de infra-estruturas podem ser incluídas empresas de diversos subsectores, como operadoras de estradas, *utilities*, *telecoms* e até mesmo empresas de outros sectores de actividade mas que já possuem uma relevante área de PPP/Concessões, como acontece com as construtoras, das quais são exemplo a Vinci, Hochtief ou a Mota-Engil. Em alguns casos, por exemplo para efeito de descrição de âmbito de investimento de certos fundos de investimento em empresas cotadas, verifica-se mesmo a inclusão de empresas que têm por objecto a extracção de matérias-primas dentro do conceito de infra-estruturas, como empresas do sector petrolífero ou mineiro. O recentemente lançamento de índices de infra-estruturas demonstra bem a crescente importância do sector também nos mercados de capitais: em 2001 a Standard & Poors lançou o “S&P Global Infrastructure Index” (S&P GII); o grupo Macquarie juntamente com a FTSE criou o “Macquarie Global Infrastructure Index” (MGII) em 2003; o Credit Suisse First Boston criou o “CSFB Emerging Markets Infrastructure Index” (CSFB EMII) em 2002; a UBS criou o “Global 50/50 Infrastructure and Utilities Index” em 2006; e o Dow Jones o “Dow Jones Brookfield Global Infrastructure Index” em 2008.

Em resumo, existem diversas opções para um investidor (tradicionalmente um investidor institucional ou outro) entrar no mercado de infra-estruturas. Em última instância, o seu investimento terá sempre subjacente a exploração de um activo, mas o seu investimento pode estar mais ou menos distante desse activo, em função da opção de investimento. O esquema abaixo demonstra as opções de investimento em *Equity* no mercado de infra-estruturas.

Figura 6: Opções de investimento em infra-estruturas



De notar, conforme visível na Figura 6, que muitos investidores institucionais efectuem investimentos directos nos activos de infra-estruturas. Alguns dos fundos de pensões referidos na Tabela 2 são *players* com forte tradição nesse tipo de investimento, tendo inclusivamente equipas próprias dedicadas a esse processo. É o caso do Canada Ontario Teachers ou do Ontario Municipal Employees Retirement System.

A discussão sobre as vantagens e desvantagens de cada uma das opções é complexa. Mas é todavia relativamente consensual que a opção por instrumentos de mercados de capitais permite a obtenção de maiores níveis de liquidez, por contraposição com os instrumentos de mercados privados, regra geral pouco líquidos. Uma outra vantagem dos instrumentos de mercados de capitais será o facto de permitirem uma maior dispersão de investimento e logo de aumento do efeito de diversificação, uma vez que os valores mínimos de investimento são sempre mais reduzidos do que no caso dos instrumentos de mercados privados (ou não cotados). Ter exposição a instrumentos de activos cotados significa contudo estar vulnerável em relação à volatilidade das suas cotações, e ao facto de essas cotações serem influenciadas não só pela performance operacional dos activos subjacentes mas também por factores

diversos de mercado e exógenos à performance dos activos propriamente ditos. No caso de activos não cotados, a sua avaliação é efectuada periodicamente (regra geral semestralmente), com base em métodos de avaliação que se baseiam em fundamentais de mercado mas que, ainda assim, e por funcionarem com base em amostragem de séries históricas longas, conseguem expurgar efeitos pontuais especulativos de contaminação dos mercados. Por fim, investir em instrumentos de mercados cotados significa investir (directa ou indirectamente) nos *players* operacionais, que podem também ser investidores operacionais quando também tomam posições de *Equity* nos activos de infra-estruturas. E o grau de transparência é menor no investimento nestas empresas do que no investimento directo (ou via fundos de infra-estruturas) em activos de infra-estruturas. Existem três razões para isso:

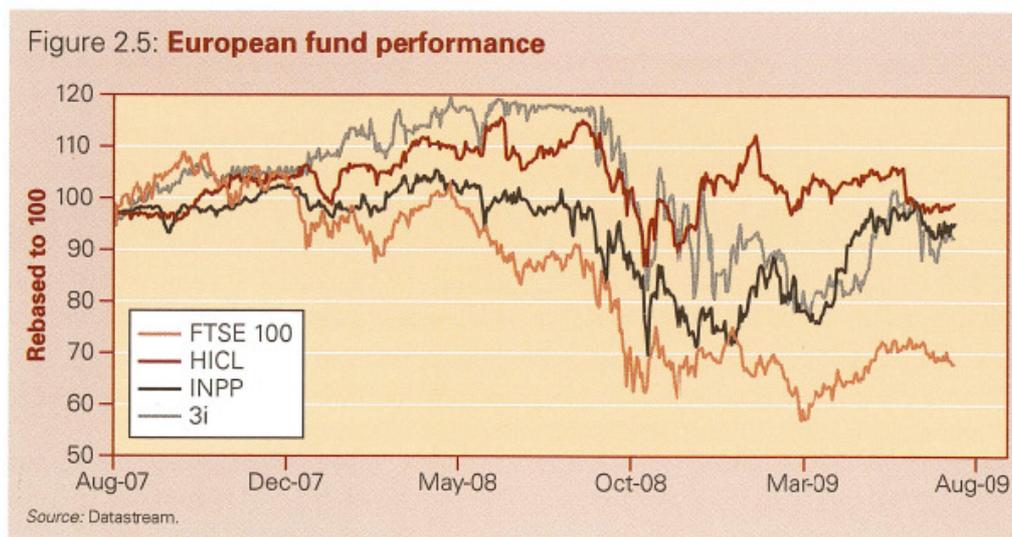
- a) As empresas operacionais têm quase sempre diversas áreas de negócio, pelo que o risco operacional subjacente é o resultado de diversas actividades e não apenas do risco subjacente ao(s) activo(s) de infra-estrutura.
- b) As empresas operacionais têm uma dinâmica de continuidade e têm diferentes motivações a influenciar a tomada de decisão, para além da racionalidade de decisão baseada na maximização da relação risco-rentabilidade de investimento nos activos de infra-estruturas.
- c) O potencial de conflito de interesses aquando da tomada de decisão para investimento nos activos de infra-estruturas é considerável, pese embora existirem em teoria mecanismos nessas empresas para gestão desses mesmos conflitos de interesses potenciais; recorde-se que as empresas operacionais ao investirem num activo de infra-estruturas têm invariavelmente interesse em virem a contratar com a empresa-projecto uma prestação de serviço, podendo por conseguinte a decisão de investimento no activo não seguir os critérios adequados no caso do contrato de prestação de serviço ser suficientemente compensatório.

Antes de entrar em detalhe na descrição dos fundos de infra-estruturas, uma última nota para a iniciativa verificada nos últimos anos de cotação de fundos de infra-estruturas. Estes fundos, os *public* ou *listed infrastructure funds* contrapõem-se ao modelo que é alvo de análise geral do presente Caso, o modelo de fundos não cotados - *private* ou *unlisted infrastructure funds*. De notar que estes fundos, à semelhança dos fundos de infra-estruturas não cotados, também não investem regra geral em activos cotados, sendo o que os distingue é o facto de serem não

os seus investimentos mas sim eles próprios cotados em bolsa. Com o desenvolvimento do mercado de infra-estruturas e da proliferação dos fundos de infra-estruturas, alguns dos mais notáveis *players* na gestão de fundos de infra-estruturas, de onde ressaltam os grupos financeiros australianos Macquaire e Babcock & Brown (tendo o último entretanto iniciado um processo de insolvência), tiveram a iniciativa de listar em mercados de capitais alguns dos seus fundos de infra-estruturas. As vantagens seriam óbvias, permitindo o aumento dramático dos níveis de liquidez do investimento em fundos de infra-estruturas, o que alargaria significativamente o número de potenciais investidores interessados neste tipo de instrumentos. E isto claro sem as desvantagens inerentes ao investimento em empresas operacionais acima referidas. O comportamento destes fundos tem sido diverso ao longo dos últimos tempos, seguindo a evolução em diversos momentos do mercado em geral, o que reflecte os “custos” da exposição enquanto títulos cotados. Exemplos de fundos cotados são os fundos HICL (HICL Infrastructure Company Limited, LSE:HICL), INPP (International Public Partnership Ltd, LSE:INPP) e 3i (3i Infrastructure Limited, LSE:3IN) em Londres, e em Sidney o MAP (Macquaire Airports Limited, ASX:MAP) e a IFN (Infigen Energy, ASX:IFN).

A sua performance face aos indicadores de mercado nos últimos anos foi conforme se apresenta em seguida.

Figura 7A: *Evolução de cotação de fundos de infra-estruturas listados em mercados e com âmbito de investimento em activos não cotados – mercados europeus*



Fonte: SJ Berwin LLP (2009)

Figura 7B: Evolução de cotação de fundos de infra-estruturas listados em mercados e com âmbito de investimento em activos não cotados – mercados internacionais



Fonte: SJ Berwin LLP (2009)

Estes fundos, em particular os fundos da Babcock & Brown (entretanto liquidados, alvos de processos de venda ou transferência para outras sociedades gestoras, como o caso da Arcus Infrastructure Partners) e a uma escala menor os do grupo Macquarie, sofreram também pelo facto de os eventos que afectaram os mercados a partir de 2007 terem colocado a nu a agressividade das suas estratégias de endividamento, reflectindo-se não só em níveis de solvabilidade demasiado baixos mas também num desfasamento entre as maturidades dos *cash flows* que se esperava vir a obter com os investimentos e as maturidades das facilidades de financiamento contratadas (em muitos casos financiamento de curto-médio prazo com vencimento *bullet* e políticas de renovação consecutivas, para financiar investimento com retornos de longo-prazo). A redução dos níveis de liquidez verificada após 2007, combinada com a redução abrupta do valor de todos os activos em geral, foi nefasta e levou em muitos casos à liquidação desses fundos. Apesar de existirem em 2010, de acordo com os dados da Preqin, cerca de 46 fundos deste género cotados em bolsa, o modelo de fundos de infra-estruturas não cotados têm tido um crescimento bem mais significativo, com cerca de 170 fundos no mercado à data de 2010 (ver capítulo 3.3). Não é por conseguinte possível, à presente data, tirar conclusões sobre a viabilidade do modelo de cotação de fundos de infra-estruturas, sendo seguramente um caminho de grande interesse para todos os *players* de *asset management* presentes na indústria de infra-estruturas, mas que deverá ainda provar ter as condições para habitar nos exigentes mercados de capitais.

3.1. Fundos de infra-estruturas, a oportunidade de mercado

No seguimento da difusão das estruturas de desenvolvimento de infra-estruturas com envolvimento activo do sector privado (por assunção de risco), e do aumento crescente de formas de financiamento desses negócios com estruturas do tipo *project finance*, acentuaram-se, nos últimos anos, as necessidades de capitais próprios para o investimento no sector.

Tradicionalmente, os investidores de *Equity* eram os investidores operacionais. Todavia, com o avolumar de projectos lançados para o mercado, foi claro que estes investidores, mesmo tratando-se em muitos casos de gigantes multinacionais com uma forte capacidade de angariação de recursos, não tinham uma capacidade ilimitada para comprometer investimentos em *Equity* por períodos de retorno superiores, em muitos casos, a dez ou vinte anos. Por conseguinte, iniciaram muitas destas empresas uma estratégia de “rotação de activos”, através na qual as participações em projectos já construídos e em fase de operação eram colocadas para venda, por forma a dotar a empresa assim de fundos para investir em novos projectos e garantir também novo negócio para as suas áreas *core* (por via dos novos contratos de prestação de serviços associados a projectos). Adicionalmente, muitos dos *market players* tradicionais deste mercado entenderam a vantagem de ter investidores financeiros presentes desde início nas estruturas accionistas dos projectos: diminuía o seu esforço financeiro para investimento em *Equity*, sem terem que abdicar do negócio de prestação de serviço, uma vez que os investidores financeiros não têm interesse nessa vertente.

Passou a ser também evidente que o investimento em infra-estruturas tinha um conjunto de características muito interessantes, representando no global uma proposta relativamente diferenciada de outras alternativas de investimento. Por um lado trata-se de activos capazes de gerar um *cash flow* pouco volátil, estável e de longo-prazo. Estão também usualmente baseados em estruturas contratuais que prevêm uma actualização anual de tarifas com base na inflação, tornando-se assim o investimento nestes activos imune ao efeito da inflação. Por fim, a relação rentabilidade *vs* risco deste tipo de activos coloca-os num meio caminho na escala de possíveis investimentos, representando um ponto de equilíbrio apelativo entre investimentos em activos mais voláteis (como o investimento em acções, seja em empresas cotadas seja em não cotadas, como é o caso do investimento em fundos de *private equity*) e activos de menor risco (por exemplo as obrigações). Estas características tornam o

investimento em infra-estruturas particularmente interessantes para certos investidores, como é o caso de fundos de pensões.

A conciliação destes dois aspectos, por um lado a existência de necessidades de investimento não supridas pelos *players* tradicionais e por outro lado a confirmação do investimento em infra-estruturas como uma alternativa muito apelativa, em particular para investidores com requisitos específicos, criou as condições para a abertura do investimento em activos de infra-estruturas a novos *players*. Em particular passou a verificar-se o investimento directo de institucionais nos activos e a emergência dos fundos de infra-estruturas. Para um investidor institucional, o investimento em activos de infra-estruturas via fundo de infra-estruturas apresenta vantagens importantes. Para além das vantagens (e claro também com desvantagens associadas) decorrentes de ser um investimento em instrumentos de mercados não cotados, o investimento via fundos de infra-estruturas permite que se continue a ter um investimento quase directo nos activos, com perfeita visibilidade sobre a sua performance, mas intermediado por uma equipa preparada e habilitada para a maximização dos benefícios decorrentes do processo de investimento, nas fases de entrada, acompanhamento e saída. Claro que a criação de equipas próprias traz mais rigidez à política de investimento e limita claramente a capacidade de diversificação de risco (através de um investimento em unidades de participação de um fundo, está-se automaticamente a aceder a toda uma carteira, podendo este efeito ser multiplicado através do investimento em diversos fundos de infra-estrutura). Outras desvantagens claras são: é mais caro remunerar uma sociedade de gestora do que uma equipa própria (em termos absolutos, uma vez que esta relação deve ser vista com a capacidade de cada uma das equipas a nível de taxas de rentabilidade para o investimento) e o controlo sobre a decisão de investimento é menor através de investimento por fundos.

3.2. *Características e componentes dos fundos de infra-estruturas*

Os fundos de infra-estruturas seguem, grosso modo, as estruturas desenvolvidas para fundos de *private equity*, apesar de apresentarem também algumas similaridades com os fundos de *real estate*. Alguns dos principais aspectos que caracterizam a estrutura e perfil dos fundos de infra-estruturas são descritos abaixo.

Abertos/fechados

No que diz respeito ao tipo de fundos (aberto ou fechado), a opção tem sido invariavelmente pelo modelo de fundos fechados. Exemplo de um caso de um fundo que seguiu o modelo aberto foi o JPMorgan Infrastructure Investment Fund, que seguiu um modelo de recompra de unidades de participação por parte do gestor do fundo, como forma de garantir a liquidez aos investidores, pese embora a decisão de recompra fosse discricionária e sujeita a importantes penalizações para períodos de investimento inferiores a quatro anos.

Prazos

Relativamente ao prazo tem-se afirmado o modelo de fundos a 10 anos (com possível extensão por mais 2 ou 3 anos, em função da decisão discricionária da sociedade gestora), com um prazo de investimento entre 4 a 5 anos. São contudo também frequentes fundos a 15 anos ou com períodos ainda mais longos, como por exemplo fundos a 30 anos.

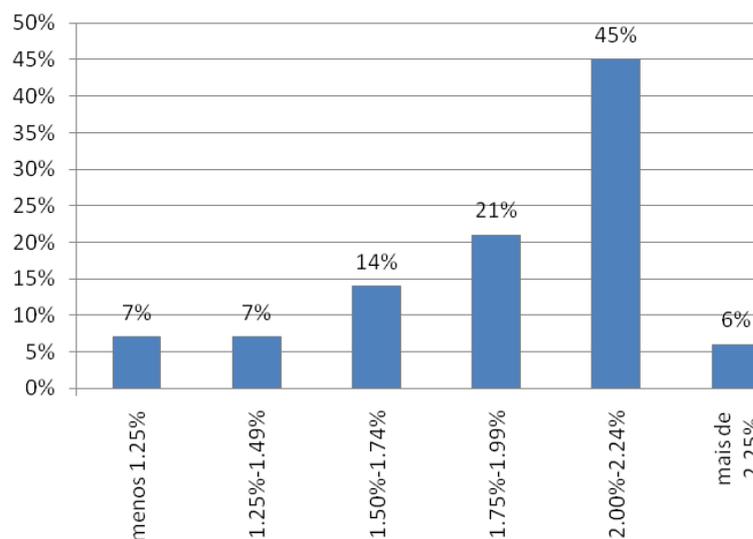
Existe uma diferença substancial de abordagem entre a opção por uma vida de 10-15 anos para um fundo ou uma opção por uma vida de 25-30 anos. No primeiro caso existe quase sempre risco de liquidação de carteira, uma vez que os prazos subjacentes aos contratos das empresas-projectos em que os fundos investem serem regra geral superiores a 10-15 anos, o que faz com que quando o fundo chegar ao limite da sua vida útil seja necessário vender os investimentos. No segundo caso evita-se esse risco, uma vez que os investimentos efectuados pelo fundo deverão sempre ter um término inferior ao do próprio fundo. São estratégias distintas, estando a primeira mais adaptada para fundos que pretendem beneficiar de valorizações de projectos em horizontes temporais relativamente curtos (6 a 8 anos), o que acontece frequentemente em investimento em projectos *greenfield* ou *early brownfield* (ver capítulo 4.1 para definição de conceitos), enquanto que a segunda estratégia está mais adaptada para fundos que procuram projectos já maduros, que geram *cash flow* para os seus accionistas (via por exemplo pagamento de dividendos pelos projectos), e cuja rentabilidade vai ser formada não por ganhos de capital decorrentes de uma venda de acções mas sim do pagamento desse mesmo *cash flow*. A segunda estratégia é também mais compatível com o modelo de fundo aberto.

Estrutura de Comissões

A estrutura de comissões cobrada pelo gestor ao fundo (e logo aos investidores) inclui, no caso de fundos de infra-estruturas como em outras classes de activo como em *private equity*, uma comissão de gestão (ou fixa) e uma comissão de sucesso (ou variável). Inicialmente, os fundos de infra-estruturas copiaram a estrutura de comissões típicas dos fundos de *private equity*. Todavia, com o amadurecimento da indústria, os gestores dos fundos de infra-estruturas têm vindo a ser pressionados por parte dos investidores no sentido da adopção de estruturas com comissões mais baixas, uma vez que se considera por contraposição com *private equity* que o investimento em infra-estruturas tem rentabilidades esperadas mais reduzidas e também os custos de acompanhamento de carteira são também mais baixos.

Relativamente à comissão de gestão, que consiste numa percentagem fixa sobre o valor de compromissos de investimentos no fundo, era habitualmente praticado pelos gestores um valor acima de 2.00%. Hoje é contudo frequente a adopção de comissões de gestão de valor inferior. Por exemplo, 49% dos fundos fechados entre 2009 e 2010 tinham comissões de gestão de valor inferior a 2.00%, sendo expectável que a tendência de quebra desta comissão se mantenha pelos próximos anos.

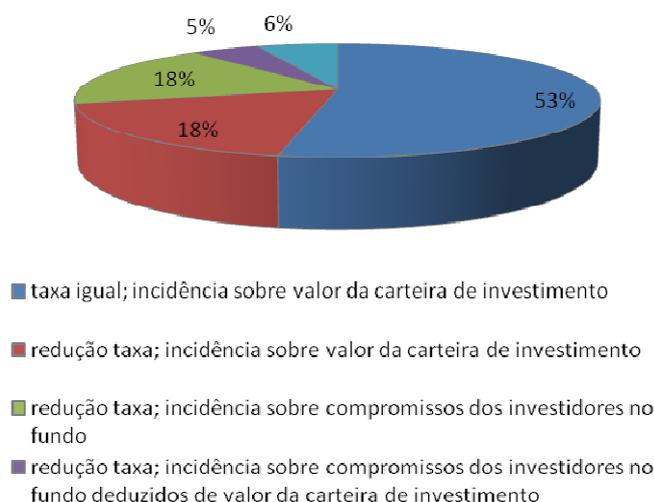
Figura 8: Comissão de gestão em fundos de infra-estruturas fechados entre 2009-2010



Fonte: Preqin (2011)

Ainda relacionado com a comissão de gestão, é frequente existirem mecanismos que visam a redução da comissão de gestão após o final do período de investimento (*fee step-down*), fase em que os custos da sociedade gestora são mais elevados por estarem relacionados com as despesas de prospecção e concretização de investimentos. Os métodos geralmente utilizados são: (1) taxa percentual mantém-se e a incidência passa a ser sobre o valor nominal da carteira de investimento (e não sobre compromissos dos investidores no fundo), (2) redução da taxa percentual e a incidência passa a ser sobre o valor nominal da carteira de investimento, (3) redução da taxa percentual mantendo-se a incidência sobre compromissos dos investidores no fundo, (4) redução da taxa percentual e a incidência sobre compromissos dos investidores no fundo deduzidos do valor nominal da carteira de investimento e (5) sem alteração. Quase todos os fundos fechados no mercado entre 2009-2010 adoptaram estratégias de redução da comissão de gestão.

Figura 9: Estratégias de redução de comissão de gestão em fundos de infra-estruturas entre 2009-2010



Fonte: Preqin (2011)

Quanto à estrutura da comissão de sucesso, habitualmente conhecida como *carried interest*, o modelo de base é também o modelo de *private equity*, que pressupõe que acima de uma determinada rentabilidade mínima (confirmada após alienação dos investimentos do fundo e líquida de comissão de gestão), a *hurdle rate*, se verifique uma repartição da rentabilidade marginal entre a sociedade gestora e os investidores. O *benchmark* prevalecente de mercado é

que essa repartição seja na proporção 20% para a sociedade gestora e 80% para os investidores e a *hurdle rate* seja de 8.00% ao ano. De notar que no caso de fundos abertos não é corrente a utilização do *carried interest*.

Existe ainda uma particularidade que por vezes é aplicada, o sistema de *catch-up*. De acordo com este mecanismo, após a *hurdle rate* todos os ganhos marginais de rentabilidade são canalizados para a sociedade gestora, até estar reposto o princípio de repartição definido (caso seja 80% investidores – 20% sociedade gestora, até se verificar essa relação). A partir do momento em que é atingida essa relação, então os ganhos passam a ser repartidos entre sociedade gestora e investidores com base nos termos de repartição fixados. Por exemplo, no caso de um fundo em que o princípio de repartição seja de 80%-20%, a *hurdle rate* de 8.00% ao ano e com sistema de *catch-up*, o tratamento da rentabilidade obtida no fundo seria a seguinte: até 8.00% ao ano toda a rentabilidade é atribuível aos investidores, acima de 8.00% ao ano toda a rentabilidade é atribuível à sociedade gestora até se verificar a relação de 80%-20% - o que acontece quando é atingida a rentabilidade de 10.00% ao ano, e acima de 10.00% ao ano os ganhos passam a ser repartidos na proporção 80%-20%. Importa referir que caso a sociedade gestora não seja detida integralmente pela equipa de gestão, então é fundamental a implementação de mecanismos que garantam o acesso pela equipa de gestão à quase totalidade do *carried interest*.

Uma última nota para o facto de existirem dois modelos relativamente ao pagamento de *carried interest*. Apesar de ambos dependerem, no final, da performance global do fundo, existe um método que usa a performance de rentabilidade analisada de forma isolada para cada investimento (*deal by deal*) e só no final é apurada a performance global do fundo, e um segundo em que apenas a performance global do fundo é considerada para os cálculos (*fund as a whole*). No primeiro os pagamentos de *carried interest* podem acontecer mais cedo e são mais distribuídos ao longo do tempo em função do desinvestimento do fundo nos projectos, existindo contudo uma regra de devolução de *carried interest* para o caso de a rentabilidade final apurada para o fundo não estar dentro dos objectivos (*clawback mechanisms*).

Os mecanismos definidos acima, quer para a progressiva redução da comissão de gestão quer os mecanismos para a comissão de sucesso, têm por objectivo confirmar o total alinhamento de interesses entre a sociedade gestora (e em particular a equipa de gestão) e os investidores

do fundo, o que deve ser complementado pelos mecanismos de resolução de conflitos de interesses descritos em seguida.

Conflitos de interesses

É hoje fundamental que o *corporate governance* estabelecido entre o fundo, os seus investidores e a sua equipa de gestão, garanta a não existência de situações de conflitos de interesses. Incluem-se em situações de conflitos de interesses a possibilidade de influência de decisão de gestão do fundo por parte de um investidor ou um grupo limitado de investidores, a possibilidade da sociedade gestora poder prestar serviços ao fundo e obter uma remuneração para além do sistema de comissões pré-definido (ou estar dedicada de forma não exclusiva à gestão do fundo) ou a possibilidade de a sociedade gestora ser influenciada por uma entidade terceira, como é o caso de sociedades gestoras que estejam inseridas em grandes grupos financeiros.

Para todas estas situações estão previstos e foram desenvolvidos mecanismos contratuais que visam proteger os investidores das situações de conflitos de interesses.

Imputação de custos

A decisão sobre a forma de imputação dos custos de lançamento do fundo e os custos de investimento, nomeadamente de custos de investimento relacionados com transacções não concretizadas (os *aborting costs*), é um aspecto de importância, que deve ser analisado em conjunto com o valor da comissão de gestão.

O *benchmark*, de acordo com dados da Preqin (2011), é que os custos de lançamento sejam suportados pelo fundo, pese embora exista pressão crescente para que seja fixado um máximo para além do qual todo o excesso é assumido pela sociedade gestora. Relativamente aos custos de investimento (ou custos com transacções), o *benchmark* aponta para que os custos com transacções bem-sucedidas seja suportado em 30% pela sociedade gestora (podendo contudo ir até 0%), enquanto os custos com transacções não concretizadas (os *aborting costs*) seja suportada a 100% pela sociedade gestora.

Key man provisions

Todos os membros da equipa de gestão, em particular os membros mais seniores, se devem obrigar a uma cláusula através da qual assumem abdicar de toda a rentabilidade associada ao *carried interest* no caso de deixarem a equipa de gestão por causas não devidamente enquadradas (regra geral situações extremas como morte ou doença). Por sua vez, a violação desta cláusula pode permitir aos investidores despoletar o vencimento antecipado do fundo, com a subsequente obrigatoriedade da equipa de gestão de alienar toda a carteira de investimento e retornar os capitais aos investidores.

Conforme desenvolvido no capítulo 4.1, esta cláusula está intimamente relacionada com o facto de um dos factores mais importantes para a decisão de investimento por parte dos investidores ser a análise e validação da equipa de gestão, de cada membro individualmente e do grupo como equipa. Isto por a preparação, experiência e solidez da equipa ser um dos aspectos mais importantes para o sucesso de um fundo de investimento.

Captive/Non captive

É frequentemente feita a distinção entre fundos *captive* e fundos *non captive*. Os fundos *captive* são fundos que estão fortemente relacionados com uma determinada instituição, seja pelo seu peso na estrutura de investidores seja pela sua posição (geralmente como entidade controladora) na estrutura accionista da sociedade gestora. O exemplo clássico são os fundos de infra-estruturas inseridos nos grandes grupos financeiros, como é o caso dos fundos da Goldman Sachs ou do Citigroup. Apesar de estes fundos incorporarem mecanismos de resolução de conflitos de interesses e terem sistemas de repatriação do *carried interest* com a equipa de gestão, a garantia de total transparência entre os interesses do fundo e os interesses da instituição dominante é sempre mais difícil de ser conseguido.

Por contraposição, os fundos *non captive* são os que não estão na situação acima descrita. É o caso de fundos levantados por equipas de gestão independentes ou por empresas de *private equity* ou *asset managers* independentes.

Pode acontecer um fundo *non captive* ter um grupo de investidores dominantes, que em muitos casos podem até ter estado na origem da estruturação do fundo, aportando logo à partida um montante de investimento mínimo (o *seed capital*) que garante a viabilidade da

iniciativa. Este tipo de investidores são frequentemente denominados como os *anchor investors*. Pode ainda acontecer estes investidores terem, pela posição de suporte que assumem no lançamento do fundo, uma participação também na estrutura accionista da sociedade gestora. Todavia, desde que essa posição não seja considerada dominante, o que se verifica por exemplo se existir mais do que um *anchor investor* com direitos iguais e que sejam independentes entre si, o fundo continua a ser considerado um *non captive fund*.

Co-investimento pela sociedade gestora e pela equipa de gestão

Uma nota para o facto de ser, regra geral, obrigatório para o sucesso da colocação que a sociedade gestora e a própria equipa de gestão efectuem também um investimento no fundo, de forma a fortalecer a mensagem de alinhamento de interesses com os investidores. Naturalmente que este investimento é por vezes simbólico face aos montantes totais de investimentos, mas desde que seja um montante significativo na esfera do investidor particular, a sua sujeição a risco do fundo ajuda a suportar a mensagem de compromisso da equipa de gestão em relação aos restantes investidores.

Tipo de investimento (produto financeiro)

Em termos de produto financeiro, os fundos de infra-estruturas têm-se vindo a focar predominantemente em *Equity*, conjuntamente com os empréstimos de accionistas que invariavelmente estão associados ao investimento em *Equity* (pela forma como a estruturação do financiamento dos projectos de infra-estruturas é feita). Existem poucos, ou talvez quase nenhuns, fundo de infra-estruturas dedicados exclusivamente a operações de *mezzanine*, apesar de quase todos os fundos admitirem realizar estas operações na sua estratégia de investimento. Acontece contudo que o aparecimento de operações de *mezzanine* nas estratégias de investimento de negócios de infra-estruturas é pouco comum, uma vez que este produto financeiro está geralmente associado à estruturação do financiamento de operações de *leverage buy-out*, cujas rentabilidades implícitas (contrariamente às rentabilidades implícitas às operações de infra-estruturas) permitem que a *tranche* de *mezzanine* seja compatível e de interesse.

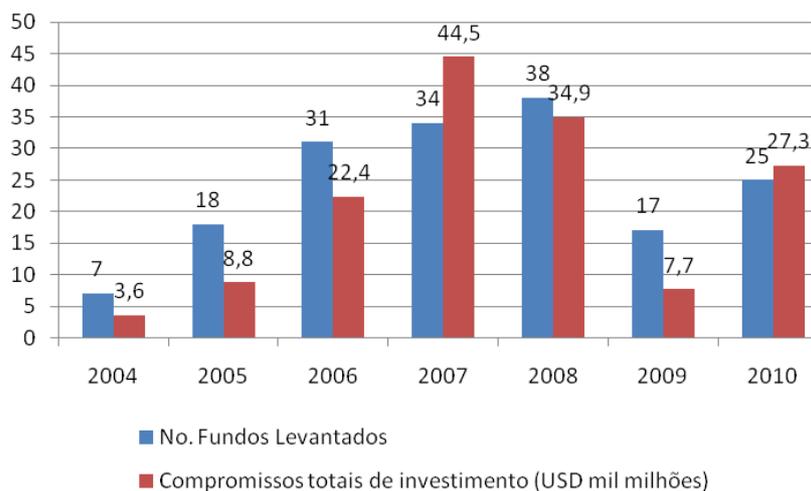
Todavia, existem alguns fundos no mercado de *mezzanine* ou dívida júnior. De acordo com a Preqin (2011), tinham sido levantados até 2010 cerca de 20 fundos, estando mais 7 em processo de *fundraising*. É o caso da AMP Capital, que se encontrava no início de 2011 em

fase de colocação do seu segundo fundo de infra-estruturas focado em dívida júnior, o AMP Capital Infrastructure Debt Fund, com uma dimensão objectivo de EUR 500 milhões. O primeiro fundo de dívida da AMP Capital tem cerca de uma década e investiu um valor total de EUR 1.105 Milhões. Também o Hastings Funds Management anunciou recentemente (Março de 2011) o seu objecto de lançar um fundo de dívida júnior no valor de EUR 1.000 milhões. Este facto está muito possivelmente relacionado com as actuais condições de mercado, em que a falta de liquidez e indisponibilidade de recursos se reflecte também no sector de infra-estruturas, o que permite claro situações de arbitragem interessantes para um horizonte temporal de venda a médio/longo prazo.

3.3. *A indústria de fundos de infra-estruturas*

O desenvolvimento da indústria de fundos de infra-estruturas tem vindo a ser muito acentuada nos últimos anos. De um total de 7 fundos existentes no mercado em 2004, com um valor sob gestão de USD 3,6 mil milhões, a indústria cresceu para 170 fundos em 2010 com um valor total sob gestão de USD 149,2 mil milhões, de acordo com dados do relatório da Preqin (2011).

Figura 10: *Evolução de número e volume de fundos de infra-estruturas (2004-2010)*



Fonte: Preqin (2011)

Esta indústria foi, durante a última década, dominada pelas sociedades gestoras *first movers* (exemplo da Macquarie) e também por *followers* com elevada capacidade de angariação de investidores (exemplos da Goldman Sachs ou da Morgan Stanley), que tipicamente criaram

fundos de tipo *captive*. Estas entidades têm actualmente um domínio do mercado, por montante de activos sob gestão.

Tabela 3: Os 15 maiores gestores de fundos de infra-estruturas (final de 2010)

Ranking	Nome	Montante levantado (USD mil milhões)
1	Macquarie Infrastructure and Real Asset	20,3
2	GS Infrastructure Investment Group	9,6
3	Alinda Capital Partners	7,1
4	ArcLight Capital Partners	6,8
5	Energy Capital Partners	6,6
6	Global Infrastructure Partners	5,6
7	Highstar Capital	5,4
8	Brookfield Asset Management	4,8
9	LS Power Group	4,3
10	Morgan Stanley Infrastructure	4,0
11	Innisfree	3,6
12	Citi Infrastructure Investors	3,4
13	Tenaska Capital Management	3,3
14	Arcus Infrastructure Partners	3,2
15	Energy Investors Funds	2,9

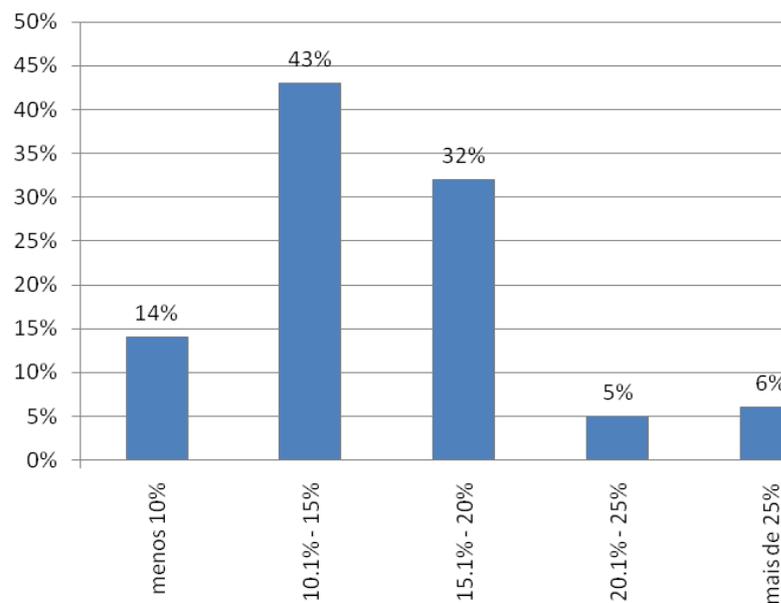
Fonte: Preqin (2011)

Todavia, diversas outras entidades tomaram a decisão de entrar no mercado de fundos de infra-estruturas, com a confirmação durante a última década do funcionamento do modelo. E o perfil dessas entidades é diverso: desde projectos iniciados por equipas de gestão

independentes, por grupos financeiros de âmbito mais regional, por investidores institucionais ou por *players* de *private equity* tentando alargar o seu espectro de produtos.

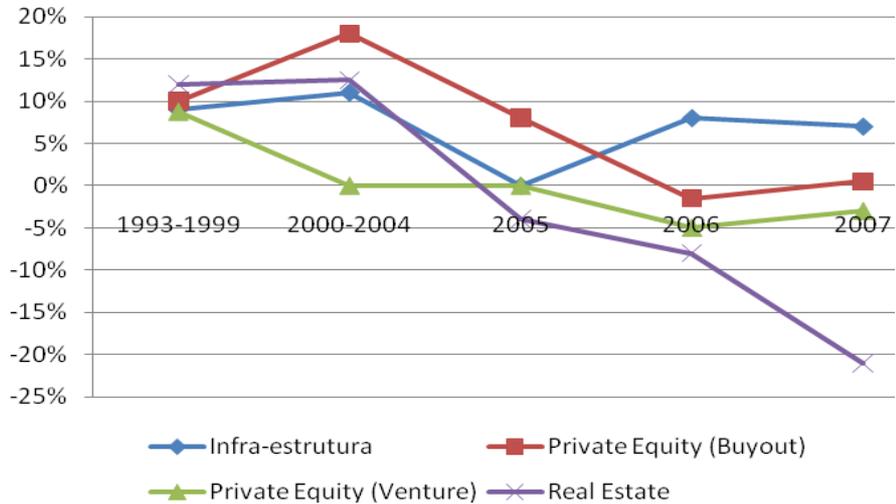
Apesar da grande maioria dos fundos de infra-estruturas (86%) anunciarem rentabilidades objectivo acima de 10.1%, as rentabilidades anualizadas desde a data de lançamento têm estado abaixo desta referência. Todavia, e quando comparadas com as rentabilidades de algumas das outras classes de investimento mais próximas, as rentabilidades de fundos de infra-estruturas têm tido uma performance assinalável, demonstrando também uma boa capacidade em resistir a quadros económicos mais adversos, como tem sido o caso dos últimos anos.

Figura 11: Objectivos de rentabilidade anunciadas para fundos de infra-estruturas no momento do seu lançamento



Fonte: Preqin (2011)

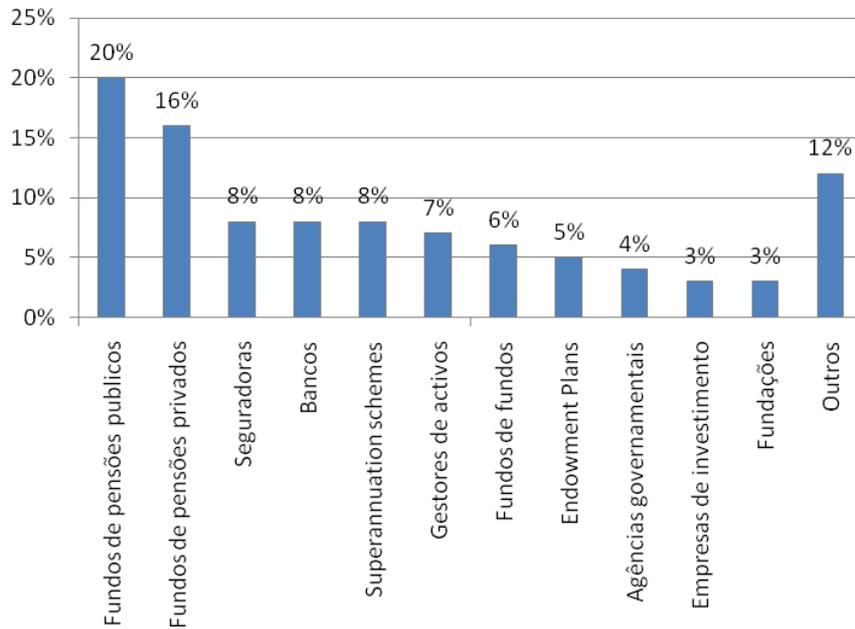
Figura 12: Rentabilidades de fundos de infra-estrutura versus fundos de outras classes de activos com abordagem de private equity – rentabilidade líquida média desde ano de lançamento



Fonte: Preqin (2011)

No que concerne o perfil de investidores, à semelhança de outras classes de investimentos alternativos, predominam os investidores institucionais. De acordo com os dados recolhidos pela Preqin (2011), cerca de 44% dos investidores em fundos de infra-estruturas são do tipo fundos de pensões, sendo os bancos e as seguradoras os segundos investidores mais relevantes, com um peso de 8% cada um na estrutura global de investimento.

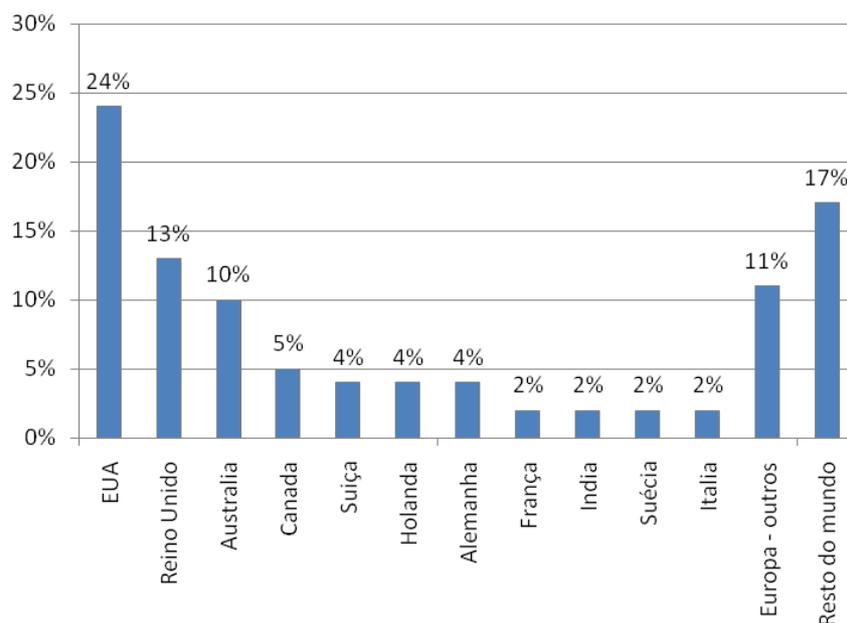
Figura 13: Repartição de investimento em fundos de infra-estruturas por tipo de investidor



Fonte: Preqin (2011)

Em termos de proveniência dominam os investidores oriundos dos países anglo-saxónicos, EUA, Reino Unido, Austrália e Canada.

Figura 14: *Repartição de investimento em fundos de infra-estruturas por proveniência de investidor*

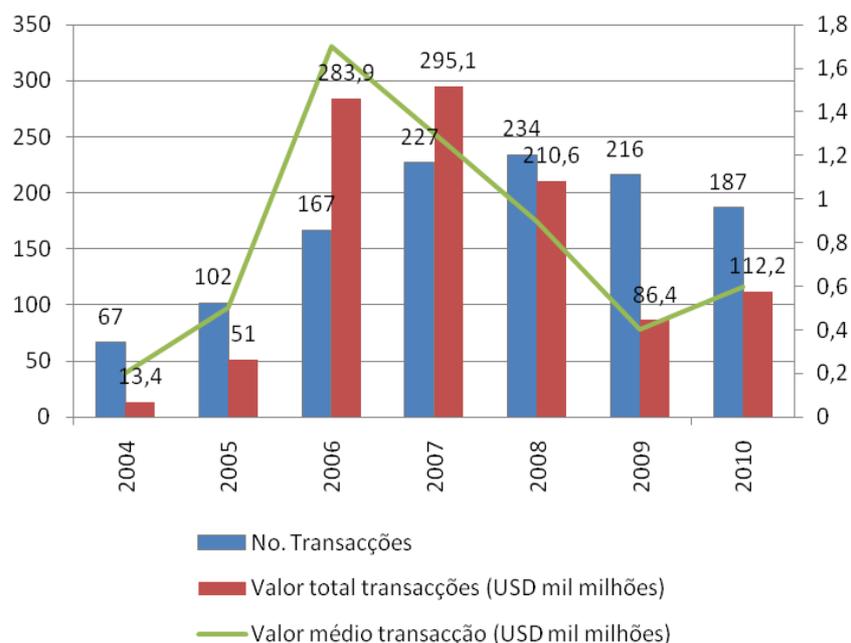


Fonte: Preqin (2011)

Relativamente às características dos investimentos que têm sido efectuados pelos fundos de infra-estruturas, denota-se que até 2008 o número de transacções aumentou em linha com o crescimento de fundos levantados pelos gestores na colocação de fundos de infra-estruturas, conforme visível na Figura 15. Todavia, é evidente que a quebra generalizada do dinamismo dos mercados a partir de 2009 afectou também a performance dos fundos de infra-estruturas, que baixaram o número de transacções completadas quer em 2009 quer em 2010. Também o valor médio de transacção tem vindo a cair desde 2006, o que pode estar relacionado com a redução global dos níveis de liquidez e o impacto na quebra do financiamento de transacções, em particular nas transacções de maior dimensão. Os valores médios por transacção mais elevados em 2006 e 2007 estão também relacionados com a concretização de algumas operações de valor anormalmente elevados, o que contribui para o comportamento do indicador. O efeito combinado da quebra de número de transacções e valor médio por transacção reflecte-se naturalmente numa quebra acentuada do valor global de transacções efectuado por fundos de infra-estruturas, com uma quebra particularmente acentuada em 2009. De notar que o valor de transacção se refere ao montante total dos activos

transaccionados, o que inclui quer o valor de capitais accionistas quer de financiamento (*entreprise value*).

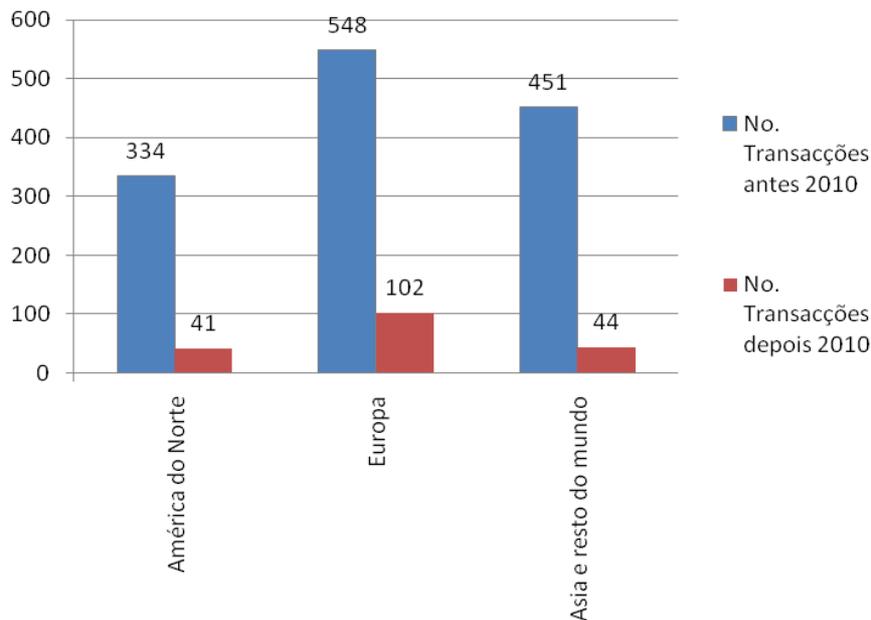
Figura 15: Transacções efectuadas por fundos de infra-estruturas



Fonte: Preqin (2011)

Sobre a repartição geográfica das transacções completadas por fundos de infra-estruturas, nota-se que as economias mais desenvolvidas continuam a ter um peso maior. Na Figura 16 abaixo é evidente o peso da América do Norte e da Europa, sendo que no grupo “Ásia e resto do mundo” incluem-se ainda as transacções realizadas na Austrália, o que seguramente representa uma parte importante do número de transacções incluídas neste grupo. Este facto é por um lado o reflexo do *pipeline* global de transacções de infra-estruturas, em que as economias mais desenvolvidas e com condições gerais para a concretização de projectos em PPP (jurídicas, políticas, económicas, bancárias, etc) têm um peso superior. Por outro lado reflecte também a cautela que muitos gestores de fundos de infra-estruturas têm na definição do âmbito geográfico dos fundos, tentando seleccionar por um lado as zonas do globo com maior número de transacções no mercado mas também aquelas com menor risco de investimento associado.

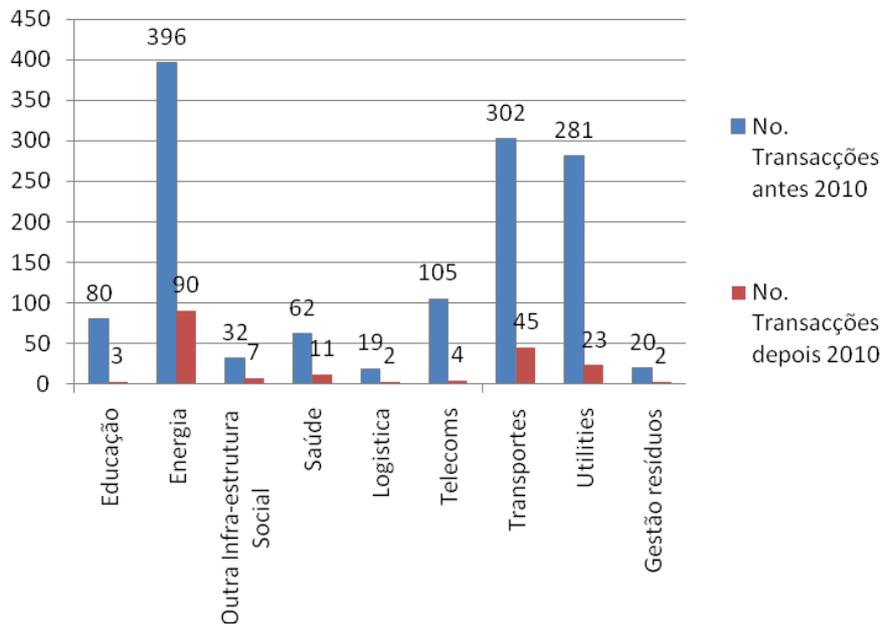
Figura 16: Transacções efectuadas por fundos de infra-estruturas – distribuição geográfica



Fonte: Preqin (2011)

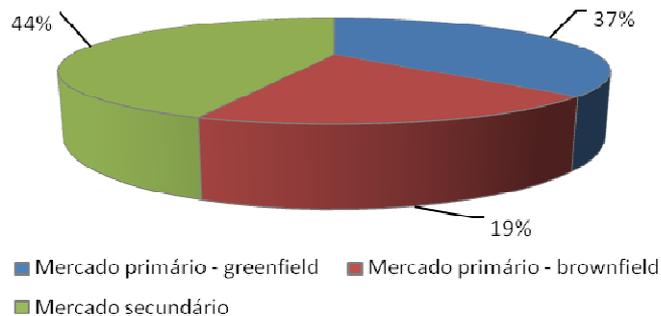
Por fim, e relativamente à distribuição do número de transacções por subsectores de actividade, é evidente o peso do sector de energia, transportes e *utilities*. Quando ao grau de desenvolvimento dos activos subjacentes às transacções, os activos de mercado primário – *greenfield* continuam a ter um peso inferior face aos activos de mercado primário – *brownfield* e mercado secundário (ver capítulo 4.1 para a definição de mercado primário versus mercado secundário e de *greenfield* versus *brownfield*). A este facto não é alheia a intenção dos gestores de fundos de infra-estruturas em optarem, quer no momento da definição do âmbito de investimento do fundo quer na concretização de investimentos, pela procura de activos com um nível de maturidade mais avançado e logo com um perfil de risco mais baixo.

Figura 17: Transacções efectuadas por fundos de infra-estruturas – distribuição sectorial



Fonte: Preqin (2011)

Figura 18: Transacções efectuadas por fundos de infra-estruturas – distribuição por grau de maturidade



Fonte: Preqin (2011)

Em resumo, a indústria de fundos de infra-estruturas é relativamente recente. O processo de levantamento de capital para este tipo de fundo de investimento só começou a ganhar expressão a partir de 2005-2006, tendo o ritmo de surgimento de novos fundos sido afectado pelo eventos pós 2007. De qualquer forma, existem hoje 170 fundos no mercado com um valor total sob gestão de USD 149,2 mil milhões. A indústria é dominada pelos grandes gestores de fundos, *first movers* nesta indústria ou unidades inseridas em grupos financeiros

multinacionais. Os gestores independentes ou os gestores de *private equity* que iniciaram a entrada na área de fundos de infra-estruturas não têm ainda peso, a nível de activos sob gestão, para ocupar uma posição expressiva nos rankings globais. A nível de rentabilidades a indústria tem ficado aquém dos objectivos anunciados com o lançamento dos fundos, mas comparativamente com outras classes de investimentos alternativos tem tido uma melhor performance, em particular nos anos de maior contracção dos mercados e da economia em geral. Os investidores nesta indústria são os investidores institucionais, com particular destaque nos fundos de pensões, seguradoras e bancos. O número e montante de transacções seguiram, regra geral, o ciclo económico nos tempos recentes, com quebras a partir de 2008. Relativamente à distribuição das transacções efectuadas no que diz respeito a geografia, indústria e maturidade dos activos sujeitos a investimento, confirma-se a opção por mercados mais maduros e activos mais maduros, o que responderá em larga medida às expectativas dos investidores dos fundos, de obtenção de rentabilidades baseadas em menor risco e com uma distribuição de *cash flows* constante e pouco volátil.

4. Fundraising para fundos de infra-estruturas: desafios para a estruturação

Nos mercados financeiros encontram-se sempre a decorrer, a qualquer momento, processos de levantamento de fundos junto de investidores, ou seja, de colocação de unidade de participação junto de investidores (na gíria do mercado, o *fundraising*). Seja para fundos de investimento em acções de empresas cotadas, fundos de investimentos alternativos ou qualquer outra classe de activos, estes processos caracterizam-se tradicionalmente por uma abordagem sistematizada ao mercado, em particular junto de investidores institucionais, com vista ao levantamento de investimentos para o fundo sob comercialização. Claro que as estratégias de colocação, as opções sobre o plano de marketing (incluindo os canais usados), diferem em função do tipo de fundo e da classe de activo. Os factores que mais influenciam essa diferenciação são fundamentalmente o grau de liquidez do activo subjacente e também o grau de complexidade do activo e da sua gestão.

Recorde-se a título de exemplo que o grau de liquidez dos activos subjacentes influencia de forma decisiva se o fundo será um fundo aberto ou fechado. Por exemplo, um fundo de investimento em acções de empresas cotadas, gerido pela unidade de *asset management* de um qualquer grupo financeiro, é tipicamente um fundo aberto, o qual permite a subscrição e

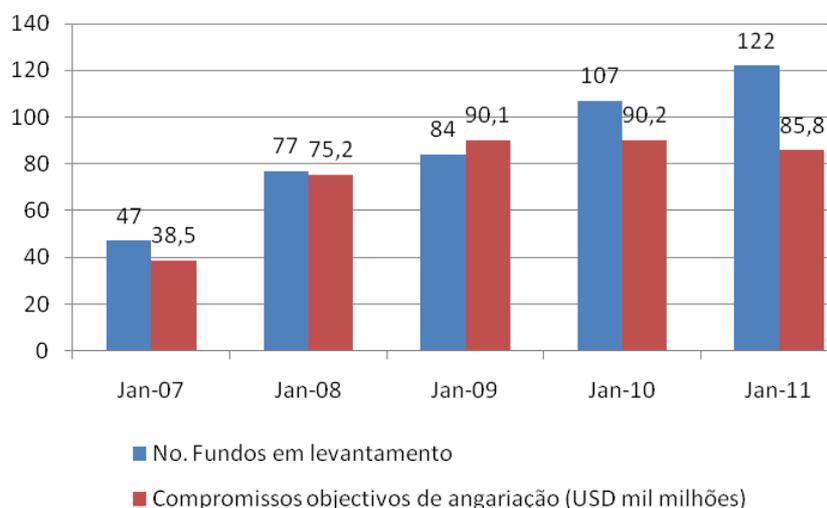
resgate de participações a qualquer momento por parte dos seus investidores. O processo de colocação neste caso pode ser em grande parte também efectuado pela rede de retalho (banca comercial) desse grupo financeiro, assim como a sua subsequente e contínua comercialização. Em contrapartida, os *hedge fund* são uma das subclasses de investimentos alternativos que se caracterizam por serem fundos fechados (em que a subscrição e resgate de unidades de participação é limitada no tempo e depende do próprio regulamento interno do fundo), por investirem (não só mas também) em activos com menor liquidez. Por outro lado trata-se, por ser um fundo de investimento em activos alternativos, de um produto financeiro de maior complexidade, o que significa que a sua colocação é mais fácil junto de investidores mais sofisticados, mas também mais exigentes a nível de *reporting* e acompanhamento da performance do fundo. Assim, o investimento neste tipo de fundos é geralmente caracterizado por um montante mínimo de investimento bastante elevado. Tipicamente o seu *fundraising* é feito junto de investidores especializados, os investidores institucionais, ou de clientes de *private banking*. Neste caso as opções de marketing incluem uma abordagem mais personalizada em detrimento de uma abordagem mais massificada.

Naturalmente que existem muitas outras motivações para colocar um fundo junto de um mercado mais selectivo e restrito. Por exemplo, a intenção de passar aos potenciais investidores a percepção de exclusividade do fundo sob comercialização é muitas vezes uma das razões para uma colocação mais restrita.

Mas os fundos de infra-estruturas, como produtos financeiros especializados no investimento em activos alternativos, incluem-se no tipo de processo de *fundraising* mais restrito. Conforme mencionado no capítulo anterior, os fundos de infra-estruturas são tipicamente fundos fechados, com um processo de investimento complexo e uma política de gestão activa da carteira de investimento por parte da sociedade gestora.

Em Janeiro de 2011 estavam no mercado em processo de *fundraising*, de acordo com os dados da Preqin (2011), cerca de 122 fundos de infra-estruturas, tentando levantar cerca de USD 85,8 mil milhões.

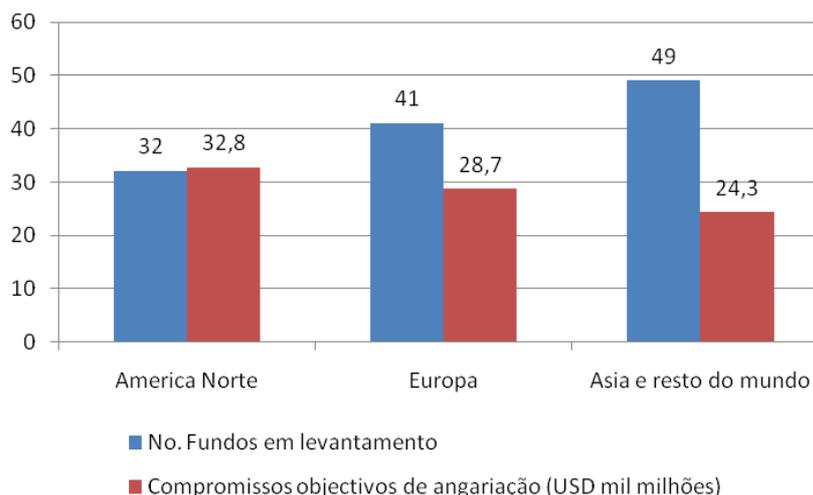
Figura 19: Evolução de número e volume de fundos de infra-estruturas em processo de *fundraising*



Fonte: Preqin (2011)

A decomposição geográfica dos 122 fundos em processo de *fundraising* em Janeiro de 2011 é conforme se apresenta na Figura 20.

Figura 20: Fundos de infra-estruturas em *fundraising* por zona geográfica (Janeiro 2011)



Fonte: Preqin (2011)

O processo de *fundraising* em fundos de infra-estruturas é complexo e competitivo. Conforme referido anteriormente, a sua colocação é efectuada tipicamente junto de investidores

institucionais, que possuem equipas dedicadas à prospecção e avaliação de oportunidades de investimento. Estas equipas, que realizam o trabalho de investigação sobre o fundo (o *due diligence*), não só possuem profissionais com um elevado nível de experiência como estão altamente familiarizadas com as áreas de risco e os factores críticos de sucesso para o sucesso de um fundo.

4.1. Aspectos avaliados em due diligence

Em seguida são apresentados e comentados alguns dos aspectos analisados com maior detalhe na análise de *due diligence* efectuada pelos investidores, aquando da avaliação de investimento num fundo de infra-estruturas.

Estrutura jurídica

A estrutura jurídica do fundo e sobretudo a forma de relacionamento, numa base formal, do fundo com a sociedade gestora, a equipa de gestão e os investidores, são aspectos de extrema importância para os investidores. É a este nível que é validada a conformidade da estrutura com as condições *best practice* descritas no capítulo 3.2, a saber: fundo aberto ou fechado, prazos, regras de imputação de custos, *key man provisions*, regras de conflitos de interesses e co-investimento da sociedade gestora e da equipa de gestão.

Por exemplo, é crucial que esteja garantida a independência da sociedade gestora relativamente aos investidores do fundo, e num segundo nível a independência da equipa de gestão relativamente à própria sociedade gestora. Uma vez tomada a decisão de investimento, os investidores querem ter a garantia absoluta que nenhum factor, para além da maximização da rentabilidade económico-financeira dos investimentos, influencia a actuação da equipa de gestão. É pois crítico no processo de *due diligence* os potenciais investidores ficarem totalmente assegurados relativamente à não existência de situações de conflitos de interesses da sociedade gestora e da equipa de gestão.

Outro exemplo é o caso dos *captive funds*, em que a sociedade gestora é controlada por um qualquer grupo financeiro. Neste caso é crítico ficar garantido que a sociedade gestora e sobretudo a equipa de gestão irão actuar de forma independente, não podendo nunca os interesses do grupo financeiro que controla a sociedade gestora interferir nas decisões de gestão do fundo de infra-estruturas.

Por fim, é também analisada a jurisdição utilizada, não só porque podem os investidores ter preferência por algumas jurisdições em detrimento de outras (por razões fiscais mas também de um conjunto de outros aspectos, como a solidez jurídica, frequentemente conhecidos como o risco país) como podem inclusivamente ter limitações legais para investimento em algumas dessas jurisdições. Recorde-se que muitos mercados *offshore* foram incluídos nas chamadas listas negras pelas autoridades fiscais de diversos países, o que significa não só a ausência de acordos de dupla tributação fiscal como inclusivamente a aplicação de penalidades fiscais para investimentos realizados nestes mercados. Assim, os investidores passam a ter barreiras incontornáveis ao investimento nesses mercados, já para não referir que o seguimento de *best practices* por opção interna implica também a exclusão à partida dessas jurisdições no leque de opções de investimento.

Equipa de gestão

A análise da equipa de gestão é crítica. A equipa de gestão deve demonstrar as competências necessárias para garantir que as três fases da vida do fundo (investimento, gestão das participações e desinvestimento) serão executadas de forma correcta e com uma forte probabilidade de serem atingidos (ou ultrapassados) os objectivos de rentabilidade do fundo. Para isso é fundamental que os elementos da equipa de gestão demonstrem ter formação académica e sobretudo profissional adequada, sendo crucial a experiência passada.

Regra geral é importante que os membros da equipa apresentem uma experiência individual sólida nas áreas de banca de investimento (incluindo fusões e aquisições e/ou financiamento de projectos de infra-estruturas) e na área de gestão de projectos de infra-estruturas, as duas componentes mais importantes para o trabalho a desenvolver por uma equipa de gestão de um fundo de infra-estruturas. Preferencialmente, o ideal é terem estes indivíduos também experiência passada na gestão de fundos de infra-estruturas, idealmente incluindo casos bem sucedidos de investimento com o ciclo completo (investimento, acompanhamento e desinvestimento), como forma de comprovar as suas competências e experiência (o *track record*).

É também importante que a equipa de gestão demonstre uma boa implantação na indústria, com sólida rede de contactos estabelecida, e a capacidade de chegar às diversas transacções e aos potenciais parceiros para investimentos em projectos. Mais uma vez a experiência passada é um bom cartão-de-visita para comprovar esta capacidade.

Mas para além da experiência individual de cada um dos membros da equipa de gestão, é também importante para os investidores que se confirme que existe uma relação passada estabelecida entre os diversos membros da equipa, em particular dos seus elementos chave. A garantia que o grupo vai funcionar adequadamente como uma equipa enquanto durar o fundo é muito importante, pois reduz as probabilidades de fracasso da equipa de gestão. Por esta razão, os fundos que são geridos por equipas que nunca trabalharam em conjunto num contexto de equipa de gestão de um fundo de infra-estruturas (os chamados *first time fund*), têm uma maior dificuldade em convencer os investidores no processo de *fundraising*, e regra geral atraem um montante de investimento inferior em comparação com fundos geridos por equipas já consolidada e de créditos firmados.

Riscos de negócio (decorrentes do âmbito de investimento)

A proposta efectuada para âmbito de investimento do fundo é muito importante para o potencial investidor aferir quais os principais riscos a que estará exposto, por via do investimento no fundo. E dentro desta temática estão incluídos os diversos riscos relacionados com o risco de negócio subjacente aos activos, contrariamente à estrutura jurídica e à equipa de gestão, que são riscos de estrutura. Os principais riscos de negócio são: país, moeda, sector, maturidade de negócio e financeiro.

O risco país reflecte um conjunto de riscos subjacentes ao investimento num determinado país ou jurisdição. Incluem-se riscos como solidez democrática e institucional do país, solidez e eficiência do sistema judicial, grau de solidez das finanças públicas (ou probabilidade de incumprimento do sector público relativamente aos seus credores) ou restrições a realização e repatriamento de investimento estrangeiro. Muitos dos investidores ocidentais só admitem efectuar investimentos em países, por exemplo, da OCDE. Existem outros que apenas investem em países que sejam *investment grade* por uma das três principais agências de *rating* mundiais (Standard & Poors, Moody's ou Fitch). Mas existem também investidores que procuram uma exposição particular a determinada zona geográfica, por opção. É o caso do crescente interesse pelos mercados emergentes ou pelos BRIC's por parte de muitos investidores, por acreditarem que estes mercados apresentam uma relação risco / rentabilidade capaz de maximizar a estratégias de investimento *alpha*. Recorde-se que em muitos casos os projectos estão intimamente expostos a este risco, não só pelas consequências da performance em geral do país para o projecto mas também pelo facto de, em muitos dos casos de

estruturação de projectos em PPP, a contra-parte pagadora para o parceiro privado ao longo de toda a vida do projecto ser uma entidade pública. Deste modo, o grau de solidez financeiro dessa entidade pública e o histórico de relacionamento com os seus credores e parceiros de negócio é muito importante para a percepção de risco assumida no momento da concretização do investimento.

O risco de moeda diz respeito à volatilidade existente entre as taxas de conversão (taxas de câmbio) entre diferentes moedas. Por exemplo, um fundo denominado em USD terá risco moeda em todos os investimentos efectuados fora dos EUA, o mesmo acontecendo para um fundo denominado em EUR para todos os investimentos fora da zona euro. De uma forma geral, e uma vez que os investimentos em activos de infra-estruturas têm maturidades pelo menos de médio-prazo (mais de 5 anos), a anulação do risco moeda por recurso a produtos derivados (ou estratégias compostas de risco moeda) revelam-se excessivamente onerosas ou, na maior parte dos casos, com níveis de liquidez muito baixos ou inclusivamente não disponíveis. O risco moeda é pois um dos riscos intrínsecos ao âmbito de investimento, e não deve ser dissociado da performance esperada para os activos.

Enquanto os dois riscos acima descritos estão relacionados com as opções a nível de diversidade geográfica do âmbito de investimento, o risco de sector tem a ver com a abrangência do âmbito de investimento a nível sectorial. Um fundo pode ter um âmbito mais restrito ou mais alargado. Esta opção pode estar relacionada com diversos factores: a intenção da equipa de gestão em ter uma carteira mais diversificada e logo uma gestão de risco mais eficiente, a disponibilidade de projectos no mercado para cada um dos sectores, a experiência sectorial da equipa de gestão, a convicção sobre a capacidade de alguns sectores terem um *outperformance* relativamente a outros, etc. De qualquer forma, qualquer que seja a decisão, ela tem consequências para o tipo de risco assumido pelo fundo e logo pelos investidores. Isto porque cada subsector de infra-estruturas tem os seus próprios riscos e particularidades. Por exemplo, o sector de infra-estruturas sociais é um sector em que tipicamente os projectos são estruturados em PPP com pagamentos de disponibilidade para o parceiro privado (ou seja, independentemente dos níveis de procura, o parceiro privado é remunerado pela forma como o activo está disponível e pela qualidade do serviço), o que é em teoria um nível de risco mais reduzido. Por outro lado, no sector dos portos ou dos aeroportos, mesmo nos projectos estruturados em PPP o parceiro privado obtém a sua remuneração quase sempre por cobrança de tarifas aos clientes da infra-estrutura. Dependendo do modelo, o parceiro privado pode ter

risco no que diz respeito às tarifas (em função do tipo de regulação de tarifa) mas sobretudo risco relativamente aos níveis de procura. No caso dos portos e dos aeroportos em particular, apesar de serem negócios que mantêm níveis de elasticidade de procura mais baixas que outros sectores da economia, existe uma forte relação entre o ciclo económico e os níveis de procura. Nos anos recentes por exemplo foi notória a quebra de movimento verificada em muitos portos e aeroportos um pouco por todo o mundo, ou pelo menos a quebra nos níveis de crescimento que haviam sido projectados aquando do lançamento dos projectos.

O risco de maturidade de negócio está relacionado com o grau de desenvolvimento dos projectos em que o fundo irá investir. Na terminologia estandardizada em infra-estruturas são usados dois termos para melhor percepcionar estes riscos: *greenfield* e *brownfield*. Projectos *greenfield* são projectos que estão numa fase preliminar da sua vida, e cujos principais riscos típicos da fase de arranque ainda não foram ultrapassados. É o caso por excelência dos riscos de construção, do risco de confirmação dos pressupostos de procura (para os projectos cujas receitas, ou parte das receitas, são obtidas por cobrança de tarifas aos utilizadores, caso das estradas de portagem real) e do risco de implementação das estruturas de operação e manutenção da infra-estrutura. Passados estes riscos, e uma vez atingida a fase cruzeiro pelo projecto, o seu nível de risco reduz-se substancialmente, passando a ser um projecto *brownfield*. Na fase inicial de operação ou início da maturação dos riscos o projecto é considerado um *early brownfield*.

Atenção que os conceitos *greenfield* / *brownfield* não devem ser confundidos com outros dois conceitos, o de mercado primário e mercado secundário. Um investimento por uma entidade privada num projecto em mercado primário significa que a transacção é efectuada no momento em que, pela primeira vez, o activo é colocado a investimento pelo sector público no mercado, podendo o activo ser *greenfield* ou *brownfield*. Por exemplo, o lançamento de uma PPP para a construção e exploração de um novo terminal portuário é um projecto *greenfield* de mercado primário, enquanto o lançamento de uma PPP para a exploração (com pagamento inicial de um prémio à entidade pública) de um sistema de água e saneamento já existente e em operação é um projecto *brownfield* de mercado primário. Investimentos em mercado secundário são transacções efectuadas sobre activos que já estão na esfera privada. Por exemplo, a compra de uma sociedade concessionária por um fundo a uma empresa construtora, que havia ganho a adjudicação do projecto há 3 anos atrás, é um exemplo de uma transacção de mercado secundário. E caso esse activo já tenha, ao cabo dos referidos três

anos, ultrapassado os principais riscos de arranque, então é um projecto *brownfield*; caso contrário é um projecto *greenfield*. Muitos investidores em fundos de infra-estruturas apenas admitem investir em fundos que realizem exclusivamente (ou maioritariamente) investimentos em projectos *brownfield*. No caso de fundos que realizem investimentos em projectos *greenfield*, a confirmação de que a equipa de gestão possui competências operacionais e de gestão directa de projectos de infra-estruturas é mais relevante.

Por fim, o risco financeiro está relacionado com a forma como a equipa de gestão de propõe abordar o financiamento dos investimentos. Note-se que esta componente é distinta da componente de financiamento dos próprios projectos. Um dos princípios decorrentes da moderna teoria financeira é a relação entre risco e rentabilidade, e o facto de o incremento de rentabilidade pela via do aumento da dívida significar para o investidor um aumento também do risco relativamente ao activo, no caso por aumento do risco financeiro. As vantagens de uma abordagem mais agressiva de financiamento de investimento por uma equipa de gestão é o possível alcance de níveis de rentabilidade mais elevados, assim como a dilatação da capacidade de investimento, o que permite aumentar o número de participações na carteira (criando um efeito positivo de diversificação). A desvantagem óbvia é o aumento do nível de risco subjacente à carteira de investimento. Fundos focados em investimentos *brownfield* podem ser melhor conciliados com uma estratégia de financiamento mais agressiva, pelo facto de o risco operacional dos activos ser mais baixo e consequentemente a volatilidade dos *cash flows* gerados ser também mais reduzida. De qualquer forma, existem investidores que podem estar mais ou menos confortáveis com a estratégia proposta pela equipa de gestão a este nível, sendo pois um dos aspectos relevantes a analisar no âmbito do *due diligence* de investimento.

Coerência e consistência da estratégia de investimento

A estratégia de investimento deve ser sólida, deve comprovar que os objectivos de rentabilidade deverão ser atingidos e deve, sobretudo, ser coerente com as diversas características e componentes da estrutura que gravita à volta do fundo.

Em primeiro lugar deve a estratégia ser coerente com a experiência da equipa de gestão. E isso tanto se aplica aos sectores de actividade, como a zonas geográficas, como a fases de maturidade de desenvolvimento de negócio. Claro que a experiência dos elementos da equipa de gestão não pode nem deve ser vista de uma forma restrita, pois existem muitos aspectos da

experiência de um gestor que são transversais aos sectores, zona geográfica e maturidade de negócio. De qualquer forma, é fundamental que alguns mínimos sejam garantidos. Por exemplo, uma equipa de gestão originária da Europa que não tenha qualquer tipo de histórico de operações na Ásia terá à partida uma maior dificuldade em conhecer as particularidades do mercado asiático assim como conhecer os *key players*, sendo-lhe mais difícil chegar às oportunidades de investimento.

A estratégia de investimento deve estar também bem afinada em função das oportunidades de investimento (o *prospective pipeline*) que foram identificadas no momento da conceptualização do fundo. Se por um lado o *prospective pipeline* depende das valências da equipa de gestão, também é verdade que o mesmo está intimamente relacionado com o desenvolvimento dos diversos mercados. Por exemplo, o sector de energias renováveis teve nos últimos anos um dinamismo assinalável na Europa, pelo que pode fazer sentido a inclusão deste sector no âmbito de investimento por representar diversas oportunidades de investimento. Em contrapartida, o sector ferroviário não tem sido (nem se estima que venha a ser num futuro próximo) alvo de uma grande aposta pelos países latino-americanos. Assim, lançar um fundo de investimento de infra-estruturas direccionado para o investimento em projectos ferroviários na América Latina seria pouco consistente.

Por fim é muito importante que a política de investimento a nível de objectivo para perfil de carteira seja equilibrada. Por um lado existem vantagens em ter uma carteira a mais diversificada possível, com diversos investimentos de montantes mais pequenos no lugar de poucos investimentos de montante maior. A vantagem óbvia é o benefício decorrente de uma maior diversificação de carteira. Uma carteira demasiado fragmentada contribui contudo negativamente para a eficiência da equipa de gestão, pois terá maiores custos quer para gerir o processo de investimento e desinvestimento quer para efectuar o acompanhamento de participadas, o que pode levar à necessidade de cobrança de comissões de gestão ao fundo superiores (reduzindo assim a rentabilidade do próprio fundo). Por outro lado existem montantes mínimos para o investimento por activo: tendo em conta os custos fixos inerentes ao processo de investimento e acompanhamento, para valores de investimento abaixo de determinado nível é difícil serem obtidos os valores de rentabilidade desejados para a carteira do fundo.

Rentabilidades

O nível de rentabilidade deve ser adequado aos níveis de riscos assumidos.

A um nível mais macro, a rentabilidade proposta para um fundo de investimento deve ser comparada com alternativas de investimento com outro tipo de activos subjacentes. A esse nível, os fundos de infra-estruturas são frequentemente colocados abaixo dos níveis de rentabilidade previstos para fundos de *private equity* e acima dos níveis de rentabilidade previstos para fundos de *real estate*. De facto, o nível de risco operacional assumido pelos fundos de infra-estruturas é inferior ao assumido pelos fundos de *private equity*, que investindo em empresas “normais” não têm acesso às estruturas contratuais de mitigação de riscos típicas dos negócios de infra-estruturas. Por outro lado, a exigência de esforço e de competências de gestão necessárias para o acompanhamento de participadas é mais intenso em *private equity*, podendo também o valor acrescentado da equipa de gestão fazer-se notar mais do que no negócio de infra-estruturas. Por contraposição, os fundos de *real estate* investem em activos com uma ainda maior solidez de valor (pois contrariamente ao negócio de infra-estruturas, cujo valor apenas depende dos *cash flows* gerados, os activos de *real estate* têm quase sempre e em qualquer momento, mesmo num cenário de descontinuidade, um valor de liquidação intrínseco), sendo o risco operacional mais reduzido do que no negócio de infra-estruturas. Também a gestão destes activos apresenta, numa perspectiva de complexidade de gestão empresarial, menores desafios que no caso de negócios de infra-estruturas. Como referência, os fundos *core* de *real estate* apresentam tipicamente objectivos de rentabilidade anual entre 8.0% e 12.0%, os fundos de infra-estruturas entre 10.0% e 16.0% e os fundos de *private equity* a partir de 20%.

A um nível mais concreto, e dentro de um determinado intervalo de rentabilidade, os fundos de infra-estruturas podem apresentar diferentes rentabilidades objectivo, dependendo essencialmente das opções a nível de âmbito de investimento. Fundos mais centrados em negócios *brownfield*, em mercados maduros como Europa ou EUA e em negócios assentes em pagamentos por disponibilidade estarão no limite inferior do intervalo. No limite superior do intervalo estarão fundos centrados em negócios *greenfield*, em mercados emergentes e em negócios mais voláteis como é o caso do sector portuário.

Estrutura e valor de comissões

A estrutura de comissões proposta pela sociedade gestora ao fundo deve ser naturalmente competitiva, pois isso beneficia em última instância o nível de rentabilidade a atingir pelo fundo. E existem claro padrões de mercado que são usados como referência para a avaliação da adequabilidade da proposta efectuada pela sociedade gestora. Todavia, é também crítico ser assegurado aos investidores que o nível de comissões está suficientemente ajustado para serem atingidos os objectivos de performance do fundo.

A adequação das comissões cobradas pela sociedade gestora é geralmente analisada a dois níveis: (1) comissão de gestão e (2) comissão de sucesso. Relativamente à comissão de gestão, o importante é estar garantido que a mesma cobrirá adequadamente a estrutura de gestão do fundo, em particular os custos com a equipa de gestão. Sobre a comissão de sucesso é fundamental que a mesma esteja dentro dos valores de referência de mercado mas também que esse montante seja suficientemente atractivo para reter a equipa de gestão durante todo o prazo do fundo.

Perfil de *cash flow*

O perfil de *cash flow* tem a ver com a forma como o fundo espera reembolsar os seus investidores pelo investimento efectuado. As duas situações típicas são: (1) fundos que apostam na recuperação do investimento por via da realização de mais-valias aquando da venda da participação ou (2) fundos que apostam na recuperação do investimento pelo recebimento de dividendos relativamente constantes e estáveis ao longo do período de investimento.

Claro que a primeira situação se identifica mais com fundos que efectuem investimentos em projectos que estejam na sua fase inicial, os típicos projectos *greenfield*, que não têm capacidade durante os primeiros anos para efectuar o reembolso de investimento aos seus investidores. Por contraposição a segunda situação é típica em projectos já em fase de maturidade (*brownfield*), que já iniciaram o período de pagamento de dividendos. O mais frequente é os fundos terem um *mix* dos dois tipos de investimento na sua carteira, até porque mesmo os projectos *bronwfield* acabam por ser vendidos no momento da liquidação da carteira do fundo (apenas os fundos abertos sem prazo de maturidade não têm necessidade de

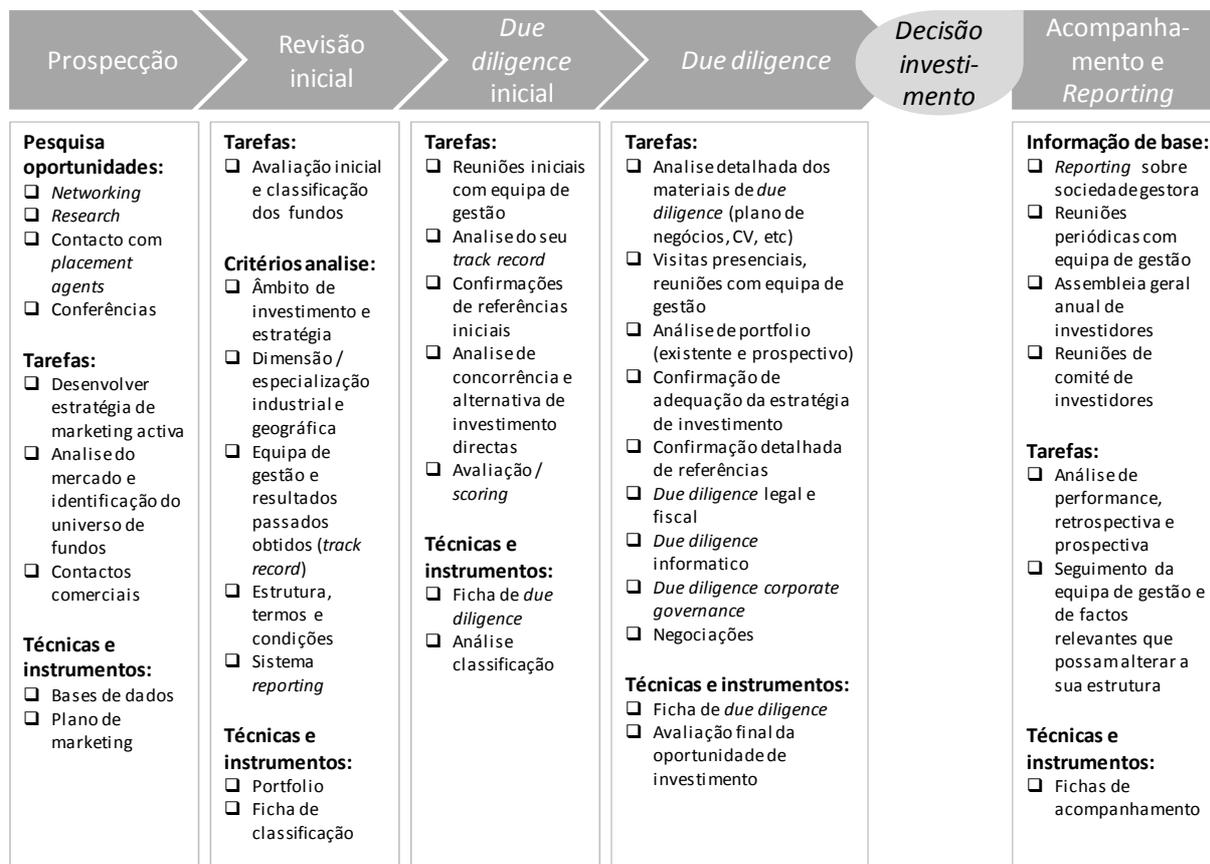
liquidar carteira e logo de vender investimentos), representando também desta forma um retorno de investimento para o fundo pela via da mais-valia apurada no momento da venda.

De qualquer forma é frequente os investidores analisarem qual será o montante mínimo expectável de recebimento regular anual de *cash flows* por parte do fundo (o *cash yield*), o que está naturalmente relacionado com o âmbito e a estratégia de investimento.

4.2. Considerações finais

Em resumo, no momento de tomarem a decisão sobre o investimento no fundo de infra-estruturas, os investidores têm que ter completado um complexo e detalhado plano de análise, que os leve a concluir que a proposta de investimento que avaliam por um lado corresponde ao que procuram e se adequa à sua estratégia de investimento, mas também que se trata de uma oportunidade de investimento que reúne todas as condições para ser bem-sucedida e atingir os objectivos definidos. O método usado para o processo de investimento, quer para oportunidades em geral quer para fundos de infra-estruturas, é seguramente diferente de *player para player*, mas incluirá sempre o enfoque num conjunto de pontos críticos. Em seguida apresenta-se uma possível abordagem metodológica para o processo de investimento por parte de um investidor especializado.

Figura 21: Metodologia de investimento seguida por investidores especializados



Fonte: Weber e Alfen (2010)

Para uma sociedade gestora e para a equipa de gestão de um fundo, o grande desafio de um processo de *fundraising* é pois convencer os investidores sobre os méritos da sua proposta de investimento, sobre o facto de a equipa de gestão ser sólida possuindo as competências adequadas e sobre a capacidade de toda a proposta de investimento ter uma racionalidade que lhe permita a diferenciação dos seus concorrentes, ajudando assim o investidor a concretizar uma estratégia de investimento que permita bater o mercado (estratégias de investimento *alpha*). O processo de *fundraising* é pois um momento crucial para o lançamento de um fundo de infra-estruturas. Do seu sucesso dependerá o perfil final do fundo, não só em montante disponível para investimento como em relação a aspectos que decorrem deste facto, nomeadamente a estratégia de investimento em detalhe. Um processo de *fundraising* mal sucedido pode levar, claro, a que uma iniciativa de um fundo de infra-estruturas seja abortada e o fundo cancelado.

Por esta razão, os processos de *fundraising* devem ser preparados de uma forma cuidada e meticulosa. A estruturação do fundo deve ser sólida e testada. A estratégia de investimento deve ser ponderada profundamente, em função dos diversos factores que a podem influenciar. A equipa de gestão deve ser definida em função das diversas componentes que serão avaliadas como chave pelos investidores, pois a experiência confirma serem essas também as características de uma equipa de gestão bem-sucedida. E é frequente, hoje em dia talvez quase *standard*, as sociedades gestoras e as equipas de gestão recorrerem no momento de lançamento de um novo fundo a consultores especializados, os *placement agents*. Os *placement agents* têm como actividade assessorarem instituições e equipas de gestão em todo o trabalho de lançamento e colocação de um fundo no mercado. Possuem relações estabelecidas com todos os investidores activos, dominam os canais de colocação e sabem, efectuando testes *in house*, confirmar se os fundos reúnem as condições para serem bem recebidos pelo mercado de investidores. Seguindo a tendência geral de mercado, também os *placement agents* têm em muitos casos caminhado no sentido da especialização, por tipos de activos/fundos ou por zona geográfica. Os *placement agents*, que podem ser unidades de grandes grupos financeiros (como o Citigroup, a UBS, etc) ou agentes independentes, são pois uma peça chave no processo de *fundraising*.

5. Recapitulação do problema, especificando questões a serem resolvidas pelos alunos

Volvidos três anos, Philippe e Jonathan encontram-se num momento crítico e decisivo para o lançamento do Apia Infra I. O contexto de mercado é, sem qualquer dúvida, diametralmente oposto do que suportou o início desta iniciativa. O Apia Infra I terá que enfrentar agora um mercado de *fundraising* mais competitivo e exigente, em que os termos e condições de estruturação de qualquer fundo são analisados com o detalhe e minúcia próprios de um contexto de escassez de fundos e de maior aversão ao risco. Por outro lado, a emergência de fundos de infra-estruturas já se confirmou, sendo a competição entre diferentes *players* mais forte no mercado de *fundraising*. Para além das condições adversas de mercado, o Apia Infra I terá pois que ser capaz de mostrar factores de diferenciação e compensar algumas das suas deficiências estruturais, como o facto de ser um *first time fund*.

É pois fundamental que o plano de negócios e os termos e condições do Apia Infra I sejam revistos em detalhe, à luz das actuais condições de mercado. É também imperioso que a

estratégia de colocação do fundo seja pensada de forma cuidada, em alternativa à estratégia avulsa idealizada em 2007 e suportada nos contactos abundantes de Jonathan junto dos tradicionais investidores institucionais. Philippe e Jonathan não têm dúvidas que o apoio de um *placement agent* para o esforço de colocação do Apia Infra I é agora incontornável.

Na qualidade de *placement agents*, os alunos devem efectuar o apoio a Philippe e Jonathan para a estruturação, planeamento e colocação do Apia Infra I. O seu trabalho passará pela análise crítica da estrutura inicial do Apia Infra I (patente na Ficha Técnica Resumo (Dezembro de 2007), Anexo 1) e pela revisão da mesma. Como forma de suportar a revisão da nova estrutura do Apia Infra I, os alunos deverão também desenvolver um estudo de viabilidade indicativo.

Para além da resolução da componente técnica acima descrita, os alunos deverão preparar uma apresentação do Apia Infra I para efeitos de reuniões em *road show* com potenciais investidores.

6. Anexos

Anexo1: Ficha Técnica Resumo (Dezembro de 2007)

ANEXO 1

Ficha Técnica Resumo (Dezembro de 2007)

Fundo	Apia Infra I
Sociedade Gestora	Apia Capital Partners
Prazo e Tipo	Fundo fechado a 10 anos, renovável por um período adicional máximo de 2 anos no caso de comprovado interesse para o Fundo.
Estrutura	<p>O Fundo será uma sociedade autónoma.</p> <p>As funções e responsabilidades relacionadas com a gestão do Fundo são delegadas na Sociedade Gestora, sendo os principais termos desse relacionamento descritos no presente documento.</p>
Dimensão Objectivo	USD 1 mil milhões
Âmbito de Investimento	<p>O Fundo terá como objectivo efectuar investimentos em <i>equity</i> e <i>mezzanine</i> num alargado leque de activos de infra-estruturas, incluindo mas não limitado aos subsectores de transportes, energias renováveis, sistemas de transmissão e distribuição de electricidade, produção energética, água e saneamento e infra-estruturas sociais.</p> <p>O Fundo procurará investimento em projectos em diversos estágios de desenvolvimento, quer de natureza <i>greenfield</i> quer de natureza <i>brownfield</i>.</p> <p>Em termos geográficos, os investimentos do Fundo terão como alvo primordial os países da OCDE, podendo todavia efectuar investimentos no Brasil, China, Índia e Rússia.</p>
Regras de Diversificação de Carteira	<p>A composição da carteira de investimento do Fundo deverá seguir as seguintes regras, relativamente a exposições máximas:</p> <ul style="list-style-type: none"> (a) A exposição máxima a investimentos num país da OCDE é de 25%; (b) A exposição máxima a investimentos num país não pertencente à OCDE é de 15%; (c) A exposição máxima a investimentos em todos os países não pertencentes à OCDE é de 40%; (d) A exposição máxima a investimentos num determinado subsector de infra-estruturas é de 40%; (e) A exposição máxima a um investimento será em termos

	absolutos de USD 150 milhões.
Período de Investimento	O período de investimento do Fundo será de 5 anos a contar da Data Final de Fecho.
Política de Distribuição	O produto da alienação de investimentos pelo Fundo deverá ser, depois de suportadas as despesas do Fundo, distribuído aos investidores, com excepção dos casos de Reinvestimento devidamente previstos.
Reinvestimento	Até ao termos do Período de Investimento, todos os montantes recebidos pelo Fundo em resultado da alienação de investimentos, poderão ser reutilizados pela Sociedade Gestora para a concretização de novos investimentos.
Montante de Investimento	Montante final de investimento em múltiplos de USD 1 milhão, com montante mínimo de investimento de USD 10 milhões por investidor.
Modalidade de Utilização de Fundos	<p>O pedido de desembolso de fundos de investidores será efectuado pela Sociedade Gestora, em função das necessidades do Fundos, e até ao final do Período de Investimento.</p> <p>A Sociedade Gestora emitirá, com um pré-aviso mínimo de 8 dias úteis, uma solicitação de desembolso a todos os investidores, na proporção dos seus compromissos de investimento para com o Fundo.</p> <p>Os pedidos de desembolsos serão efectuados em múltiplos de USD 100.000.</p>
Endividamento	O Fundo poderá contratar financiamentos, para além do endividamento assumido pelas suas participadas, até ao valor de 50% do valor da sua carteira.
Rentabilidade Objectivo	<p>O Fundo tem por objectivo proporcionar aos seus investidores um rentabilidade objectivo entre 10,00% a 12,00% ao ano, apurada antes de pagamento de Comissão de Gestão e outras despesas imputáveis ao Fundo.</p> <p>Idealmente, o Fundo terá por objectivo proporcionar também aos seus investidores um <i>cash yield</i> anual entre 4,00% a 5,00%.</p>
Comissão de Gestão	<p>O Fundo pagará à Sociedade Gestora uma comissão de gestão anual de 2.50%, que incidirá sobre o valor de compromissos de investimento assumidos pelos investidores do Fundo.</p> <p>A Comissão de Gestão será paga trimestralmente.</p>
Hurdle Rate	8,00% ao ano.
Carried Interest	O Fundo pagará à Sociedade Gestora uma comissão de sucesso equivalente a 20,00% da sua rentabilidade anual, apurada em função da sua rentabilidade.

	<p>A distribuição do produto da rentabilidade seguirá o seguinte princípio:</p> <ul style="list-style-type: none"> (a) Distribuição para os investidores do produto da rentabilidade até à <i>Hurdle Rate</i> (o “<i>preferred return</i>”); (b) Distribuição do produto da rentabilidade, compreendida entre a <i>Hurdle Rate</i> e o valor de 10,00% ao ano, para a Sociedade Gestora; (c) Distribuição do produto da rentabilidade marginal (rentabilidade superior a 10,00% ao ano) entre os investidores e a Sociedade Gestora numa base 80%/20% respectivamente. <p>Caso no momento da liquidação final do Fundo seja apurado que os investidores não receberam o <i>preferred return</i>, então a Sociedade Gestora deverá devolver os montantes recebidos como <i>carried interest</i> até o <i>preferred return</i> dos investidores ser pago.</p> <p>50% dos montantes pagos a título de <i>carried interest</i> à Sociedade Gestora deverão ser depositados numa <i>escrow account</i>. Estes montantes só poderão ser utilizados pela Sociedade Gestora no momento da liquidação final do fundo, e no caso de não serem devidos aos investidores nos termos do parágrafo anterior.</p>
<p><i>Imputação de Despesas</i></p>	<p>As despesas de constituição serão suportadas pelo Fundo.</p> <p>Todas as despesas relacionadas com o processo de investimento estarão a cargo da Sociedade Gestora, excepto quando a oportunidade de investimento tenha sido aprovada pela Sociedade Gestora.</p>
<p><i>Corporate Governance</i></p>	<p>Caberá à Sociedade Gestora, no âmbito das suas regras internas de governança corporativa, a tomada de decisão relativamente à gestão do Fundo, incluindo decisões sobre investimento, desinvestimento e gestão de participações.</p> <p>O Fundo terá um Comité de Investimentos, o qual será constituído pelos membros seniores da equipa de gestão, e que deve decidir por unanimidade.</p> <p>O Fundo terá um Comité de Investidores, no qual estarão representados todos os Investidores Qualificados. Caberá ao Comité de Investidores a análise e acompanhamento do trabalho desenvolvido pela Sociedade Gestora, assim como a tomada de decisão sobre aspectos contrários ao previsto no regulamento do Fundo. Poderá ainda o Comité de Investidores apreciar sobre quaisquer aspectos que lhe tenham sido remetidos para decisão, de forma discricionária, pela Sociedade Gestora.</p>
<p><i>Investidores Qualificados</i></p>	<p>Todos os investidores cujo compromisso de investimento seja superior a USD 100 milhões.</p> <p>Os Investidores Qualificados terão direito de preferência na prestação de serviços ao Fundo, nos casos em que o Fundo venha a necessitar de</p>

	<p>serviços disponibilizados por esses investidores ou empresas relacionadas.</p> <p>Os Investidores Qualificados terão ainda direito a ser co-investidores com o Fundo, nos casos em que o Fundo não tenha capacidade para concretizar com os seus próprios meios uma oportunidade de investimento.</p>
<i>Equipa de Gestão</i>	<p>A Sociedade Gestora disponibilizará, em exclusividade, uma equipa com comprovada experiência e competência para a gestão do Fundo. A equipa será liderada por 2 Partners, incluindo ainda 4 Directores e 10 elementos de <i>staff</i>.</p> <p>Os Partners serão Philippe van Leuven e Jonathan Bennett, ambos os elementos com vasta carreira em banca de investimento e comprovada experiência em infra-estruturas.</p>
<i>Key Man Provisions</i>	<p>No caso de um dos Partners abandonar a Equipa de Gestão, o Comité de Investidores poderá aprovar, por maioria simples, a dissolução do Fundo e a sua liquidação antecipada, cessando também, e a partir desse momento, todos os compromissos assumidos com a Sociedade Gestora.</p>
<i>Co-investimento equipa de gestão</i>	<p>A equipa de gestão investirá USD 1 milhão no Fundo, devendo o investimento dos profissionais abrangidos pela “<i>key man provision</i>” representar pelo menos 75% desse montante.</p>
<i>Placement Agent</i>	<p>Não aplicável</p>
<i>Banco Depositário</i>	<p>Smith Jefferson</p>
<i>Consultor legal</i>	<p>Hijj & Partners</p>
<i>Audidores</i>	<p>WFPR</p>

Nota Pedagógica

1. Público-alvo do caso

Alunos de mestrado.

2. Objectivos pedagógicos

Os objectivos pedagógicos pensados para este Caso decompõem-se em quatro categorias:

- a) Dar a conhecer e alertar para a dimensão e importância da indústria de *asset management*, da área de financiamento de infra-estruturas, dos fundos de infra-estruturas em particular, uma emergente classe de activos, e do competitivo processo de *fundraising*.
- b) Familiarizar os destinatários com aspectos técnicos da estruturação de fundos de infra-estruturas, e a sua importância para o sucesso do fundo, e que são sujeitos a análise detalhada na fase de *fundraising*.
- c) Transmitir aos destinatários uma vertente menos abordada mas muito importante nos mercados financeiros: o aspecto da negociação e de acções comerciais (*road show*), geralmente complexos, intensos e muito competitivos.
- d) Dar uma noção da complexidade do mundo financeiro e de negócios em geral, e da importância do processo de tomada de decisão. A realidade não é linear, e invariavelmente no mundo real em finanças é crucial tomar, a todo o momento, decisões, ponderadas e muitas vezes com informação limitada. Ter a capacidade para ajustar planos de negócio em função do evoluir dos acontecimentos e mercados é uma característica dos bons gestores. É pois objectivo do caso testar a capacidade dos alunos em decidir e efectuar opções estratégicas, no contexto bem real que foi a turbulência da crise iniciada em 2007/08.

3. Revisão da literatura relativa ao tema da problemática

3.1. *Asset management, uma indústria global*

A indústria de *asset management*, em alguns casos referida como *investment management*, pode ser definida de forma simples como o conjunto de serviços profissionais de gestão de

capitais ou activos, cuja remuneração se verifica pelo pagamento de comissões. De acordo com o estudo do Boston Consulting Group (2010) sobre a indústria, o valor total de fundos sob gestão em 2009 era de USD 52.600 mil milhões. A Mckinsey (2010) através de um estudo similar estima que este mercado tivesse um valor global em 2009 de USD 38.000 mil milhões, e a Towers Watson (2010) estimou o valor do mercado em 2009 em USD 62.000 mil milhões. É hoje uma indústria vasta e competitiva, existente em todos os pontos do globo, e que tem evoluído no sentido da crescente especialização e demonstrando uma notável capacidade de inovação. É frequente o aparecimento de novas estruturas e propostas de diferenciação. De qualquer forma a sua segmentação está, a um nível macro, relativamente estandardizada. De acordo com o estudo da Boston Consulting Group (2010), os principais segmentos de negócios são: acções cotadas, renda fixa, mercado monetário, produtos híbridos, produtos estruturados e investimentos alternativos.

Esta segmentação reflecte a oferta que é disponibilizada pela indústria a nível macro, ou seja, são as grandes famílias ou classes de opções de investimento. Esta é pois uma segmentação de produto. Mas a segmentação desta indústria pode ainda ser feita segundo outros dois critérios: pelo tipo de *players* e pelo tipo de clientes.

Para uma correcta percepção do modelo de funcionamento da indústria é contudo importante ter presente a estrutura de organização de negócio e a forma como isso influencia as características dos seus *players*. Tratando-se de uma indústria em que os seus intervenientes gerem, com uma responsabilidade fiduciária, os capitais dos seus clientes, o modelo reinante é o da concentração da figura do gestor numa sociedade própria, frequentemente apelidada como sociedade gestora. Quanto aos capitais investidos pelos clientes, estes são invariavelmente domiciliados numa empresa distinta, que pode ter diversas denominações mas que regra geral é conotado com o conceito de fundo. As sociedades gestoras entram num contrato de prestação de serviços com o fundo, assumindo ao abrigo deste contrato as obrigações decorrentes da figura de gestor de capital, passando a ter direito ao recebimento de um pacote de comissões associado à prestação do referido serviço. Esta é de uma forma geral a essência da indústria de *asset management*, verificando-se naturalmente uma complexidade nas relações descritas e nas estruturas finais que se implementam. Também, em função da jurisdição, podem-se identificar diferentes regimes, denominações e responsabilidades associadas a cada um dos intervenientes.

Assim, quando se referem os *players* na indústria de *asset management* está a ser feita menção às sociedades gestoras, ou às entidades que prestam os serviços de gestão de capitais através da criação ou utilização de sociedades gestoras. De uma forma geral esta indústria é dominada por grandes *players* internacionais. Na Tabela NP1 listam-se os vinte maiores *players* mundiais, identificados pela Towers Watson (2010). Conforme se poderá constatar, alguns destas organizações estão ligadas a grandes grupos financeiros, de génese bancária ou seguradora, mas verifica-se também a entrada na lista de *players* independentes, como é o caso da BlackRock ou da Legg Mason.

Tabela NP1: Os 20 maiores *players* de *asset management* – ranking mundial final em 2009

Ranking	Nome	Proveniência	Activos totais (USD mil milhões)
1	BlackRock	EUA	3.346,3
2	State Street Global	EUA	1.911,2
3	Allianz Group	Alemanha	1.859,4
4	Fidelity Investments	EUA	1.699,1
5	Vanguard Group	EUA	1.509,1
6	AXA Group	França	1.453,3
7	BNP Paribas	França	1.326,7
8	Deutsche Bank	Alemanha	1.261,2
9	JPMorgan Chase	EUA	1.252,9
10	Capital Group	EUA	1.179,7
11	Bank of New York Mellon	EUA	1.114,5
12	Credit Agricole	França	918,1
13	UBS	Suíça	875,7
14	Goldman Sachs Group	EUA	871,0
15	HSBC Holdings	Reino Unido	857,0

16	Bank of America	EUA	749,9
17	Natixis	França	724,1
18	Legg Mason	EUA	681,6
19	Prudential Financial	EUA	667,4
20	Northern Trust Global	EUA	627,2

Fonte: Towers Watson (2010)

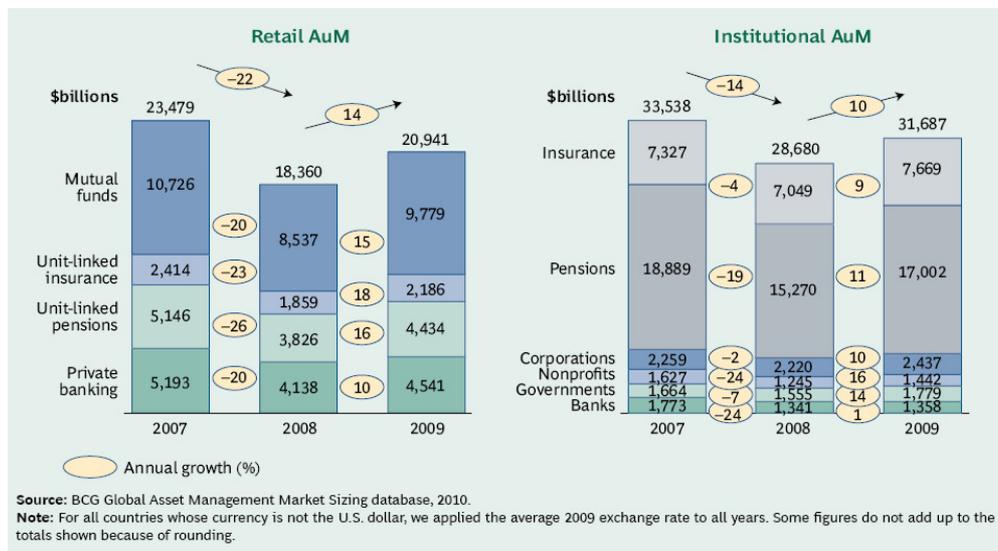
É todavia comum e frequente o aparecimento de pequenos *players* de nicho, que surgem quase sempre associados à emergência de soluções diferenciadoras, por contraposição ao negócio de escala que domina e sustenta os grandes *players* mundiais. Estas soluções diferenciadoras resultam ou de uma nova abordagem de investimento ou então de o surgimento de uma nova classe de activos. Com o tempo e com a consolidação dessas novas soluções, é frequente que os *players* mais pequenos que as dominavam se tornem eles também de maior dimensão (apesar de ser um processo complexo, pois exige um estratégia acertada de distribuição, de dimensionamento das funções de staff, etc), iniciando depois um processo de diversificação para outras áreas de *asset management*, ou então que progressivamente abandonem o mercado, por força da canibalização que os grandes *players* provocam ao entrar numa área que passou a estar no seu radar, pela dimensão ou pelos níveis de rentabilidade que apresenta. Existe finalmente uma outra equação para sustentar o negócio de *players* mais pequenos: a especialização regional (o conhecimento muito específico de um país ou até de uma região).

Uma última referência à forma como os *players* desta indústria estão organizados a nível orgânico. Esta organização reflecte as funções básicas inerentes ao estabelecimento de uma sociedade gestora. Com o tempo e com o crescimento da actividade, muitos destes *players* passam a ser as entidades controladoras de diferentes sociedades gestoras (não obstante o normal em quase todas as jurisdições ser que uma sociedade gestora possa deter diversos fundos sob sua gestão), passando assim a ter recursos e competências fora das próprias sociedades gestoras, mas que podem (e quase sempre assim acontece) ser elas próprias áreas de suporte para as diversas sociedades gestoras que gravitem na esfera do grupo. Na sua essência, uma sociedade gestora possui três áreas funcionais: a área de investimento, a área de

back-office a área de *research* (podendo esta última estar na área de investimento, apesar de não ser recomendável por uma questão de conflitos de interesses). Para além destas áreas basilares, podem ainda surgir a área de vendas (comercialização e/ou distribuição) e a área de relacionamento com o mercado e investidores. Como se pode constatar, e sem prejuízo da prevalência de regras claras de regulação de conflitos de interesses, todas as áreas podem ser substituídas pela utilização por parte de uma sociedade gestora das equipas centrais do seu accionista, reguladas por um contrato de prestação de serviços. A excepção a esta regra será a área de investimento, em que a equipa deve estar sempre dedicada de forma exclusiva apenas a um fundo.

Abordada a componente da oferta do mercado, ou seja, os diferentes tipos de prestadores de serviços de *asset management*, segue-se a análise dos seus clientes: os agentes económicos que recorrem aos serviços profissionais de gestão de capitais. Estes agentes económicos podem ser decompostos em duas grandes famílias: os pequenos investidores e os investidores institucionais. No primeiro grupo incluem-se todos os agentes económicos que não estão estruturados como agentes financeiros especializados e que são, regra geral, os proprietários directos dos capitais aportados. É por isso um segmento mais atomizado e em que o valor médio de investimento é baixo. No segundo grupo, em contrapartida, estão presentes todos os agentes económicos que têm uma estruturação empresarial sistematizada e que são, regra geral, agentes financeiros. Na grande maioria dos casos são agentes que têm disponível para investimento avultadas quantias de capitais, que decorrem em muitos casos da sua actividade de intermediação financeira: seguradoras, fundos de pensões, governos, bancos, fundos soberanos, instituições não-governamentais e empresas. Podem-se ainda incluir nesta categoria os particulares que estão estruturados como investidores especializados, com meios e abordagens técnicas semelhantes em muitos casos aos demais investidores institucionais: é o caso dos *family offices*. Em contrapartida, os particulares de elevado rendimento mas que não possuem esta estruturação, conhecidos como os *high net worth individuals*, já se incluem tipicamente nos investidores privados, efectuando muitas vezes os investimentos por vias dos serviços de *private banking* dos diversos grupos financeiros no mercado.

Figura NPI: Activos sob gestão – decomposição por tipo de investidor



Fonte: The Boston Consulting Group (2010)

É assim fácil a ilação que quase todos os indivíduos particulares, em concreto do Ocidente, serão clientes da indústria de *asset management*. Ou de uma forma directa, através do investimento por exemplo em fundos de investimento comercializados pelos diversos grupos financeiros de cada país, ou de forma indirecta, por exemplo através de participação num regime de pensões ou de segurança social.

Esta indústria é fundamental para a economia, e é um exemplo do papel de intermediação do sector financeiro e da forma como o mesmo contribui para a circulação de capitais, incluindo em concreto a canalização de poupança para funções de investimento, potenciando a criação de riqueza e de valor acrescentado para a economia.

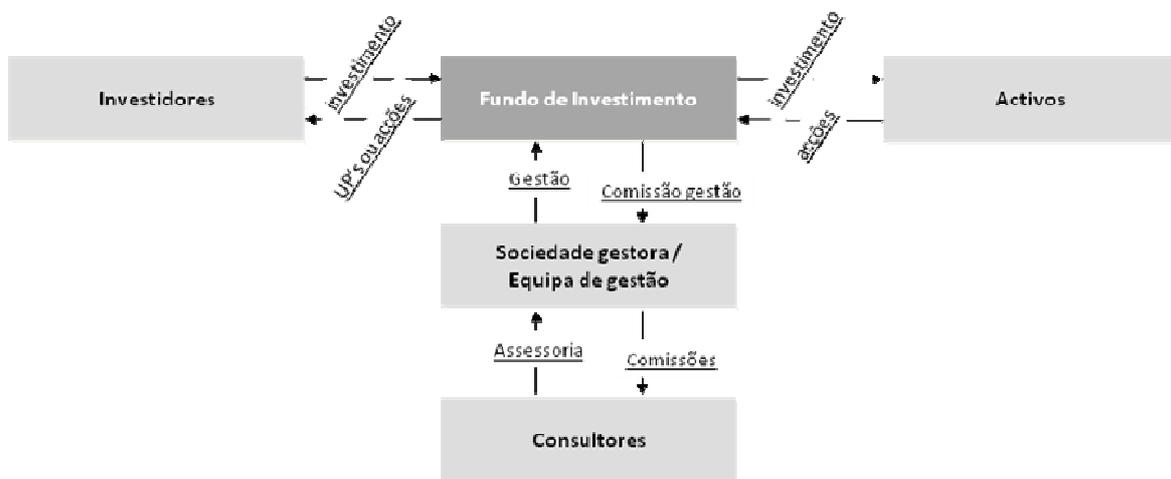
Uma das classes de activos que compõe a indústria de *asset management*, e que tem vindo a ganhar crescente importância nos últimos anos, é a de investimentos alternativos, que será detalhada no próximo capítulo.

3.1.1. Algumas características fundamentais de fundos de investimento

Os fundos de investimento têm um conjunto de aspectos, subjacentes à sua estruturação, que são comuns a todas as classes de activos. Em função de cada classe de activo, as opções são naturalmente diferentes, procurando-se ajustar a estrutura não só às características dos activos subjacentes mas também às expectativas dos investidores.

De uma forma geral, a estruturação de um fundo de investimento segue um modelo de separação entre o fundo e a sociedade gestora, como entidades jurídicas autónomas, e entre as quais existe uma relação contratualizada, através da qual a sociedade gestora assume a responsabilidade fiduciária pela gestão dos recursos do fundo. A Figura NP2 seguinte apresenta a génese da estruturação de um fundo de investimento, e dos seus principais intervenientes.

Figura NP2: Estrutura simplificada de um fundo de investimento



Este modelo tem naturalmente diferenças em função da jurisdição de proveniência do fundo. Todavia, são sobretudo diferenças de forma ou até de denominação, enquadradas com o direito local, e não tanto de substância. Existe também em muitos casos a necessidade de criar uma estrutura mais complexa ao redor do fundo, mas que mais uma vez está relacionada com as especificidades impostas por cada uma das jurisdições.

Analisado o modelo predominante subjacente à estruturação dos fundos de investimento, importa agora referir quais os outros aspectos de base para a configuração final de um fundo de investimento.

O primeiro aspecto, e porventura um dos mais relevantes, é a opção entre um fundo aberto (*open-ended fund*) e um fundo fechado (*close-ended fund*). De acordo com Russel (2006), o modelo de fundo aberto implica que um fundo possa emitir e reembolsar unidades de participação a qualquer momento, permitindo assim aos seus investidores a entrada ou saída

do fundo, parcial ou total, a qualquer momento. Por contraposição os fundos fechados têm um período pré-determinado e fixado para a emissão de unidades de participação e depois um regime para o seu reembolso, que pode variar e se materializar ou num período ou em diversos períodos de reembolso. Naturalmente, o primeiro modelo é mais interessante para os investidores, uma vez que permite associar liquidez a esse seu investimento. Por outro lado, o segundo modelo é aquele que mais se ajusta ao trabalho do gestor do fundo, uma vez que lhe permite a estabilidade de capitais necessária para a tomada de decisões com base numa estratégia de médio/longo prazo.

Contudo, é na maioria dos casos o perfil de liquidez do activo subjacente que determina a opção pelo modelo de fundo aberto ou de fundo fechado: se os activos subjacentes são cotados e transaccionados em mercados regulados é comum a opção pelo modelo de fundo aberto, caso contrário a opção recai pelo modelo de fundo fechado. Por exemplo, muitos dos fundos para activos alternativos não transaccionados em mercado regulado, como é o caso de *real estate*, *private equity* ou infra-estruturas, segue o modelo de fundo fechado. Existem por vezes iniciativas de criação de fundos abertos para activos não líquidos, mas tal implica uma assunção pela sociedade gestora (ou por outra entidade, caso a sociedade gestora consiga transferir esse risco) do risco de tomada de financiamento do fundo para situações de desequilíbrio provocadas por um desfasamento entre a estrutura de activos (carteira de investimento) e a sua estrutura de financiamento (investidores existentes). Outra opção é a criação de fundos abertos mas com penalizações por resgate antecipado (para os investidores) muito elevadas, como forma de incentivar a permanência dos investidores no fundo. Ainda uma outra opção, para assegurar aos investidores liquidez ao entrarem num fundo fechado, pode ser a garantia dada por parte de uma entidade (a propria sociedade gestora ou outra) sobre a compra das unidades de participação que um qualquer investidor pretenda alienar como forma de desfazer o seu investimento no fundo.

Um segundo aspecto tem a ver com a maturidade do fundo. A opção sobre maturidade está muitas vezes associada à opção relativamente ao tipo de fundo, se aberto ou fechado. Regra geral os fundos abertos não têm maturidade, sendo criados com a mesma abordagem subjacente a uma empresa, que não têm vida esperada limitada. Já os fundos fechados têm que ter uma maturidade pré-determinada. O factor que mais influencia este ponto está relacionado com o tempo médio necessário, tendo em conta o activo subjacente, para que o processo de investimento (incluindo a sua venda no final pelo fundo) seja completado, sendo

também que quanto mais longo o período maior o período de imobilização do capital dos investidores, o que compromete claro a atractividade comercial do próprio fundo. É assim geralmente procurado um ponto de equilíbrio, sendo as maturidades entre 10 e 15 anos frequentes, apesar de serem muitos os fundos fechados com maturidades a 20, 25 e até 30 anos. Mais uma vez, estas maturidades não significam que os investidores tenham o seu capital totalmente imobilizado durante esse período, pois o reembolso de capital aos accionistas dependerá das regras fixadas no regulamento de gestão do fundo.

Um terceiro aspecto de relevância tem a ver com o modelo de comissões praticado pela sociedade gestora na gestão do fundo. Existem essencialmente dois tipos de comissões para remunerar a sociedade gestora: (1) as comissões cuja cobrança não dependem de nenhum evento, e se devem tão só e apenas aos serviços de gestão prestados pela sociedade gestora e (2) as comissões que dependem da verificação de um qualquer evento, nomeadamente o alcance de certos níveis de rentabilidade, sem o qual não são devidas pelo fundo à sociedade gestora. As comissões (1) são geralmente referidas como comissões de gestão, enquanto as comissões (2) como comissões de sucesso. Atenção que esta é uma referência às comissões entre sociedade gestora e fundo, não a comissões que o próprio fundo pode cobrar aos seus investidores (nos termos dos regulamentos dos fundos, aos quais os investidores aderem quando concretizam o seu investimento), como é o caso de comissões por resgate antecipado.

Outros aspectos fundamentais na estruturação de um fundo são:

- a) Jurisdição e enquadramento fiscal aplicável: a escolha da jurisdição é muito importante, não só porque tem influência na configuração da estrutura jurídica do fundo e das sociedades relacionadas, como permite diferentes enquadramentos a nível da tributação de incidência; de notar que hoje em dia muitos investidores institucionais estão impedidos, por via da regulamentação a que estão sujeitos (aplicável em função da sua jurisdição de origem) ou até por regras internas de gestão de risco, de efectuar investimento em certas jurisdições, nomeadamente nos mercados *off-shores* incluídos nas listas negras emitidas pelas autoridades fiscais de onde esses investidores são originários.
- b) Níveis de endividamento e exposições extra-patrimoniais permitidas para o fundo: os níveis de exposição, por dívida ou produtos derivados, devem estar determinados no regulamento de gestão do fundo, uma vez que as decisões neste campo podem ter uma

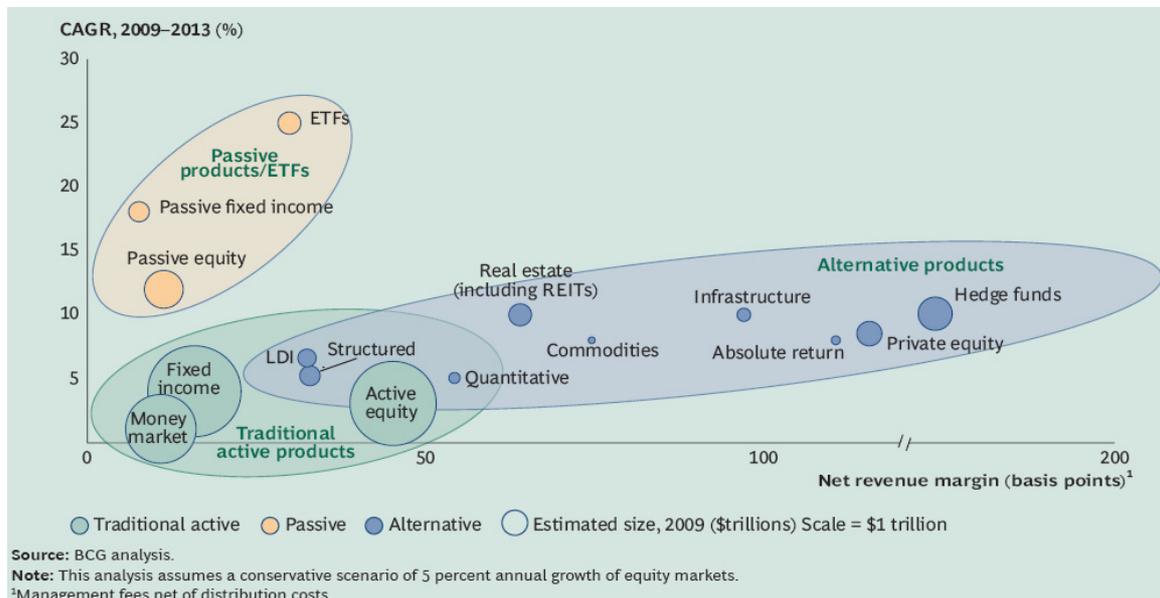
influência decisiva no perfil de risco do fundo. Em muitos mercados, e em concreto para fundos com activos subjacentes cotados, os níveis máximos estão inclusivamente regulados. É frequente certo tipo de fundos, como os *hedge funds*, adoptarem políticas muito mais agressivas neste campo, em comparação com os outros tipos de fundos disponíveis no mercado.

- c) *Corporate governance*: o modelo de *corporate governance* seleccionado depende da jurisdição e da estrutura legal adoptada para o fundo, mas também da decisão da própria sociedade gestora no momento da sua estruturação. As opções de *corporate governance* são muito importantes pois são o garante de que não se verificarão conflitos de interesses na gestão do fundo, e que a equipa de gestão estará concentrada num objectivo único de maximização dos níveis de rentabilidade do fundo, dentro dos critérios de gestão de risco adoptados com a escolha de uma estratégia de investimento. Existem diversas opções que podem ser tomadas a este nível, e que incluem também a criação de fóruns de representação dos investidores, que podem por vezes assumir um carácter mais executivo, nomeadamente para a tomada de decisão sobre aspectos considerados excepcionais, como por exemplo a aprovação de um investimento que esteja fora da estratégia de investimento original.

3.2. Investimentos Alternativos

Os investimentos alternativos são hoje considerados uma classe de activos emergente dentro da indústria de *asset management*, com peso crescente nas carteiras de investimento dos diversos tipos de investidores. Apesar disso, algumas das subcategorias de activos que compõem esta classe já são transaccionados, inclusivamente em mercados organizados, há muitas décadas. Esta é também uma classe de activos pouco homogénea, com subcategorias que vão desde o ouro às infra-estruturas. Assim, a sistematização da sua definição como classe de activos é difícil e pouco consensual.

Figura NP3: Caracterização da indústria de *asset managers* por tipo de activo (dimensão de mercado, margens, taxas de crescimento esperadas)



Fonte: The Boston Consulting Group (2010)

Apesar de existirem diversas perspectivas sobre este tema, é frequente serem incluídos os seguintes activos dentro da categoria de investimentos alternativos: *Real Estate* (investimento no mercado imobiliário), *Private Equity* (investimento em acções de empresas não cotadas), *Hedge Funds*, Infra-estruturas, *Commodities*, Ouro, Moeda/Divisa, Obras de Arte, Vinho, Antiguidades, Pedras Preciosas, etc. Como se pode constatar, a natureza dos activos é de facto díspar. De notar que os *hedge funds* não são uma classe de activos em si mas antes uma abordagem de investimento própria e diferenciada, que pelas suas características e pelo facto de não se enquadrar em certos casos dentro de determinados padrões regulatórios, é enquadrada como um investimento alternativo.

Das diversas tentativas para encontrar uma definição, resultaram algumas abordagens interessantes. A primeira característica que poderia parecer transversal a todos estes activos é o facto de terem níveis de liquidez baixos. Todavia, incluem-se nos investimentos alternativos alguns activos que, à semelhança de acções ou obrigações, têm cotação em *real time* e são transaccionados em mercados organizados. É o caso das divisas, *commodities* ou do ouro. Outro traço que poderia também parecer comum a estes activos é o facto de não serem cotados, o que é verdade para subcategorias como *real estate*, *private equity*, ou infra-estruturas, não sendo contudo para as divisas, as *commodities* ou o ouro. Fraser-Sampson

(2011) propõe uma definição que, apesar de pouco sofisticada, consegue efectivamente ser aplicável a todas as subcategorias de activos: activos que não são nem acções nem obrigações. Claro que esta definição não é perfeita, uma vez que por exemplo os *hedge funds*, não sendo eles próprios acções ou obrigações, invariavelmente incluem na sua carteira acções ou obrigações, estando assim os mesmos representados, ainda que indirectamente, nesta classe de activos. Mas de qualquer forma não deixa de ser uma definição relativamente abrangente e válida.

Uma nota para o facto de, à semelhança de tantos outros aspectos em finanças, não existir uma normalização de conceitos na indústria. Assim, é frequente ser encontrada a apresentação de uma carteira com menção a investimentos alternativos e depois, como se de uma outra classe se tratasse, uma referência isolada a *real estate* ou a infra-estruturas. Pela sua parca homogeneidade, os investimentos alternativos podem de facto ser interpretados de forma diferente pelos diversos agentes de mercado, e em função de diferentes perspectivas ou até mesmo de uma certa tradição. Mas é contudo unânime que em investimentos alternativos se consideram todos os investimentos possíveis e não enquadráveis numa classe de activos mais normalizada.

O crescente interesse dos investidores em investimento alternativos está naturalmente relacionada com a sua intenção em encontrar novas formas de diversificação de investimentos. Em alguns casos é inclusivamente do interesse dos investidores abdicar de um registo de volatilidade nas suas carteiras (típico quando é efectuado um investimento em instrumentos de mercados de capitais), mesmo que para isso tenham que abdicar de algum nível de liquidez, como acontece em muitos activos alternativos. Por fim, a adopção de investimentos em activos alternativos é cada vez mais importante à luz da adopção de estratégias activas de gestão de investimento, com a procura de rentabilidades acima da relação de equilíbrio de mercado para o binómio rentabilidade-risco, comumente designadas como estratégias de retorno *alpha* e medidas através do factor Alpha de Jensen (Feibel, 2003). De notar que a opção por investimento alternativos acarreta também uma opção pela menor diversificação das carteiras, tendo em conta a tomada de risco específico para além do risco sistemático (com os correspondente acréscimos no rendimento esperado). Para alguns tipos de investidores, como fundos de pensões ou fundos soberanos, as características decorrentes do investimento em activos alternativos e a forma como os mesmos impactam o perfil da carteira de investimentos é cada vez mais relevante para os seus objectivos.

De notar contudo que existem ainda em muitos mercados fortes restrições (regulamentares) à alocação de carteira a investimentos alternativos, aplicáveis a diverso tipo de investidores, como é o caso do Regime Prudencial dos Fundos de Pensões em Portugal, a Norma Regulamentar n.9/2007-R, de 28 de Junho, do Instituto de Seguros de Portugal.

O investimento em activos de infra-estruturas é uma das subcategorias de investimentos alternativos que mais se tem evidenciado nos últimos anos, sendo hoje uma área de investimento perfeitamente identificada e autonomizada de outras classes. Conforme desenvolvido no corpo do Caso, o investimento em infra-estruturas é tipicamente um investimento directo nos activos, ou seja, nas empresas que detêm os activos ou os direitos inerentes à sua exploração, as “empresas-projecto”, e que regra geral não são cotadas (sendo activos não cotados incluem-se nos *private markets*, em contraposição aos *public markets* onde se incluem os títulos e activos cotados). Claro que qualquer investidor pode alocar uma parte da sua carteira à indústria de infra-estruturas através de mercados cotados, nomeadamente pelo investimento em empresas cotadas que operam no sector, como é o caso de empresas de grupos de construção, que possuem em muitos casos uma área de investimento e operação de infra-estruturas. Mas mais uma vez, a esmagadora maioria dos activos disponíveis no mercado estão nos *private markets*.

4. Apresentação do conjunto de ferramentas de análise

Foram desenvolvidas ferramentas de análise, anexadas à secção Nota Pedagógica do presente Caso, por forma a apoiar os alunos no desenvolvimento do seu trabalho e das questões propostas. O objectivo destas ferramentas é enquadrar os alunos dentro dos temas que se consideram ser efectivamente apreciados e debatidos, evitando-se também a dispersão dos seus esforços por aspectos de forma ou estrutura de documentos. Por outro lado, a utilização de plataformas comuns pelos alunos para o desenvolvimento do trabalho permite uma melhor comparabilidade entre as diversas soluções apresentadas, facilitando assim a discussão e o debate.

As primeiras ferramentas disponibilizadas consistem em dois ficheiros Microsoft Word para apoiar a revisão da Ficha Técnica Resumo (Dezembro de 2007), incluída como Anexo 1 do Caso. A primeira destas ferramentas, o Anexo NP1, consiste na Ficha Técnica com espaços em branco para serem preenchidos pelos alunos, sendo que os espaços em branco correspondem aos pontos considerados como passíveis de ser discutidos. Esta ferramenta

deve ser disponibilizada aos alunos para a resolução do Caso. A segunda ferramenta, o Anexo NP2, é a repetição do Anexo NP1 mas incluindo comentários de suporte para o docente, referindo quais os aspectos que devem os alunos avaliar no momento do preenchimento dos espaços em branco.

Foi também incluída uma apresentação em Microsoft Powerpoint que tem por objectivo apoiar o docente na apresentação do Caso aos alunos. Esta ferramenta é o Anexo NP3.

Por forma a suportar o desenvolvimento do estudo de viabilidade sumário pelos alunos, foi elaborado um modelo financeiro em Microsoft Excel, o Anexo NP4. Esta ferramenta deve ser disponibilizada aos alunos para a resolução do Caso. O objectivo deste modelo financeiro é tornar possível aos alunos entenderem a forma como as opções de estruturação de um fundo impactam o seu perfil financeiro e, no limite, a sua viabilidade financeira. A preparação deste modelo, que se encontra bloqueado a alterações estruturais, teve também por objectivo (1) retirar o enfoque da resolução do Caso na componente de modelização financeira, permitindo aos alunos a concentração nos aspectos de estruturação e (2) evitar que o Caso se torne menos acessível a alunos com menores habilitações em Microsoft Excel. O Modelo Financeiro possui um conjunto de notas introdutórias que apoiam o utilizador sobre o seu entendimento, facilitando assim a utilização desta ferramenta aos alunos.

Para suportar o desenvolvimento da apresentação do Apia Infra I a potenciais investidores em *road show* foi desenvolvido um ficheiro Microsoft Powerpoint (o Anexo NP5), com a estrutura de apresentação que deverá ser elaborada pelos alunos, na qualidade de *placement agents*. Mais uma vez o objectivo deste modelo é permitir guiar os alunos, menos familiarizados com a indústria de fundos de infra-estruturas e de *fundraising*, sobre os pontos que tipicamente são considerados pelos investidores institucionais. Esta ferramenta deve ser disponibilizada aos alunos para a resolução do Caso.

Por fim, incluiu-se uma sugestão de resolução do Caso, reflectida no preenchimento dos Anexos NP1, NP4 e NP5. Esta sugestão de preenchimento é também incluída como anexo à Nota Pedagógica, tratando-se dos Anexos NP6 (sugestão de preenchimento da Ficha Técnica), NP7 (sugestão de preenchimento do Modelo Financeiro) e NP8 (sugestão de preenchimento da Apresentação a Investidores). Sugere-se que estas soluções não sejam distribuídas pelos alunos, antes apresentadas no final da resolução do Caso como uma hipótese de resolução.

5. Plano de Animação

A resolução do presente Caso tem por objectivo não só mostrar aos alunos a diversidade dos mercados e da indústria financeira, como também demonstrar a complexidade e intensidade dos processos de negociação, neste caso num contexto de um *road show* junto de investidores especializados para colocação de um fundo de infra-estruturas. Nesse sentido, propõe-se a decomposição da resolução em duas fases: uma fase mais técnica, na qual os grupos de trabalho deverão efectuar uma resolução do Caso, e uma fase mais dinâmica, na qual os grupos deverão simular as sessões de apresentação da equipa de gestão do fundo a potenciais investidores.

Assim, sugere-se o seguinte plano de animação para este Caso:

- a) Dividir a turma em grupos de trabalho.
- b) Os grupos de trabalho deverão efectuar e entregar a resolução do Caso, incluindo comentários a questões específicas, comentários às fichas técnicas (identificando os aspectos que em opinião dos alunos podem comprometer o sucesso da colocação do fundo), apresentação de modelo financeiro com projecções financeiras para o fundo e desenvolvimento de apresentação em *powerpoint* para ser mostrada a investidores em *road show* (reflectidas no preenchimento dos Anexos NP1, NP4 e NP5).
- c) Deverá ser organizada uma sessão interactiva em aula, com divisão dos grupos em grupos de trabalho A (a equipa de gestão do fundo e o *placement agent*) e os grupos de trabalho B (os investidores).
- d) Em seguida, deverão ser organizados vários *focus group*, tendo cada um grupo A e um grupo B.
- e) Cada *focus group* deverá simular uma sessão de *road show*, na qual o grupo A terá oportunidade para, em cerca de 10 minutos, apresentar o seu fundo ao grupo B, devendo o grupo B questionar a equipa de gestão do fundo sobre aspectos diversos relacionados com um fundo de infra-estruturas (e relatados ao longo do Caso), tendo por conseguinte que demonstrar o seu profundo conhecimento do sector e a sua capacidade em convencer um investidor sobre as valências para gerir com sucesso um fundo de infra-estruturas.

- f) No final cada um dos representantes dos investidores nos diversos *focus group* deverá apresentar a sua decisão final de investimento, que pode ser (1) confirmação de investimento, (2) investimento sujeito a alteração de determinados aspectos ou (3) não investimento; em qualquer caso a decisão deverá ser sempre sustentada com argumentos objectivos.
- g) No final caberá ao docente fazer um resumo da sessão, apresentando quais os aspectos mais relevantes que foram debatidos nos diversos *focus group*, enumerar os objectivos que se pretendiam atingir com a resolução do presente Caso e quais os principais ensinamentos que os alunos podem retirar do mesmo; poderá o docente ainda apresentar a solução de resolução proposta nos Anexos NP6, NP7 e NP8.

6. Questões de Animação a colocar pelo docente aos alunos

O docente poderá, ao longo das sessões de apresentação de *road show*, intervir em cada *focus group* juntando-se ao grupo B na representação do potencial investidor. Sugere-se que, caso alguns dos pontos abaixo não tenham sido abordados ou colocados à discussão, sejam introduzidos pelo docente no debate.

- a) Acções empreendidas pela equipa de gestão para fortalecerem a sua mensagem de compromisso e alinhamento de interesses com os investidores.
- b) Estrutura da equipa de gestão, em concreto a necessidade do seu reforço com membros com experiência operacional, por contraposição ao perfil mais financeiro de Philippe e Jonathan.
- c) Adequação dos termos e condições do fundo ao mercado de 2011 (menor apetência para risco, taxas de rentabilidade objectivo superiores, preferência por instrumentos de investimento mais enfocados e com menores probabilidades de falha, etc) e, em particular, às tendências de estruturação conhecidas para fundos de infra-estruturas, incluindo aspectos como comissões para a sociedade gestora, dimensão do fundo ou critérios de alocação de despesas de investimento.
- d) Aspectos de diferenciação apresentados (pontos fortes, como independência do Apia Capital Partners de grandes grupos financeiros e experiência passada dos membros da

equipa de gestão em iniciativas similares) e forma de abordar deficiências estruturais, como o facto de ser um *first time fund*.

- e) Coerência das opções de estruturação: por exemplo, opção por um fundo que tenha por objectivo proporcionar aos investidores um *cash yield* mais regular e significativo, ao mesmo tempo que assume menos risco, deve então ter política de investimento centrada em mercados e projectos *brownfield*, ao mesmo tempo que aponta para rentabilidades objectivo mais modestas.

7. Resolução e documentação de suporte

A resolução do presente Caso é subjectiva, sendo que diversas opções podem fazer sentido, desde que devidamente fundamentadas e estruturadas. É inclusivamente de interesse os alunos entenderem que podem existir várias saídas para que o Apia Infra I venha a ser colocado com sucesso.

A título indicativo sugere-se contudo uma resolução do Caso, com uma proposta de preenchimento do Anexo NP1 (Ficha Técnica), do Anexo NP4 (Modelo Financeiro) e do Anexo NP5 (Apresentação a Investidores). Esta sugestão de resolução encontra-se anexa à Nota Pedagógica: Anexos NP6, NP7 e NP8.

8. Ilações a retirar do presente caso para a Gestão

O presente Caso foi elaborado com base em factos ficcionados, não sendo por conseguinte a sua resolução utilizável, numa perspectiva dogmática, para o apuramento de factos concretos que possam implicar ilações objectivas para a Gestão.

As principais ilações para a Gestão serão neste Caso indirectas. Serão sobretudo encontradas por cada um dos alunos, tendo por base a experiência a que serão expostos com a resolução do Caso e o esperado enriquecimento do seu conhecimento em algumas áreas na indústria financeira menos divulgadas, sobretudo nos meios académicos, pese embora a sua elevada importância no quotidiano desta indústria.

De uma forma mais objectiva, pode-se contudo considerar que o presente Caso poderá aportar ilações para a Gestão a nível da correcta estruturação de fundos de infra-estruturas e da forma de abordagem de um processo de *fundraising* para um instrumento financeiro desta natureza.

9. Anexos

Anexo NP1: Ficha Técnica Resumo (Março de 2011) – versão para preenchimento (ficheiro Microsoft Word)

Anexo NP2: Ficha Técnica Resumo (Março de 2011) – versão para preenchimento comentada para docente (ficheiro Microsoft Word)

Anexo NP3: Apresentação de Caso (ficheiro Microsoft Powerpoint)

Anexo NP4: Modelo Financeiro (ficheiro Microsoft Excel)

Anexo NP5: Modelo de Apresentação a Investidores (ficheiro Microsoft Powerpoint)

Anexo NP6: Ficha Técnica Resumo (Março de 2011) – sugestão de preenchimento (ficheiro Microsoft Word)

Anexo NP7: Modelo Financeiro – sugestão de preenchimento (ficheiro Microsoft Excel)

Anexo NP8: Apresentação a Investidores – sugestão de preenchimento (ficheiro Microsoft Powerpoint)

ANEXO NP1

Ficha Técnica Resumo (Março de 2011) – versão para preenchimento

Anexo incluído para efeitos ilustrativos, tendo o documento original em Microsoft Word sido copiado no CD que acompanha a presente Tese.

Fundo	Apia Infra I
Sociedade Gestora	Apia Capital Partners
Prazo e Tipo	Fundo fechado a [...] anos, renovável por um período adicional máximo de [...] anos no caso de comprovado interesse para o Fundo.
Estrutura	O Fundo será uma sociedade autónoma. As funções e responsabilidades relacionadas com a gestão do Fundo são delegadas na Sociedade Gestora, sendo os principais termos desse relacionamento descritos no presente documento.
Dimensão Objectivo	USD [...] milhões
Âmbito de Investimento	O Fundo terá como objectivo efectuar investimentos em [...]. O Fundo procurará investimento em projectos em [...] estágios de desenvolvimento, [...]. Em termos geográficos, os investimentos do Fundo terão como alvo primordial [...].
Regras de Diversificação de Carteira	A composição da carteira de investimento do Fundo deverá seguir as seguintes regras, relativamente a exposições máximas: (f) A exposição máxima a investimentos num país da [...] é de [...]%; (g) A exposição máxima a investimentos num país [...] é de [...]%; (h) A exposição máxima a investimentos em todos os países [...] é de [...]%; (i) A exposição máxima a investimentos num determinado subsector de infra-estruturas é de [...]%; (j) A exposição máxima a um investimento será em termos absolutos de USD [...] milhões.
Período de	O período de investimento do Fundo será de [...] anos a contar da Data

<i>Investimento</i>	Final de Fecho.
<i>Política de Distribuição</i>	O produto da alienação de investimentos pelo Fundo deverá ser, depois de suportadas as despesas do Fundo, distribuído aos investidores, com excepção dos casos de Reinvestimento devidamente previstos.
<i>Reinvestimento</i>	Até ao termos do Período de Investimento, todos os montantes recebidos pelo Fundo em resultado da alienação de investimentos, poderão ser reutilizados pela Sociedade Gestora para a concretização de novos investimentos.
<i>Montante de Investimento</i>	Montante final de investimento em múltiplos de USD 1 milhão, com montante mínimo de investimento de USD [...] milhões por investidor.
<i>Modalidade de Utilização de Fundos</i>	<p>O pedido de desembolso de fundos de investidores será efectuado pela Sociedade Gestora, em função das necessidades do Fundos, e até ao final do Período de Investimento.</p> <p>A Sociedade Gestora emitirá, com um pré-aviso mínimo de 8 dias úteis, uma solicitação de desembolso a todos os investidores, na proporção dos seus compromissos de investimento para com o Fundo.</p> <p>Os pedidos de desembolsos serão efectuados em múltiplos de USD 100.000.</p>
<i>Endividamento</i>	O Fundo poderá contratar financiamentos, para além do endividamento assumido pelas suas participadas, até ao valor de [...] % do valor da sua carteira.
<i>Rentabilidade Objectivo</i>	<p>O Fundo tem por objectivo proporcionar aos seus investidores um rentabilidade objectivo entre [...] % a [...] % ao ano, apurada [...] de pagamento de Comissão de Gestão e outras despesas imputáveis ao Fundo.</p> <p>Idealmente, o Fundo terá por objectivo proporcionar também aos seus investidores um cash yield anual entre [...] % a [...] %.</p>
<i>Comissão de Gestão</i>	<p>O Fundo pagará à Sociedade Gestora uma comissão de gestão anual de [...] %, que incidirá sobre [...].</p> <p>A Comissão de Gestão será paga trimestralmente.</p>
<i>Hurdle Rate</i>	[...] % ao ano.
<i>Carried Interest</i>	<p>O Fundo pagará à Sociedade Gestora uma comissão de sucesso equivalente a [...] % da sua rentabilidade anual, apurada em função da sua rentabilidade.</p> <p>A distribuição do produto da rentabilidade seguirá o seguinte princípio:</p> <p>(a) Distribuição para os investidores do produto da rentabilidade</p>

	<p>até à Hurdle Rate (o “preferred return”);</p> <p>(b) Distribuição do produto da rentabilidade, compreendida entre a Hurdle Rate e o valor de [...] % ao ano, para a Sociedade Gestora;</p> <p>(c) Distribuição do produto da rentabilidade marginal (rentabilidade superior a [...] % ao ano) entre os investidores e a Sociedade Gestora numa base [...] %/[...] % respectivamente.</p> <p>Caso no momento da liquidação final do Fundo seja apurado que os investidores não receberam o preferred return, então a Sociedade Gestora deverá devolver os montantes recebidos como carried interest até o preferred return dos investidores ser pago.</p> <p>[...] % dos montantes pagos a título de carried interest à Sociedade Gestora deverão ser depositados numa escrow account. Estes montantes só poderão ser utilizados pela Sociedade Gestora no momento da liquidação final do fundo, e no caso de não serem devidos aos investidores nos termos do parágrafo anterior.</p>
<i>Imputação de Despesas</i>	<p>As despesas de constituição serão suportadas pelo [...].</p> <p>Todas as despesas relacionadas com o processo de investimento estarão a cargo da [...].</p>
<i>Corporate Governance</i>	<p>Caberá à Sociedade Gestora, no âmbito das suas regras internas de governança corporativa, a tomada de decisão relativamente à [...].</p> <p>O Fundo terá um Comité de Investimentos, o qual será constituído pelos [...], e que deve decidir por [...].</p> <p>O Fundo terá um Comité de Investidores, no qual estarão representados todos os Investidores Qualificados. Caberá ao Comité de Investidores [...].</p>
<i>Investidores Qualificados</i>	<p>Todos os investidores cujo compromisso de investimento seja superior a USD [...] milhões.</p> <p>Os Investidores Qualificados terão [...].</p> <p>Os Investidores Qualificados terão ainda direito a [...].</p>
<i>Equipa de Gestão</i>	<p>A Sociedade Gestora disponibilizará, em exclusividade, uma equipa com comprovada experiência e competência para a gestão do Fundo. A equipa será liderada por [...] Partners, incluindo ainda [...] Directores e [...] elementos de staff.</p> <p>Os Partners serão Philippe van Leuven e Jonathan Bennett [e ...], ambos os elementos com vasta carreira em banca de investimento e comprovada experiência em infra-estruturas.</p>

<i>Key Man Provisions</i>	No caso de um dos Partners abandonar a Equipa de Gestão, o Comité de Investidores poderá aprovar, por maioria [...], a dissolução do Fundo e a sua liquidação antecipada, cessando também, e a partir desse momento, todos os compromissos assumidos com a Sociedade Gestora.
<i>Co-investimento equipa de gestão</i>	A equipa de gestão investirá USD [...] no Fundo, devendo o investimento dos profissionais abrangidos pela “key man provision” representar pelo menos 75% desse montante.
<i>Placement Agent</i>	[...]
<i>Banco Depositário</i>	Smith Jefferson
<i>Consultor legal</i>	Hijj & Partners
<i>Auditores</i>	WFPR

ANEXO NP2

Ficha Técnica Resumo (Março de 2011) – versão para preenchimento comentada para docente

Anexo incluído para efeitos ilustrativos, tendo o documento original em Microsoft Word sido copiado no CD que acompanha a presente Tese.

Fundo	Apia Infra I
Sociedade Gestora	Apia Capital Partners
Prazo e Tipo	Fundo fechado a [...] anos, renovável por um período adicional máximo de [...] anos no caso de comprovado interesse para o Fundo. <i>Pretende-se que os alunos avaliem, face aos desenvolvimentos verificados nos mercados entre 2007 e a 2011, e em linha com o âmbito de investimento que venha a ser proposto, qual o prazo mais adequado.</i>
Estrutura	O Fundo será uma sociedade autónoma. As funções e responsabilidades relacionadas com a gestão do Fundo são delegadas na Sociedade Gestora, sendo os principais termos desse relacionamento descritos no presente documento.
Dimensão Objectivo	USD [...] milhões <i>Pretende-se que os alunos avaliem, face aos desenvolvimentos verificados nos mercados entre 2007 e a 2011, se faz sentido a revisão da dimensão objectivo do Fundo.</i>
Âmbito de Investimento	O Fundo terá como objectivo efectuar investimentos em [...]. O Fundo procurará investimento em projectos em [...] estágios de desenvolvimento, [...]. Em termos geográficos, os investimentos do Fundo terão como alvo primordial [...]. <i>Pretende-se que os alunos avaliem se o âmbito de investimento proposto na FT de Dezembro de 2007 era adequado e que, caso aplicável, sugiram os ajustamentos necessários.</i>
Regras de Diversificação de	A composição da carteira de investimento do Fundo deverá seguir as seguintes regras, relativamente a exposições máximas:

<p>Carteira</p>	<p>(k) A exposição máxima a investimentos num país da [...] é de [...]%;</p> <p>(l) A exposição máxima a investimentos num país [...] é de [...]%;</p> <p>(m) A exposição máxima a investimentos em todos os países [...] é de [...]%;</p> <p>(n) A exposição máxima a investimentos num determinado subsector de infra-estruturas é de [...]%;</p> <p>(o) A exposição máxima a um investimento será em termos absolutos de USD [...] milhões.</p> <p><i>Pretende-se que os alunos avaliem se as limitações à carteira de investimento são adequadas e respondem a uma razoável política de controlo de risco. A estrutura e valor dos limites proposto devem ser compatíveis com o âmbito de investimento.</i></p>
<p>Período de Investimento</p>	<p>O período de investimento do Fundo será de [...] anos a contar da Data Final de Fecho.</p> <p><i>Pretende-se que os alunos harmonizem este aspecto com as restantes alterações à FT.</i></p>
<p>Política de Distribuição</p>	<p>O produto da alienação de investimentos pelo Fundo deverá ser, depois de suportadas as despesas do Fundo, distribuído aos investidores, com excepção dos casos de Reinvestimento devidamente previstos.</p>
<p>Reinvestimento</p>	<p>Até ao termos do Período de Investimento, todos os montantes recebidos pelo Fundo em resultado da alienação de investimentos, poderão ser reutilizados pela Sociedade Gestora para a concretização de novos investimentos.</p>
<p>Montante de Investimento</p>	<p>Montante final de investimento em múltiplos de USD 1 milhão, com montante mínimo de investimento de USD [...] milhões por investidor.</p> <p><i>Pretende-se que os alunos harmonizem este aspecto com as restantes alterações à FT, nomeadamente a dimensão objectivo do Fundo. Por outro lado, é importante avaliar se face às actuais condições de mercado, e maior escassez de investimento, se será recomendável a redução do valor inicialmente proposto.</i></p>
<p>Modalidade de Utilização de Fundos</p>	<p>O pedido de desembolso de fundos de investidores será efectuado pela Sociedade Gestora, em função das necessidades do Fundos, e até ao final do Período de Investimento.</p> <p>A Sociedade Gestora emitirá, com um pré-aviso mínimo de 8 dias úteis, uma solicitação de desembolso a todos os investidores, na proporção dos seus compromissos de investimento para com o Fundo.</p> <p>Os pedidos de desembolsos serão efectuados em múltiplos de USD</p>

	100.000.
Endividamento	<p>O Fundo poderá contratar financiamentos, para além do endividamento assumido pelas suas participadas, até ao valor de [...] % do valor da sua carteira.</p> <p><i>Pretende-se que os alunos avaliem se este nível de endividamento é razoável, tendo em contas as condições de mercado, incluindo a maior aversão a risco. Por outro lado é importante que este aspecto esteja devidamente calibrado com a política de investimento, em concreto com o nível de maturidade de projecto objectivo (projectos greenfield vs brownfield, sendo um projectos brownfield mais compatíveis com uma política de double gearing mais agressiva).</i></p>
Rentabilidade Objectivo	<p>O Fundo tem por objectivo proporcionar aos seus investidores um rentabilidade objectivo entre [...] % a [...] % ao ano, apurada [...] de pagamento de Comissão de Gestão e outras despesas imputáveis ao Fundo.</p> <p>Idealmente, o Fundo terá por objectivo proporcionar também aos seus investidores um <i>cash yield</i> anual entre [...] % a [...] %.</p> <p><i>Pretende-se que os alunos avaliem, face aos desenvolvimentos verificados nos mercados entre 2007 e a 2011, e em linha com o âmbito de investimento que venha a ser proposto, qual a rentabilidade e o cash yield mais adequados.</i></p>
Comissão de Gestão	<p>O Fundo pagará à Sociedade Gestora uma comissão de gestão anual de [...] %, que incidirá sobre [...].</p> <p><i>Pretende-se que os alunos avaliem, face aos desenvolvimentos verificados nos mercados entre 2007 e a 2011 e de acordo com os benchmarks descritos no Caso, qual a comissão de gestão mais adequada.</i></p> <p>A Comissão de Gestão será paga trimestralmente.</p>
Hurdle Rate	<p>[...] % ao ano.</p> <p><i>Pretende-se que os alunos avaliem, face aos desenvolvimentos verificados nos mercados entre 2007 e a 2011 e de acordo com os benchmarks descritos no Caso, qual a hurdle rate mais adequada.</i></p>
Carried Interest	<p>O Fundo pagará à Sociedade Gestora uma comissão de sucesso equivalente a [...] % da sua rentabilidade anual, apurada em função da sua rentabilidade.</p> <p>A distribuição do produto da rentabilidade seguirá o seguinte princípio:</p> <ul style="list-style-type: none"> (a) Distribuição para os investidores do produto da rentabilidade até à <i>Hurdle Rate</i> (o “<i>preferred return</i>”); (b) Distribuição do produto da rentabilidade, compreendida entre a

	<p><i>Hurdle Rate</i> e o valor de [...] % ao ano, para a Sociedade Gestora;</p> <p>(c) Distribuição do produto da rentabilidade marginal (rentabilidade superior a [...] % ao ano) entre os investidores e a Sociedade Gestora numa base [...] %/[...] % respectivamente.</p> <p>Caso no momento da liquidação final do Fundo seja apurado que os investidores não receberam o <i>preferred return</i>, então a Sociedade Gestora deverá devolver os montantes recebidos como <i>carried interest</i> até o <i>preferred return</i> dos investidores ser pago.</p> <p>[...] % dos montantes pagos a título de <i>carried interest</i> à Sociedade Gestora deverão ser depositados numa <i>escrow account</i>. Estes montantes só poderão ser utilizados pela Sociedade Gestora no momento da liquidação final do fundo, e no caso de não serem devidos aos investidores nos termos do parágrafo anterior.</p> <p><i>Pretende-se que os alunos avaliem, face aos desenvolvimentos verificados nos mercados entre 2007 e a 2011 e de acordo com os benchmarks descritos no Caso, quais os valores e estrutura de carried interest mais adequados.</i></p>
<p>Imputação de Despesas</p>	<p>As despesas de constituição serão suportadas pelo [...].</p> <p><i>Pretende-se que os alunos avaliem, face aos benchmarks descritos no Caso e tendo em conta as potenciais situações de conflito de interesses, se a proposição de alocação de despesas de constituição incluída da FT inicial é razoável, se faz sentido que sejam assumidas pela Sociedade Gestora ou se faz sentido a introdução de um limite às despesas a suportar pelo Fundo.</i></p> <p>Todas as despesas relacionadas com o processo de investimento estarão a cargo da [...].</p> <p><i>Pretende-se que os alunos avaliem, face aos benchmarks descritos no Caso e tendo em conta as potenciais situações de conflito de interesses, se a proposição de alocação de despesas de investimento incluída da FT inicial é razoável ou se faz sentido o seu ajustamento.</i></p>
<p>Corporate Governance</p>	<p>Caberá à Sociedade Gestora, no âmbito das suas regras internas de governança corporativa, a tomada de decisão relativamente à [...].</p> <p>O Fundo terá um Comité de Investimentos, o qual será constituído pelos [...], e que deve decidir por [...].</p> <p>O Fundo terá um Comité de Investidores, no qual estarão representados todos os Investidores Qualificados. Caberá ao Comité de Investidores [...].</p> <p><i>Pretende-se que os alunos avaliem se o governance de decisão proposto é adequado. Avaliar se a inclusão de membros externos à equipa de gestão no comité de investimento não poderia ser facto de mais-valia. Avaliar também se faz sentido os investidores estarem</i></p>

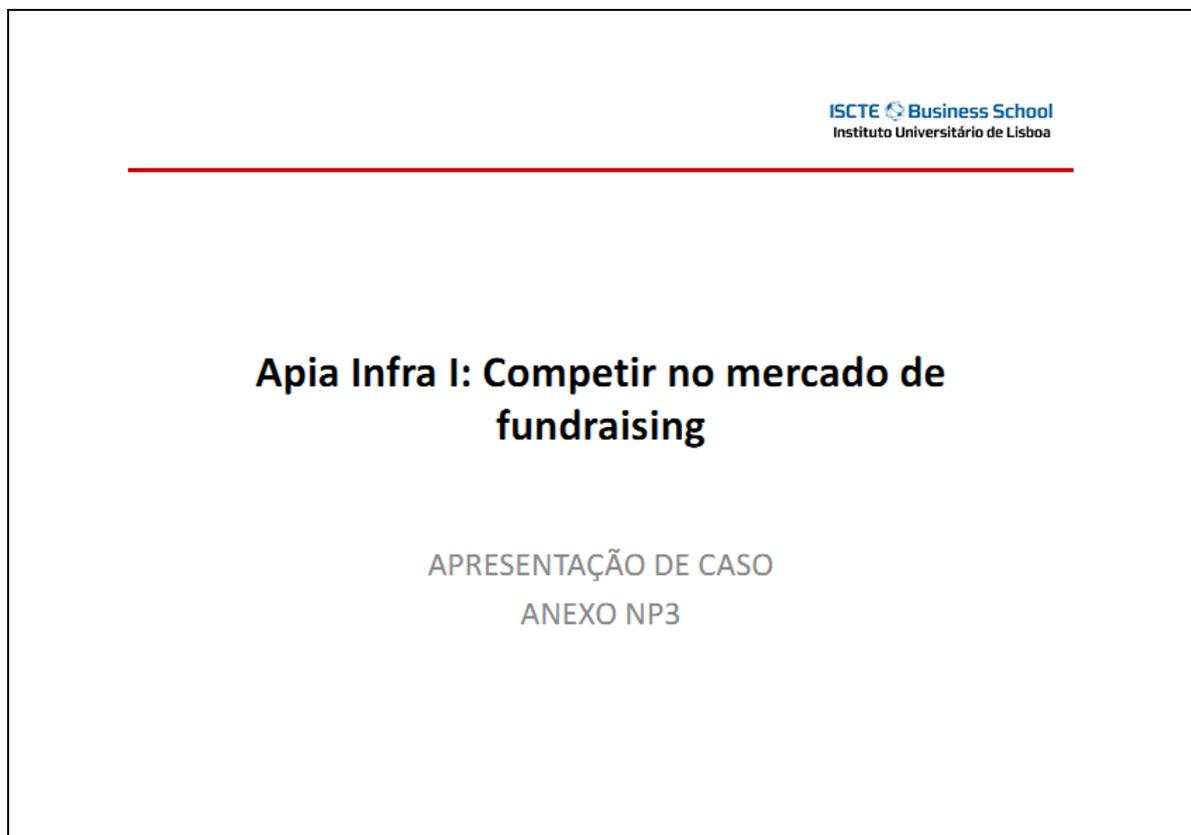
	<p><i>representados em Comité de Investidores ou em outro tipo de órgão, e quais os poderes e capacidade de influência na gestão que devem ter.</i></p>
<p>Investidores Qualificados</p>	<p>Todos os investidores cujo compromisso de investimento seja superior a USD [...] milhões.</p> <p>Os Investidores Qualificados terão [...].</p> <p>Os Investidores Qualificados terão ainda direito a [...].</p> <p><i>Pretende-se que os alunos avaliem se a atribuição de direitos especiais a determinados investidores se é razoável, tendo em conta potenciais situações de conflitos de interesses e o facto de poder inibir investidores de menor dimensão a aderirem ao Fundo.</i></p>
<p>Equipa de Gestão</p>	<p>A Sociedade Gestora disponibilizará, em exclusividade, uma equipa com comprovada experiência e competência para a gestão do Fundo. A equipa será liderada por [...] Partners, incluindo ainda [...] Directores e [...] elementos de <i>staff</i>.</p> <p><i>Pretende-se que os alunos reavaliem a dimensão da equipa, tendo em conta a dimensão objectivo e o âmbito de investimento, e em linha com as projecções económico-financeiras.</i></p> <p>Os Partners serão Philippe van Leuven e Jonathan Bennett [e ...], ambos os elementos com vasta carreira em banca de investimento e comprovada experiência em infra-estruturas.</p> <p><i>Avaliar se faz sentido alargar o número de partners, tendo com conta experiência de Philippe e Jonathan.</i></p>
<p>Key Man Provisions</p>	<p>No caso de um dos Partners abandonar a Equipa de Gestão, o Comité de Investidores poderá aprovar, por maioria [...], a dissolução do Fundo e a sua liquidação antecipada, cessando também, e a partir desse momento, todos os compromissos assumidos com a Sociedade Gestora.</p> <p><i>Pretende-se que os alunos avaliem o nível de maioria necessário para o cancelamento antecipado do Fundo no caso de abandono de um dos elementos da Equipa de Gestão.</i></p>
<p>Co-investimento equipa de gestão</p>	<p>A equipa de gestão investirá USD [...] no Fundo, devendo o investimento dos profissionais abrangidos pela “key man provision” representar pelo menos 75% desse montante.</p> <p><i>Pretende-se que os alunos analisem se o valor investido é suficiente para conforto dos investidores relativamente a alinhamento de interesses.</i></p>
<p>Placement Agent</p>	<p>[...]</p> <p><i>Pretende-se que os alunos analisem a necessidade de utilização de um placement agent, tendo em conta o enquadramento de mercado em</i></p>

	<i>2011.</i>
<i>Banco Depositário</i>	Smith Jefferson
<i>Consultor legal</i>	Hij & Partners
<i>Auditores</i>	WFPR

ANEXO NP3

Apresentação de Caso

Anexo incluído para efeitos ilustrativos, tendo o documento original em Microsoft Powerpoint sido copiado no CD que acompanha a presente Tese.



Introdução

- O Caso “Apia Infra I: Competir no mercado de fundraising” aborda o tema do levantamento de capitais por parte dos gestores de fundos de investimento, com enfoque na subárea de fundos de infra-estruturas.
- O Caso baseia-se num enredo ficcionado, no qual dois profissionais do sector financeiro com sólida carreira em infra-estruturas (Philippe van Leuven e Jonathan Bennett) decidem juntar em 2006 esforços para a montagem de uma sociedade independente de gestão de fundos de infra-estruturas, a Apia Capital Partners, e iniciar as diligências para o lançamento do seu primeiro fundo, o Apia Infra I.
- Após a estruturação do Apia Infra I, à luz das condições de mercado da época, e já depois de recebidas indicações de interesse de investimento por parte algumas entidades, iniciou-se a cadência de eventos que levou à crise económico-financeira de 2007/08, que alterou de forma dramática as condições de mercado.
- Em face dos eventos ocorridos, Philippe e Jonathan viram-se obrigados a adiar o lançamento do Apia Infra I; só em Março de 2011 as condições de mercado, enquadradas na emergência de um novo mundo, mostram sinais de estabilização.
- É esse o momento em que a Apia Capital Partners decide retomar os esforços para o lançamento do Apia Infra I ... todavia, os desafios são agora maiores, exigindo a Philippe e Jonathan uma revisão dos termos e condições e da estratégia de lançamento do fundo.

Introdução a infra-estruturas

- As infra-estruturas têm tido uma importância muito relevante na história da Humanidade, sendo um dos mais evidentes sinais de desenvolvimento de diversas civilizações.
- A definição de infra-estruturas não é unânime. A utilização do termo tem as suas origens na nomenclatura militar, tendo sido inicialmente usado para referir os activos de suporte como casernas ou pistas para aeronaves.
- Apesar das diversas definições, o conceito chave é que infra-estruturas são todos os activos fixos necessários para um sistema funcionar, podendo tal ser aplicável à economia de um país, ou a uma escola ou empresa.
- Cada vez mais o termo infra-estruturas é

usado para denominar um conjunto de sectores económicos, que regra geral inclui:

transportes

telecoms

energia

água e saneamento

infra-estruturas sociais

Introdução a infra-estruturas

ISCTE Business School
Instituto Universitário de Lisboa

Algumas das características comuns a infra-estruturas são:



Apresentação de Caso | Apia Infra I: Competir no mercado de fundraising

4

Enquadramento de infra-estruturas como alternativa de investimento

ISCTE Business School
Instituto Universitário de Lisboa

- As infra-estruturas como alternativa de investimento enquadra-se globalmente na indústria de *asset management*.
- De acordo com um estudo da BCG publicado em 2010, o montante total de activos sob gestão era em 2009 de USD 52.600 mil milhões.



Apresentação de Caso | Apia Infra I: Competir no mercado de fundraising

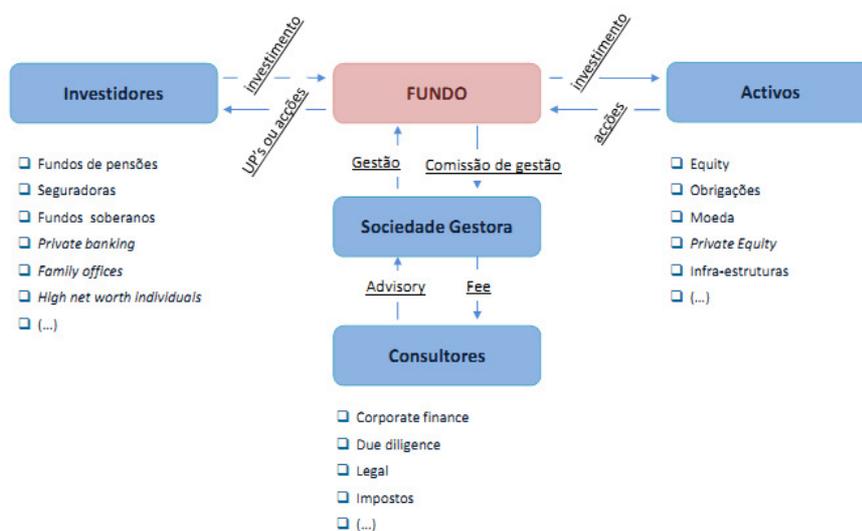
5

Enquadramento de infra-estruturas como alternativa de investimento

Dentro da segmentação desta indústria, encontram-se as infra-estruturas:



Estrutura típica em gestão de fundos



Modelos de desenvolvimento e financiamento de infra-estruturas

ISCTE Business School
Instituto Universitário de Lisboa

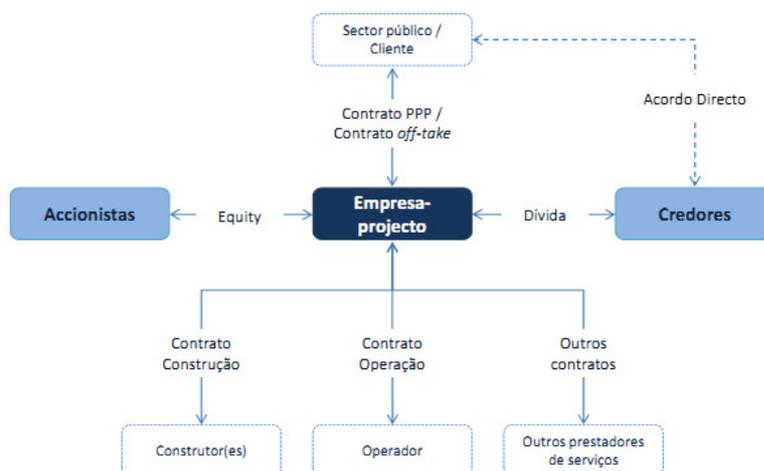


Apresentação de Caso | Apia Infra I: Competir no mercado de fundraising

8

A estrutura de financiamento típica em *project finance*

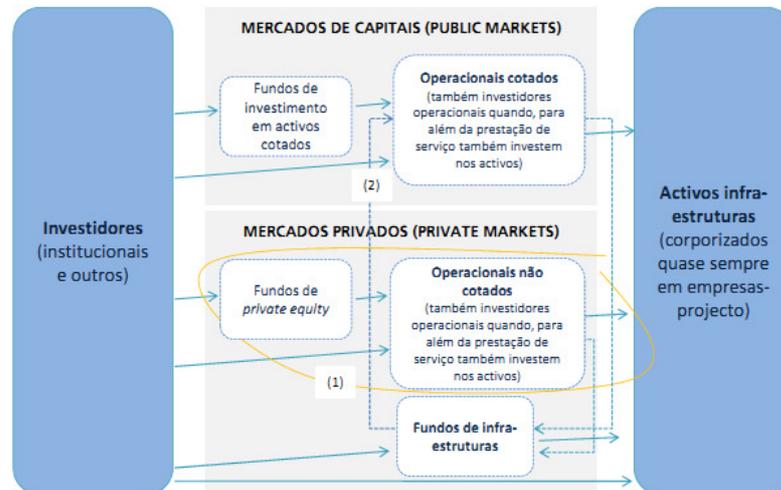
ISCTE Business School
Instituto Universitário de Lisboa



Apresentação de Caso | Apia Infra I: Competir no mercado de fundraising

9

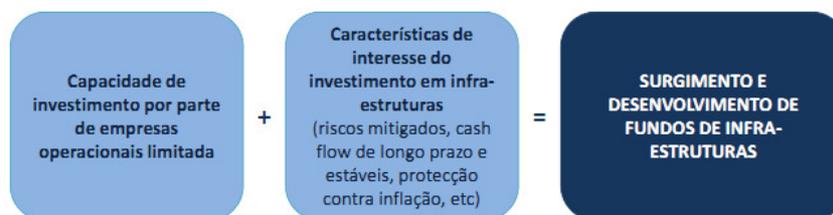
O investimento em infra-estruturas



(1) Canal pouco expressivo em infra-estruturas, apresentado apenas para efeitos ilustrativos
(2) Pouco frequente

Fundos de infra-estruturas

- Por “fundos de infra-estruturas” entendem-se os veículos especializados no investimento directo em activos de infra-estruturas não cotados, não se incluindo neste conceito fundos de investimento que não obstante poderem estar focados no sector de infra-estruturas invistam em activos cotados.
- O surgimento e desenvolvimento de fundos de infra-estruturas está relacionado com a proliferação dos modelos de contratação em PPP e a abertura do investimento directo por privado nos activos de infra-estruturas (i.e. nas empresas-projecto), tendo o sucesso do conceito sido decisivamente influenciado por dois factores :



- Claro que, tal como analisado anteriormente, os diversos investidores têm diversas formas de investir em activos de infra-estruturas que não através de fundos de infra-estruturas; todavia, os fundos de infra-estruturas são uma proposta de valor que tem vindo a ganhar um espaço considerável no mercado.

Características e componentes de fundos de infra-estruturas

ISCTE Business School
Instituto Universitário de Lisboa



Apresentação de Caso | Apia Infra I: Competir no mercado de fundraising

12

A indústria de fundos de infra-estruturas

ISCTE Business School
Instituto Universitário de Lisboa

- A indústria de fundos de infra-estruturas é relativamente recente.
- O processo de levantamento de capital para este tipo de fundo de investimento só começou a ganhar expressão a partir de 2005-2006, tendo o ritmo de surgimento de novos fundos sido afectado pelo eventos pós 2007.
- Existem hoje 170 fundos no mercado com um valor total sob gestão de USD 149,2 mil milhões.
- A indústria é dominada pelos grandes gestores de fundos, *first movers* nesta indústria ou unidades inseridas em grupos financeiros multinacionais.
- A nível de rentabilidades a indústria tem ficado aquém dos objectivos anunciados com o lançamento dos fundos, mas comparativamente com outras classes de investimentos alternativos tem tido uma melhor performance, em particular nos anos de maior contracção dos mercados e da economia em geral.
- Os investidores nesta indústria são os investidores institucionais, com particular destaque para os fundos de pensões, seguradoras e bancos.

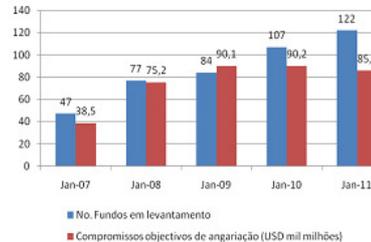


Apresentação de Caso | Apia Infra I: Competir no mercado de fundraising

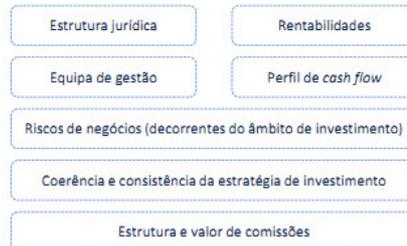
13

Fundraising em fundos de infra-estruturas

O mercado é recente, e nem a crise iniciada em 2007 afectou a taxa de crescimento de processos de fundraising



Aspectos chave avaliados em due diligence



Questões a serem resolvidas

- Volvidos três anos, Philippe e Jonathan encontram-se num momento crítico e decisivo para o lançamento do Apia Infra I.
- O contexto de mercado é, sem qualquer dúvida, diametralmente oposto ao que suportou o despoletar desta iniciativa, sendo fundamental que o plano de negócios e os termos e condições do Apia Infra I sejam revistos em detalhe, à luz das actuais condições de mercado.
- É também imperioso que a estratégia de colocação do fundo seja pensada de forma cuidada, em alternativa à estratégia avulsa idealizada em 2007 e baseada nos contactos abundantes de Jonathan junto dos tradicionais investidores institucionais.
- Na qualidade de *placement agents*, os alunos devem efectuar o apoio a Philippe e Jonathan para a estruturação, planeamento e colocação do Apia Infra I.
- O seu trabalho passará por:

Ficha Técnica

análise crítica da estrutura inicial do Apia Infra I (patente na Ficha Técnica Resumo (Dezembro de 2007), incluída como Anexo 1 do Caso) e pela revisão e actualização dessa mesma Ficha Técnica

Estudo de viabilidade

a desenvolver através da utilização do modelo financeiro

Apresentação road show

preparar uma apresentação em powerpoint para efeitos de reuniões em road show para apresentação do Apia Infra I a potenciais investidores

ANEXO NP4

Modelo Financeiro

Anexo incluído para efeitos ilustrativos, tendo o documento original em Microsoft Excel sido copiado no CD que acompanha a presente Tese.



MODELO FINANCEIRO - ANEXO NP4
NOTAS INTRODUTÓRIAS

I.

Este modelo foi desenvolvido com o objectivo de apoiar a resolução do Caso "ApiA Infra I: Competir no Mercado de Fundraising" - Miguel Raposo Alves - ISCTE Business School 2011.

II.

O modelo financeiro deve ser manipulado pelos utilizadores através da alteração das células sombreadas a azul, não sendo necessário qualquer procedimento de modelização adicional.

III.

As opções seleccionadas pelos utilizadores devem estar harmonizadas com os termos e condições propostos na Ficha Técnica 2011. Não obstante, algumas derivações nos termos e condições a propor na Ficha Técnica 2011 poderão não ser enquadráveis no presente modelo financeiro, que tem por objectivo uma aproximação sumária e indicativa a um estudo de viabilidade para o ApiA Infra I. Nesses casos deverá o utilizador efectuar referência na resolução escrita de tal limitação do modelo financeiro, indicando a opção que nos termos e condições da Ficha Técnica 2011 não foi contemplada no modelo financeiro. Alguns exemplos são:

(1) o modelo financeiro não admite o endividamento do fundo;

(2) o modelo financeiro não admite um prazo para o fundo superior a 15 anos ou um fundo aberto, uma vez que se considera não ser essa a natureza mais adequada para os fundos analisados no presente caso.

IV.

O modelo financeiro tem por objectivo uma análise de viabilidade sumária e indicativa para o ApiA Infra I, e foi desenvolvido numa lógica de cash flow, por se considerar o mesmo o adequado para os objectivos assumidos. Mais se salienta que não é objectivo do caso enquadrar a estruturação do ApiA Infra I numa jurisdição em particular, pelo que não se consideram quaisquer critérios contabilísticos e fiscais específicos, do que decorre também a impossibilidade de preparar e apresentar as demonstrações financeiras "Balanco" e "Demonstração de Resultados". O mapa de cash flow não segue também qualquer normativo oficial.

V.

Na folha "02. Controlo" encontram-se disponíveis para preenchimento diversos campos. Na secção "Pressupostos de Investimento" encontram-se disponíveis campos relativos a (1) Tipo, (2) Maturidade e (3) Montante Ref Ano 0, os quais devem ser preenchidos tendo em consideração o seguinte:

(1) Tipo: foram definidos 4 tipos de projectos (padrão) para alimentar o modelo financeiro, sendo uma combinação entre dois tipos de zonas geográficas ("X" e "Y") e duas famílias de infra-estruturas ("1" e "2"). As duas zonas geográficas representam dois perfis de risco distintos (uma mais intenso que o outro), o mesmo se verificando para as duas famílias de infra-estruturas. As rentabilidades subjacentes estão em linha com o perfil de risco de cada projecto, sendo que (detalhe dos 4 tipos de projectos, incluindo taxas de rentabilidade implícitas, na folha "04-Aux. Projectos"):

- Projecto Tipo 1: Região "X" (risco inferior) + Indústria "1" (risco inferior)
- Projecto Tipo 2: Região "X" (risco inferior) + Indústria "2" (risco superior)
- Projecto Tipo 3: Região "Y" (risco superior) + Indústria "1" (risco inferior)
- Projecto Tipo 4: Região "Y" (risco superior) + Indústria "2" (risco superior)

(2) Maturidade: está relacionada com o momento da vida do projecto em que o fundo ApiA Infra I efectua o seu investimento, sendo que foram modelizados fundos com horizonte temporal de 30 anos, conforme visível na folha "04-Aux. Projectos". Em função do momento da vida do projecto na qual é feita a entrada, o ApiA Infra I irá assumir risco Greenfield, Early Brownfield ou Brownfield. Para além do tipo de projecto a rentabilidade subjacente ao investimento depende também deste factor, uma vez que o perfil de risco dos projectos se vai reduzindo com a maturação dos diversos riscos.

(3) Montante Ref Ano 0: é o montante total de investimento alocado a um projecto no caso de entrada no momento 0 da sua vida. Para os investimentos cuja entrada se verifique num momento posterior irá esse montante ser ajustado em função da valorização de equity verificada entre o momento 0 e o momento da vida do projecto na qual o investimento é efectuado, assumindo assim o modelo um montante de investimento superior à referência "montante ref ano 0".

MODELO FINANCEIRO CONTROLO

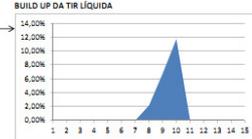


(Montantes em EUR m€, excepto quando indicado o contrário)

PRESSUPOSTOS GERAIS	
Dimensão fundo	1.000.000
Vida do fundo (em anos)	10
Período de investimento (em anos)	5
Período de desinvestimento (em anos)	4
Período de desembolso de fundos por investidores	5
Inflação	2,50%
Despesas de constituição	
Montante	1.000
% imputado ao fundo	100,00%
Despesas de investimento	
Oportunidade concretizada - taxa sobre valor investimento	1,00%
Aborting costs - taxa sobre oportunidades concretizadas	30,00%
% aborting costs imputados ao fundo	100,00%
Despesas de gestão	
Fixas	1.000
Variáveis (participada/ano)	300
Despesas de desinvestimento / oportunidade	
	1,00%
Comissão de Gestão	
Incidência em período investimento	1
Taxa em período investimento	2,50%
Incidência em período pós-investimento	1
Taxa em período pós-investimento	2,50%
Carried Interest	
Hurdle rate	8,00%
Proporção investidores	80,00%
Catch-up	1

PRINCIPAIS INDICADORES

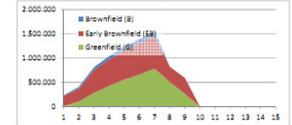
TIR	16,51%
Bruta (apenas actividades de investimento)	11,74%
Líquida (investimento + despesas antes carried)	9,54%
Final (investimento + despesas incluindo carried)	
RESUMO CUSTOS (TOTAL PERÍODO VIDA DO FUNDO)	
Despesas constituição	1.025
Despesas de investimento	11.936
Despesas de gestão	40.311
Despesas de desinvestimento	18.812
Comissão de gestão	250.000
Carried Interest	239.643



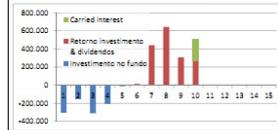
CASH FLOW PROJECTOS



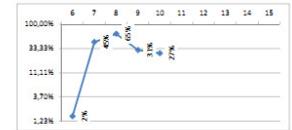
VALOR CARTEIRA POR TIPO PROJECTO (CLASSIF. MOMENTO INVEST.)



CASH FLOW DE INVESTIDORES & CARRIED INTEREST



CASH YIELD DE INVESTIDORES (SOBRE VALOR TOTAL INVESTIMENTO)



PRESSUPOSTOS DE INVESTIMENTO

Investimento	Tipo	Maturidade	Montante	Momento Investimento (só pode ocorrer até final período investimento)										Check - investimento				
				1	2	3	4	5	6	7	8	9	10					
Investimento 1	1	4	EB	50.000		1											OK	
Investimento 2	1	2	G	60.000			1										OK	
Investimento 3	2	1	G	35.000				1									OK	
Investimento 4	3	5	EB	30.000	1												OK	
Investimento 5	4	2	G	50.000					1								OK	
Investimento 6	2	1	G	45.000				1									OK	
Investimento 7	2	1	G	30.000					1								OK	
Investimento 8	4	8	EB	50.000						1							OK	
Investimento 9	4	8	EB	60.000							1						OK	
Investimento 10	1	15	B	50.000	1												OK	
Investimento 11	2	1	G	50.000				1									OK	
Investimento 12	1	1	G	50.000	1												OK	
Investimento 13	1	1	G	40.000							1						OK	
Investimento 14	4	1	G	62.000								1					OK	
Investimento 15	0	0	G	0													OK	
Investimento 16	0	0	G	0													OK	
Investimento 17	0	0	G	0													OK	
Investimento 18	0	0	G	0													OK	
Investimento 19	0	0	G	0													OK	
Investimento 20	0	0	G	0													OK	
Aumentos capital por período (investimento de investidores no fundo)				304.393	152.718	309.437	208.017	12.395	0	0	0	0	0	0	0	0	OK	
Total aumento de capital do fundo				986.960														OK
Check - compromissos 1 (se ERRO porque valor de aumento de capital acima de valor da fundo + rever valor de investimentos por projecto)				OK														OK
Check - compromissos 2 (se ERRO porque necessidades de aumento de capital fora do prazo + rever valor de investimentos por projecto, maturidade ou momento de investimento)				OK														OK
Check - período investimento (se ERRO porque investimento fora do prazo de investimento)				OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK

PRESSUPOSTOS DE DEINVESTIMENTO

		Momento Desinvestimento (só pode ocorrer até final período fundo)										Check - desinvestimento		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
Investimento 1	5							1						OK
Investimento 2	6								1					OK
Investimento 3	5									1				OK
Investimento 4	6							1						OK
Investimento 5	7											1		OK
Investimento 6	7												1	OK
Investimento 7	5									1				OK
Investimento 8	3							1						OK
Investimento 9	5									1				OK
Investimento 10	9												1	OK
Investimento 11	7												1	OK
Investimento 12	7									1				OK
Investimento 13	6											1		OK
Investimento 14	7												1	OK
Investimento 15	0													OK
Investimento 16	0													OK
Investimento 17	0													OK
Investimento 18	0													OK
Investimento 19	0													OK
Investimento 20	0													OK
Check - saídas														OK
<i>(se ERRO porque número de desinvestimentos é diferente de número de investimentos)</i>														
Check - período investimento		OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK
<i>(se ERRO porque investimento fora do prazo de desinvestimento)</i>														

MODELO FINANCEIRO
PROJEÇÕES DE CASH FLOW

Apia
Capital Partners

(Montantes em EUR mil, exceto quando indicado a contrário)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Cash flow actividades de investimento															
<i>Por investimento (PIR)</i>															
Investimento 1	17,31%	0	-63.571	0	0	909	909	138.902	0	0	0	0	0	0	0
Investimento 2	14,72%	0	-44.254	-18.000	0	0	0	1.091	135.357	0	0	0	0	0	0
Investimento 3	17,23%	0	0	-10.500	-14.000	-10.500	0	0	66.614	0	0	0	0	0	0
Investimento 4	14,64%	-50.993	0	695	695	695	3.473	108.623	0	0	0	0	0	0	0
Investimento 5	18,27%	0	0	-37.246	-15.000	0	0	0	1.338	1.338	158.136	0	0	0	0
Investimento 6	15,74%	0	-13.500	-18.000	-13.500	0	0	0	995	107.743	0	0	0	0	0
Investimento 7	17,23%	0	0	-9.000	-12.000	-9.000	0	0	57.098	0	0	0	0	0	0
Investimento 8	17,17%	0	0	0	-125.721	1.338	6.690	192.574	0	0	0	0	0	0	0
Investimento 9	15,56%	0	0	-150.855	1.506	6.028	6.028	6.028	275.639	0	0	0	0	0	0
Investimento 10	10,52%	-206.882	13.636	18.182	18.182	27.273	27.273	27.273	27.273	222.992	0	0	0	0	0
Investimento 11	15,74%	0	-15.000	-20.000	-15.000	0	0	0	1.105	119.714	0	0	0	0	0
Investimento 12	33,61%	-15.000	0	0	0	0	0	909	112.797	0	0	0	0	0	0
Investimento 13	37,65%	0	0	-12.000	0	0	0	0	0	81.642	0	0	0	0	0
Investimento 14	35,97%	0	0	-18.600	0	0	0	0	0	1.659	157.553	0	0	0	0
Investimento 15	0,00%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investimento 16	0,00%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investimento 17	0,00%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investimento 18	0,00%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investimento 19	0,00%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investimento 20	0,00%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<i>Por natureza</i>															
Investimento		-272.875	-136.325	-294.211	-195.221	-19.500	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Desinvestimento		0	0	0	0	0	0	429.027	637.477	306.272	508.411	0	0	0	0
Dividendos		0	13.636	18.876	20.482	38.242	46.372	48.372	40.738	33.097	30.270	0	0	0	0
Total cash flow actividades de investimento (1)	16,51%	-272.875	-122.689	-275.335	-174.739	18.742	46.372	477.399	678.215	339.368	538.681	0	0	0	0
Cash flow operacional															
Despesas constituição		-1.023	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Despesas de investimento		-3.547	-1.772	-3.825	-2.538	-254	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Despesas de gestão		-1.948	-3.297	-5.277	-5.740	-5.883	-6.030	-5.111	-3.412	-2.373	-1.380	0	0	0	0
Despesas de desinvestimento		0	0	0	0	0	0	-4.280	-8.375	-3.063	-5.084	0	0	0	0
Comissão de gestão		-25.000	-25.000	-25.000	-25.000	-25.000	-25.000	-25.000	-25.000	-25.000	-25.000	0	0	0	0
Total cash flow operacional (2)	-1,520	-30.029	-34.102	-39.278	-31.137	-31.030	-34.402	-34.786	-30.436	-31.364	0	0	0	0	0
CASH FLOW ANTES DE FINANCIAMENTO (3)=(1+2)	11,74%	-304.395	-152.718	-309.437	-208.017	-12.395	15.342	442.998	643.429	308.933	507.317	0	0	0	0

MODELO FINANCEIRO
PROJEÇÕES DE CASH FLOW



(Montantes em EUR mil, exceto quando indicado o contrário)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Cash flow Financiamento															
Aumentos de capital de investidores (equity)	304.395	152.718	309.437	208.017	12.395	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Redução capital & Dividendos - preferred return	0	0	0	0	0	-15.342	-442.998	-643.429	-308.933	-106.720	0	0	0	0	0
Carried interest - catch up	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-199.405	0	0	0	0	0
Dividendos - pos catch up	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-160.954	0	0	0	0	0
Carried interest - pos catch up	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-40.238	0	0	0	0	0
Total cash flow financiamento (4)	304.395	152.718	309.437	208.017	12.395	-15.342	-442.998	-643.429	-308.933	-507.317	0	0	0	0	0
TOTAL CASH FLOW (5+3+4)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

ANEXO NP5

Modelo de apresentação a investidores

Anexo incluído para efeitos ilustrativos, tendo o documento original em Microsoft Powerpoint sido copiado no CD que acompanha a presente Tese.



Sumário Executivo



SUGESTÃO DE ASPECTOS A INCLUIR NESTA SECÇÃO

- Principais aspectos da apresentação
- Enfoque em particular nos aspectos comercialmente mais apelativos para a tomada de decisão sobre investimento

A oportunidade de investimento



SUGESTÃO DE ASPECTOS A INCLUIR NESTA SECÇÃO

- O que são infra-estruturas
- Quais os factores e características que tornam o investimento em infra-estruturas como uma opção de investimento de interesse, como reduzida volatilidade de cash flows, protecção natural contra inflação, etc
- Abordar progressiva abertura de infra-estruturas ao sector privado e as necessidades de investimento mundiais em infra-estruturas
- Abordar em concreto os aspectos identificados no âmbito de investimento do fundo, como zona geográfica, perfil de maturidade dos projectos ou indústrias

Prospective pipeline



SUGESTÃO DE ASPECTOS A INCLUIR NESTA SECÇÃO

- Apresentar tabela resumo com os projectos já identificados pela equipa de gestão como passíveis de serem considerados para investimento pelo Apia Infra I
- Esta tabela pode detalhar os projectos em concreto mas de forma anónima, bastando demonstrar aos investidores que a equipa de gestão tem identificadas oportunidades de investimento e que não existe o risco de não conseguir a equipa de gestão efectuar a correcta aplicação dos montantes captados junto de investidores
- A preparação desta tabela não tem que seguir uma fonte de informação real, podendo ser elaborada com base em informação ficcionada
- Esta tabela deve estar devidamente enquadrada com o âmbito de investimento

Principais termos e condições do Apia Infra I



SUGESTÃO DE ASPECTOS A INCLUIR NESTA SECÇÃO

- Incluir de forma resumida os aspectos chave do Apia Infra I, como por exemplo âmbito de investimento, comissões, prazos, etc
- Sugere-se que este slide seja desenvolvido com base em figuras

Corporate Governance



SUGESTÃO DE ASPECTOS A INCLUIR NESTA SECÇÃO

- Apresentar os principais termos do governance, incluindo as alterações que tenham vindo a ser propostas pelos alunos no ajustamento da Ficha Técnica

Quem somos



SUGESTÃO DE ASPECTOS A INCLUIR NESTA SECÇÃO

- Apresentar a descrição do Apia Capital Partners
- Apresentar os principais elementos da equipa de gestão
- Fundamental mostrar as valências da equipa de gestão e a sua capacidade para garantir aos investidores um retorno dentro dos parâmetros objectivo

ANEXO NP6

Ficha Técnica Resumo (Março de 2011) – sugestão de preenchimento

Anexo incluído para efeitos ilustrativos, tendo o documento original em Microsoft Word sido copiado no CD que acompanha a presente Tese.

Fundo	Apia Infra I
Sociedade Gestora	Apia Capital Partners
Prazo e Tipo	Fundo fechado a [15] anos, renovável por um período adicional máximo de [2] anos no caso de comprovado interesse para o Fundo.
Estrutura	O Fundo será uma sociedade autónoma. As funções e responsabilidades relacionadas com a gestão do Fundo são delegadas na Sociedade Gestora, sendo os principais termos desse relacionamento descritos no presente documento.
Dimensão Objectivo	USD [750] milhões
Âmbito de Investimento	O Fundo terá como objectivo efectuar investimentos em <i>[em equity e mezzanine num alargado leque de activos de infra-estruturas, incluindo mas não limitado aos subsectores de transportes, energias renováveis, sistemas de transmissão e distribuição de electricidade, produção energética, água e saneamento e infra-estruturas sociais]</i> . O Fundo procurará investimento em projectos em <i>[diversos]</i> estágios de desenvolvimento, <i>[quer de natureza greenfield quer de natureza brownfield]</i> . Em termos geográficos, os investimentos do Fundo terão como alvo primordial <i>[a América do Norte – EUA & Canadá]</i> .
Regras de Diversificação de Carteira	A composição da carteira de investimento do Fundo deverá seguir as seguintes regras, relativamente a exposições máximas: (p) A exposição máxima a investimentos num país da <i>[América do Norte]</i> é de <i>[70]</i> %; (q) A exposição máxima a investimentos num país <i>[...]</i> é de <i>[...]</i>%; (r) A exposição máxima a investimentos em todos os países <i>[não pertencentes à América do Norte]</i> é de <i>[10]</i> %; (s) A exposição máxima a investimentos num determinado

	<p>subsector de infra-estruturas é de [30]%;</p> <p>(t) A exposição máxima a um investimento será em termos absolutos de USD [120] milhões.</p>
Período de Investimento	O período de investimento do Fundo será de [6] anos a contar da Data Final de Fecho.
Política de Distribuição	O produto da alienação de investimentos pelo Fundo deverá ser, depois de suportadas as despesas do Fundo, distribuído aos investidores, com excepção dos casos de Reinvestimento devidamente previstos.
Reinvestimento	Até ao termos do Período de Investimento, todos os montantes recebidos pelo Fundo em resultado da alienação de investimentos, poderão ser reutilizados pela Sociedade Gestora para a concretização de novos investimentos.
Montante de Investimento	Montante final de investimento em múltiplos de USD 1 milhão, com montante mínimo de investimento de USD [5] milhões por investidor.
Modalidade de Utilização de Fundos	<p>O pedido de desembolso de fundos de investidores será efectuado pela Sociedade Gestora, em função das necessidades do Fundos, e até ao final do Período de Investimento.</p> <p>A Sociedade Gestora emitirá, com um pré-aviso mínimo de 8 dias úteis, uma solicitação de desembolso a todos os investidores, na proporção dos seus compromissos de investimento para com o Fundo.</p> <p>Os pedidos de desembolsos serão efectuados em múltiplos de USD 100.000.</p>
Endividamento	O Fundo poderá contratar financiamentos, para além do endividamento assumido pelas suas participadas, até ao valor de [20]% do valor da sua carteira.
Rentabilidade Objectivo	<p>O Fundo tem por objectivo proporcionar aos seus investidores um rentabilidade objectivo entre [11]% a [13]% ao ano, apurada [depois] de pagamento de Comissão de Gestão e outras despesas imputáveis ao Fundo.</p> <p>Idealmente, o Fundo terá por objectivo proporcionar também aos seus investidores um <i>cash yield</i> anual entre [3]% a [7]%.</p>
Comissão de Gestão	<p>O Fundo pagará à Sociedade Gestora uma comissão de gestão anual de [1,50]%, que incidirá sobre [o valor de compromissos de investimento assumidos pelos investidores do Fundo durante o Período de Investimento e sobre o valor nominal da carteira findo o Período de Investimento].</p> <p>A Comissão de Gestão será paga trimestralmente.</p>

Hurdle Rate	[8,00]% ao ano.
Carried Interest	<p>O Fundo pagará à Sociedade Gestora uma comissão de sucesso equivalente a [20,00]% da sua rentabilidade anual, apurada em função da sua rentabilidade.</p> <p>A distribuição do produto da rentabilidade seguirá o seguinte princípio:</p> <ul style="list-style-type: none"> (d) Distribuição para os investidores do produto da rentabilidade até à <i>Hurdle Rate</i> (o “<i>preferred return</i>”); (e) Distribuição do produto da rentabilidade, compreendida entre a <i>Hurdle Rate</i> e o valor de [10,00]% ao ano, para a Sociedade Gestora; (f) Distribuição do produto da rentabilidade marginal (rentabilidade superior a [10,00]% ao ano) entre os investidores e a Sociedade Gestora numa base [80%]/[20]% respectivamente. <p>Caso no momento da liquidação final do Fundo seja apurado que os investidores não receberam o <i>preferred return</i>, então a Sociedade Gestora deverá devolver os montantes recebidos como <i>carried interest</i> até o <i>preferred return</i> dos investidores ser pago.</p> <p>[50]% dos montantes pagos a título de <i>carried interest</i> à Sociedade Gestora deverão ser depositados numa <i>escrow account</i>. Estes montantes só poderão ser utilizados pela Sociedade Gestora no momento da liquidação final do fundo, e no caso de não serem devidos aos investidores nos termos do parágrafo anterior.</p>
Imputação de Despesas	<p>As despesas de constituição serão suportadas pelo [Fundo].</p> <p>Todas as despesas relacionadas com o processo de investimento estarão a cargo da [Sociedade Gestora, excepto para oportunidades de investimento que venham a ser concretizadas].</p>
Corporate Governance	<p>Caberá à Sociedade Gestora, no âmbito das suas regras internas de governança corporativa, a tomada de decisão relativamente à [gestão do Fundo, incluindo decisões sobre investimento, desinvestimento e gestão de participações].</p> <p>O Fundo terá um Comité de Investimentos, o qual será constituído pelos [membros partners da equipa de gestão e por dois membros independentes, a nomear pela equipa de gestão e sujeito a aprovação do Comité de Investidores], e que deve decidir por [maioria qualificada de 80%].</p> <p>O Fundo terá um Comité de Investidores, no qual estarão representados todos os Investidores Qualificados. Caberá ao Comité de Investidores [a análise e acompanhamento do trabalho desenvolvido pela Sociedade Gestora, assim como a tomada de decisão sobre aspectos contrários ao previsto no regulamento do Fundo. Poderá ainda o Comité de</p>

	Investidores apreciar sobre quaisquer aspectos que lhe tenham sido remetidos para decisão, de forma discricionária, pela Sociedade Gestora].
Investidores Qualificados	<p>Todos os investidores cujo compromisso de investimento seja superior a USD [80] milhões.</p> <p>Os Investidores Qualificados terão [direito de preferência na prestação de serviços ao Fundo, nos casos em que o Fundo venha a necessitar de serviços disponibilizados por esses investidores ou empresas relacionadas].</p> <p>Os Investidores Qualificados terão ainda direito a [ser co-investidores com o Fundo, nos casos em que o Fundo não tenha capacidade para concretizar com os seus próprios meios uma oportunidade de investimento].</p>
Equipa de Gestão	<p>A Sociedade Gestora disponibilizará, em exclusividade, uma equipa com comprovada experiência e competência para a gestão do Fundo. A equipa será liderada por [3] Partners, incluindo ainda [5] Directores e [12] elementos de <i>staff</i>.</p> <p>Os Partners serão Philippe van Leuven, Jonathan Bennett [e Soledad Hierro], ambos os elementos com vasta carreira em banca de investimento e comprovada experiência em infra-estruturas.</p>
Key Man Provisions	No caso de um dos Partners abandonar a Equipa de Gestão, o Comité de Investidores poderá aprovar, por maioria [simples], a dissolução do Fundo e a sua liquidação antecipada, cessando também, e a partir desse momento, todos os compromissos assumidos com a Sociedade Gestora.
Co-investimento equipa de gestão	A equipa de gestão investirá USD [3 milhões] no Fundo, devendo o investimento dos profissionais abrangidos pela “ <i>key man provision</i> ” representar pelo menos 75% desse montante.
Placement Agent	[Guntelar & Partners]
Banco Depositário	Smith Jefferson
Consultor legal	Hijj & Partners
Audidores	WFPR

ANEXO NP7

Modelo Financeiro – sugestão de preenchimento

Anexo incluído para efeitos ilustrativos, tendo o documento original em Microsoft Excel sido copiado no CD que acompanha a presente Tese.



SUGESTÃO DE PREENCHIMENTO DE MODELO FINANCEIRO - ANEXO NP7
NOTAS INTRODUTÓRIAS

I.
Este modelo foi desenvolvido com o objetivo de apoiar a resolução do Caso "ApiA Infra I: Competir no Mercado de Fundraising" - Miguel Raposo Alves - ISCTE Business School 2011.

II.
O modelo financeiro deve ser manipulado pelos utilizadores através da alteração das células sombreadas e azul, não sendo necessário qualquer procedimento de modelação adicional.

III.
As opções selecionadas pelos utilizadores devem estar harmonizadas com os termos e condições propostos na Ficheira Técnica 2011.
Não obstante, algumas derivações nos termos e condições e propor na Ficheira Técnica 2011 poderão não ser enquadráveis no presente modelo financeiro, que tem por objetivo uma aproximação sumária e indicativa a um estudo de viabilidade para o ApiA Infra I. Nesse caso deverá o utilizador efectuar referências na resolução escrita de tal limitação do modelo financeiro, indicando a opção que nos termos e condições da Ficheira Técnica 2011 não foi contemplada no modelo financeiro. Alguns exemplos são:

(1) o modelo financeiro não admite o endividamento do fundo;

(2) o modelo financeiro não admite um prazo para o fundo superior a 18 anos ou um fundo aberto, uma vez que se considera não ser esse o retorno mais adequado para os fundos analisados no presente Caso.

IV.
O modelo financeiro tem por objetivo uma análise de viabilidade sumária e indicativa para o ApiA Infra I, e foi desenvolvido numa lógica de cash flow, por se considerar o mesmo o adequado para os objetivos assumidos. Não se salienta que não é objetivo do Caso enquadrar e estruturar o ApiA Infra I numa jurisdição em particular, pelo que não se consideram quaisquer critérios contabilísticos e fiscais específicos, do que decorre também a impossibilidade de preparar e apresentar as demonstrações financeiras "Balanco" e "Demonstração de Resultados". O fluxo de cash flow não segue também qualquer normativo oficial.

V.
Na folha "02. Controla" encontram-se disponíveis para preenchimento diversos campos. Na secção "Pressupostos de Investimento" encontram-se disponíveis campos relativos a (1) Tipo, (2) Maturidade e (3) Montante Ref Ano 0, os quais devem ser preenchidos tendo em consideração o seguinte:

(1) Tipo: foram definidos 4 tipos de projectos (padrão) para alimentar o modelo financeiro, sendo uma combinação entre dois tipos de zonas geográficas ("X" e "Y") e duas famílias de infra-estruturas ("1" e "2"). As duas zonas geográficas representam dois perfis de risco distintos (uma mais intenso que o outro), o mesmo se verificando para as duas famílias de infra-estruturas. As rentabilidades subjacentes estão em linha com o perfil de risco de cada projecto, sendo que detalha dos 4 tipos de projectos, incluindo taxas de rentabilidade implícitas, na folha "04-Aux. Projectos":

- Projecto Tipo 1: Região "X" (risco inferior) e Indústria "1" (risco inferior)
- Projecto Tipo 2: Região "X" (risco inferior) e Indústria "2" (risco superior)
- Projecto Tipo 3: Região "Y" (risco superior) e Indústria "1" (risco inferior)
- Projecto Tipo 4: Região "Y" (risco superior) e Indústria "2" (risco superior)

(2) Maturidade: está relacionada com o momento de vida do projecto em que o fundo ApiA Infra I efectua o seu investimento, sendo que foram modelizados fundos com horizonte temporal de 30 anos, conforme visível na folha "04-Aux. Projectos". Em função do momento de vida do projecto no qual é feita a entrada, o ApiA Infra I irá assumir risco Brownfield, Early Brownfield ou Greenfield. Para além do tipo de projecto e rentabilidade subjacente ao investimento depende também deste factor, uma vez que o perfil de risco dos projectos se vai reduzindo com a maturação dos diversos riscos.

(3) Montante Ref Ano 0: é o montante total de investimento alocado a um projecto no caso de entrada no momento 0 de sua vida. Para os investimentos cuja entrada se verifique num momento posterior irá esse montante ser ajustado em função da valorização de equity verificada entre o momento 0 e o momento de da vida do projecto no qual o investimento é efectuado, assumindo assim o modelo um montante de investimento superior à referência "montante ref ano 0".

PRESSUPOSTOS DE DESINVESTIMENTO

Momento Desinvestimento (se pode ocorrer em final período fundo)

		6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Investimento 1	11							1				OK - desinvestimento
Investimento 2	11								1			OK
Investimento 3	11									1		OK
Investimento 4	11							1	1			OK
Investimento 5	14										1	OK
Investimento 6	12									1		OK
Investimento 7	12								1			OK
Investimento 8	11							1				OK
Investimento 9	10								1			OK
Investimento 10	13										1	OK
Investimento 11	11									1		OK
Investimento 12	11								1			OK
Investimento 13	12									1		OK
Investimento 14	12										1	OK
Investimento 15	10									1		OK
Investimento 16	0											OK
Investimento 17	0											OK
Investimento 18	0											OK
Investimento 19	0											OK
Investimento 20	0											OK
Check - saída	OK											(se ERD porque modo de uma sig por desinvestimento)
se ERD porque número de desinvestimentos é diferente de número de investimentos												
Check - período investimento		OK										
se ERD porque investimento fora do prazo de desinvestimento												

MODELO FINANCEIRO

PROJEÇÕES DE CASH FLOW

Apia
Capital Partners

(Montantes em EUR mil, exceto quando indicado o contrário)

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Cash flow atividades de investimento																
Por investimento	(TM)															
Investimento 1	11,74%	-41.189	1.547	1.547	1.547	1.547	1.547	1.547	-4.541	-4.541	6.188	6.188	6.281	78.803	0	0
Investimento 2	12,26%	0	-40.193	0	545	545	545	2.727	2.727	2.727	2.727	2.727	2.727	8.182	137.190	0
Investimento 3	14,51%	0	-18.000	-18.000	-18.000	0	0	0	1.091	1.091	1.091	1.091	5.455	5.455	210.855	0
Investimento 4	15,45%	-13.500	-18.000	-13.500	0	0	0	925	925	925	4.973	4.973	4.973	172.956	0	0
Investimento 5	19,14%	-57.114	0	0	818	818	818	4.091	4.091	4.091	4.091	4.091	11.273	11.273	18.554	218.294
Investimento 6	16,15%	0	-15.000	-15.000	-15.000	0	0	0	1.105	1.105	1.105	5.515	5.515	5.515	208.555	0
Investimento 7	10,52%	-10.833	3.455	3.455	3.455	10.554	10.554	18.818	18.818	10.717	10.717	10.717	10.717	174.056	0	0
Investimento 8	14,04%	-47.941	-19.500	0	0	0	1.182	1.182	1.182	5.909	5.909	5.909	245.943	0	0	0
Investimento 9	11,74%	0	0	-50.015	1.879	1.879	1.879	1.879	1.879	5.535	5.535	7.514	7.514	95.088	0	0
Investimento 10	11,87%	0	-19.539	0	327	327	327	1.636	1.636	1.636	1.636	1.636	4.909	4.909	5.545	87.316
Investimento 11	14,51%	0	0	-9.000	-11.000	-9.000	0	0	0	545	545	545	2.727	2.727	105.432	0
Investimento 12	10,52%	0	-19.539	909	909	909	2.727	2.727	5.535	5.535	5.455	5.455	47.820	0	0	0
Investimento 13	16,25%	0	-7.500	0	0	0	0	0	553	553	553	2.753	2.753	2.753	104.281	0
Investimento 14	19,25%	0	0	-42.474	442	442	2.210	2.210	2.210	2.210	2.210	5.530	5.530	8.940	8.940	119.765
Investimento 15	12,12%	0	0	0	-16.411	0	182	182	182	909	909	909	909	44.104	0	0
Investimento 16	0,02%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investimento 17	0,02%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investimento 18	0,02%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investimento 19	0,02%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Investimento 20	0,02%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Por natureza																
Investimento		-280.578	-185.365	-158.982	-61.411	-9.000	0	0	0	0	0	0	0	477.338	615.510	448.541
Desinvestimento		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	383.193
Dividendos		0	5.002	5.911	9.922	16.831	19.953	35.088	38.835	57.958	61.935	84.141	103.231	89.035	45.491	35.159
Total cash flow atividades de investimento (1)	11,19%	-280.578	-180.364	-153.070	-51.489	7.831	18.953	35.088	38.835	57.958	61.935	84.141	580.570	704.045	494.133	418.582
Cash flow operacional																
Despesa constituição		-1.025	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Despesa de investimento		-2.807	-1.854	-1.590	-514	-90	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Despesa de gestão		-2.565	-4.518	-5.500	-5.071	-5.223	-5.378	-5.498	-3.777	-2.373	-1.280	-1.312	-1.345	-1.379	-1.413	-1.448
Despesa de desinvestimento		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Comissão de gestão		-11.150	-11.150	-11.150	-11.150	-11.150	-11.150	-10.447	-10.447	-10.447	-10.447	-10.447	-9.294	-8.800	-7.918	-6.959
Total cash flow operacional (2)		-17.547	-17.522	-18.440	-17.935	-17.565	-17.628	-15.915	-14.224	-12.819	-11.727	-11.759	-15.413	-15.354	-8.617	-8.249
CASH FLOW ANTES DE FINANCIAMENTO (3)=(1)+(2)	11,19%	-298.125	-197.886	-171.510	-69.424	-9.733	1.324	20.173	24.611	45.139	50.210	72.382	565.157	588.691	485.516	410.333

MODELO FINANCEIRO
PROJEÇÕES DE CASH FLOW



(Montantes em EUR mil, exceto quando indicado o contrário)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Cash flow financiamento															
Aumento de capital de investidores (equity)	198.922	198.995	171.518	89.424	9.732	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Redução de capital & Dividendos - preferred return	0	0	0	0	0	-2.354	-20.179	-24.612	-45.139	-50.210	-72.982	-85.137	-89.129	-172.129	0
Carried interest - catch up	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-19.325	25.110
Dividendos - pos catch up	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-24.522
Carried interest - pos catch up	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-23.581
Total cash flow financiamento (4)	198.922	198.995	171.518	89.424	9.732	-2.354	-20.179	-24.612	-45.139	-50.210	-72.982	-85.137	-89.129	-185.516	-113.113
TOTAL CASH FLOW (3+4)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

ANEXO NP8

Apresentação a investidores – sugestão de preenchimento

Anexo incluído para efeitos ilustrativos, tendo o documento original em Microsoft Powerpoint sido copiado no CD que acompanha a presente Tese.



Sumário Executivo

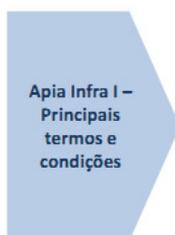


- A América do Norte (EUA & Canadá) continuam a ser a zona do globo com a maior economia, e pese embora se debater com desafios estruturais, continua a demonstrar uma notável dinâmica económica e empresarial
- A falta de investimento público em infra-estruturas têm contribuído para um deficit de investimento no sector, que já começou a ser abordado no Canadá na última década e é agora uma prioridade para os EUA
- Em ambos os países a adopção de estruturas de PPP para o desenvolvimento de novos projectos tem sido um dos mecanismos de desenvolvimento privilegiados
- As duas economias incluem por conseguinte um conjunto vasto de oportunidades de investimento em diversos sectores de infra-estruturas para a próxima década, quer de natureza *greenfield* quer de natureza *brownfield*



- O sector de infra-estruturas, que tradicionalmente inclui transportes, energia, telecoms, água e saneamento e infra-estruturas sociais, tem vindo a ser progressivamente aberto à iniciativa privada um pouco por todo o mundo
- Os projectos nesta indústria possuem características que os tornam muito apelativos, em concreto a protecção a risco/volatilidade, protecção contra inflação e capacidade de geração de *cash flows* constantes e de longo prazo, sendo ainda a relação rentabilidade-risco muito competitiva face a outras alternativas de investimento
- A confirmação das elevadas necessidades mundiais de investimento no sector criam espaço para a implementação de instrumentos de investimento especializados, estruturados e geridos de forma profissional

Sumário Executivo

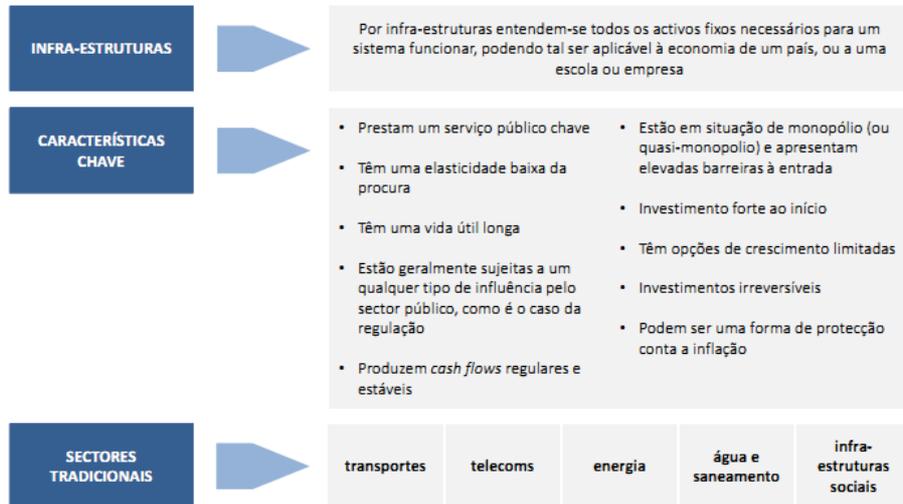


- O Apia Infra I é um fundo a 15 anos, especializado no investimento em infra-estruturas para a América do Norte
- Tendo por objectivo investir em projectos *greenfield* e *brownfield*, o fundo tem uma rentabilidade objectivo entre 11,00% e 13,00%, líquida de *fees*
- A dimensão objectivo do fundo é de USD 750 milhões
- O primeiro *closing* está previsto para Julho de 2011
- A equipa de gestão do Apia Infra I já tem identificado um pipeline prospectivo de investimento no valor total de cerca de USD 1.000 milhões, alguns deles já comprometidos (sujeito a colocação do fundo) ou em fase final de *due diligence*



- A Apia Capital Partners é sociedade independente de gestão de fundos de infra-estruturas, com sede em Nova Iorque, EUA
- Fundada por profissionais com comprovada experiência no sector de infra-estruturas, encontra-se neste momento em processo de colocação do Apia Infra I
- A equipa de gestão do Apia Infra I possui elevada experiência em todas as fases de investimento em infra-estruturas, incluindo identificação e concretização de investimentos, gestão e venda de participadas
- A equipa possui profissionais com *track record* em banca de investimento mas também em empresas de infra-estruturas
- Os fortes contactos dos nossos profissionais no sector garantem um acesso directo a um pipeline de investimento, nos diversos subsectores de infra-estruturas

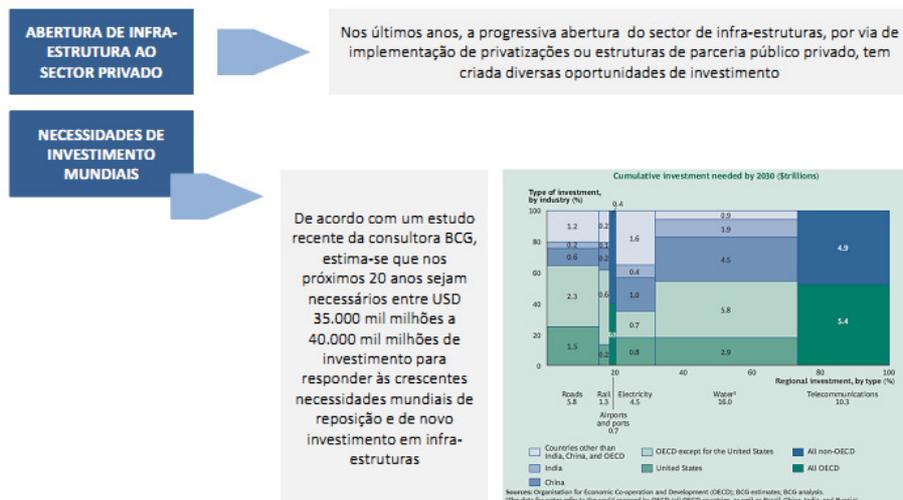
A oportunidade de investimento



Apia Infra I | Apresentação a Investidores | Abril 2011

4

A oportunidade de investimento



Apia Infra I | Apresentação a Investidores | Abril 2011

5

A oportunidade de investimento



AMÉRICA DO NORTE (EUA & CANADA)

- Esta região continua, por força da contribuição dos EUA (1ª economia mundial em PIB 2010, fonte FMI) e do Canadá (9ª maior economia mundial em PIB 2010, fonte FMI), a ser a zona do globo que produz mais riqueza
- Pese embora se debater com desafios estruturais e ameaças à sua hegemonia económica, ambas as economias continuam a demonstrar uma notável dinâmica económica e empresarial
- As autoridades norte-americanas, quer a nível federal quer a nível estatal, têm reduzido drasticamente o investimento público em infra-estruturas nos últimos 30 anos, o que contribui para as elevadas necessidades de investimento no sector
- Os EUA, que tradicionalmente utilizavam o modelo de privatizações para envolver o sector privado no sector de infra-estruturas, têm vindo a aumentar progressivamente a adopção de estruturas de PPP para o desenvolvimento de novos projectos, estando a alastrar-se essa tendência aos diversos estados
- Por contraposição, o Canadá é um *early adopter* de estruturas de PPP para o desenvolvimento de projectos de infra-estruturas, que teve na última década uma política activa de modernização das suas infra-estruturas, e que pretende seja continuada
- As duas economias incluem por conseguinte um conjunto vasto de oportunidades de investimento em diversos sectores de infra-estruturas para a próxima década, quer de natureza *greenfield* quer de natureza *brownfield*

Apia Infra I | Apresentação a Investidores | Abril 2011

6

Prospective pipeline



PROJECTOS IDENTIFICADOS E EM ESTADO AVANÇADO DE ANÁLISE	País & Tipo	Sector	Fase negociações	Valor investimento Apia Infra I (USD milhões)	% Participação Apia Infra I
Project Alice	EUA Brownfield	Porto	Due Diligence	41	30,00%
Project Velstop	Canadá Early Brownfield	Hospital	Submetida oferta indicativa	49	100,00%
Project Reagan	Canadá Greenfield	Estradas	Análise preliminar	60	30,00%
Project Istambul	EUA Greenfield	Energia eólica	Análise preliminar	45	55,00%

Apia Infra I | Apresentação a Investidores | Abril 2011

7

Prospective pipeline



PROJECTOS IDENTIFICADOS E EM ESTADO AVANÇADO DE ANÁLISE	País & Tipo	Sector	Fase negociações	Valor investimento Apia Infra I (USD milhões)	% Participação Apia Infra I
Project Gold	EUA Early brownfield	Ferrovias Ligeiras	Submetida oferta indicativa	57	40,00%
Project Aster	EUA Greenfield	Estradas (Túnel)	Análise preliminar	90	25,50%
Project Benfica	Canadá Brownfield	Rede transmissão eléctrica	Due diligence	120	25,00%
Project Stallone	EUA Greenfield	Rede abastecimento de água	Assinado acordo de princípio	67	45,00%

Apia Infra I | Apresentação a Investidores | Abril 2011

8

Principais termos e condições do Apia Infra I



ASEPECTOS CHAVE		PRINCIPAIS TERMOS E CONDIÇÕES	
TIR Objectivo (net of fees)	11,00% - 13,00%	Prazo	15 anos
Âmbito Regional	América do Norte (EUA & Canadá)	Comissão de gestão	1,50%
Âmbito Industrial	Todos os subsectores de infra-estruturas	Carried interest	80% / 20% (com catch up)
Âmbito Maturidade	Greenfield & Brownfield	Hurdle rate	8,00%
Dimensão	USD 750 milhões	Limite de endividamento	20% valor carteira
Prazo primeiro closing	Julho de 2011	Aborting costs	0% (fundo) / 100% (soc. gestora)

Apia Infra I | Apresentação a Investidores | Abril 2011

9

Corporate Governance



Comissão Executiva	Comité de Investimento	Comité de Investidores
Equipa de gestão (3)	Equipa de gestão (3) + Representantes externos (2)	Investidores qualificados
Maioria simples; Decisões sobre gestão do fundo e participadas	Maioria qualificada >80%; Decisões sobre investimento	Maioria simples; acompanhamento gestão e alteração de estatutos

Corporate governance de acordo com as *best practices* internacionais, garantindo independência e alinhamento de interesses para os investidores

Quem somos



APIA CAPITAL PARTNERS

- A Apia Capital Partners é sociedade independente de gestão de fundos de infra-estruturas, com sede em Nova Iorque, EUA
- Fundada por profissionais com comprava experiência no sector de infra-estruturas, encontra-se neste em processo de colocação do Apia Infra I
- A equipa de gestão do Apia Infra I possui elevada experiência em todas as fases de investimento em infra-estruturas, incluindo identificação e concretização de investimentos, gestão e venda de participadas
- A equipa possui profissionais com *track record* em banca de investimento mas também em empresas operadoras de infra-estruturas
- Os fortes contactos dos nossos profissionais no sector garantem um acesso directo a um pipeline de investimento, nos diversos subsectores de infra-estruturas



Quem somos



A EQUIPA



Jonathan BENNETT, Partner, 26 anos de experiência

- Jonathan foi um dos fundadores da unidade de fundos de infra-estruturas do Guyt Bank, tendo sido durante oito anos o director responsável do fundo de infra-estruturas S3W, o qual acompanhou até à fase final da sua liquidação
- Antes desempenhou diversos cargos em private equity, em Nova Iorque e São Paulo
- Licenciado em Relações Internacionais, é fluente em inglês, espanhol e português



Philippe VAN LEUVEN, Partner, 18 anos de experiência

- Philippe foi durante os últimos seis anos o responsável da área de financiamento da JW Smith & Sons
- Antes tinha ocupado diversas posições na área de banca de investimento, em Londres, Nova Iorque e Hong Kong
- Licenciado em Matemática e Msc Finanças, é fluente em inglês, holandês, francês e alemão



Soledad HIERRO, Partner, 25 anos de experiência

- A Soledad foi, até se juntar à Apial Capital Partners, a CEO da área de PPP e Concessões da Foch, um dos líderes mundiais no sector de construção e infra-estruturas
- Fez quase toda a sua carreira profissional na González Construcciones, onde chegou membro da administração em 1999
- Licenciada em Engenharia Civil e MBA, é fluente em espanhol e inglês

Referências

Monografias (livros):

Brown, A.C, J. Stern, B. Tenenbaum, e D. Gencer (2006), *Evaluating Infrastructure Regulatory Systems*, The World Bank, Washington

Esty, B.C. (2004), *Modern Project Finance*, John Wiley & Sons, New Jersey

Feibel, B.J. (2003), *Investment performance measurement*, John Wiley & Sons, New Jersey

Fraser-Sampson, G. (2011), *Alternative Assets – Investment for a Post-Crisis World*, John Wiley & Sons, West Sussex

Gómez-Ibáñez, J.A. (2003), *Regulating Infrastructure: Monopoly, Contracts and Discretion*, Harvard University Press, Cambridge (Massachusetts)

Grabenwarter, U. e T. Weidig (2005), *Exposed to the J-Curve, Understanding and Managing Private Equity Fund Investments*, Euromoney Books, London

Griggs, N. (2010), *Infrastructure Finance: the Business of Infrastructure for a Sustainable Future*, John Wiley & Sons, New Jersey

Hughes, D. (2002), *Asset Management – In Theory and Practice*, Financial World Publishing, Kent

Russel, R. (2006), *An Introduction to Fund Management*, Security & Investment Institute e John Wiley & Sons, West Sussex

Sawant, R.J. (2010), *Infrastructure Investing: Managing Risks and Rewards for Pensions, Insurance Companies and Endowments*, John Wiley & Sons, New Jersey

SJ Berwin LLP (2009), *The definite guide to Infrastructure Fundraising*, PEI Media Ltd, London

Weber, B. e H.W. Alfen (2010), *Infrastructure as an Asset Class: Investments Strategies, Project Finance and PPP*, John Wiley & Sons, West Sussex

Yescombe, E.R. (2002), *Principles of Project Finance*, Academic Press, San Diego

Working papers:

Campbell Lutyens (2009), *Investing in Infrastructure*, PEI Media Ltd, London

Mahmudova, M., G. Sharma e Y. Rey (2011), *Global Infrastructure Finance Review 2010*, Infrastructure Journal, London

Preqin (2011), *2011 Preqin Global Infrastructure*, Preqin, London

Imprensa:

IJ Online (2008), *A Different World*, IJ Online, 18 de Setembro de 2008

KPMG (2010), *Insight – the Global Infrastructure Magazine*, KPMG, Novembro de 2010

Referências não publicadas retiradas da internet:

Airoldi, M., L. Biscarini, e V. Saracino (2010), *The Global Infrastructure Challenge*, The Boston Consulting Group
www.bcg.com

BBC (2009), *Timeline: Credit crunch to downturn*, BBC
<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7521250.stm>

Cambridge Dictionary (2011), *Definition of infrastructure*, Cambridge Dictionary
<http://dictionary.cambridge.org/dictionary/british/infrastructure>

Deloitte (2011), *The fork in the road ahead: an in-depth analysis of the current infrastructure funds market*, Deloitte
http://www.deloitte.com/view/en_GB/uk/industries/eiu/infrastructure/ebff8bf70e60f210VgnVCM2000001b56f00aRCRD.htm

Infrastructure Investor (2011), *Infrastructure Investor – About us*, Infrastructure Investor
<http://www.infrastructureinvestor.com/Pages.aspx?pageID=1759>

Mckinsey & Company (2010), *The Asset Management Industry in 2010*, Mckinsey & Company
www.mckinsey.com

Mckinsey & Company (2010), *The Asset Management Industry: Now it's about picking your spots*, Mckinsey & Company
www.mckinsey.com

OCDE (2007), *Infrastructure to 2030 – Volume 2: Mapping policy for electricity, water and transport*, OCDE
http://www.oecd.org/document/49/0,3746,en_2649_36240452_38429809_1_1_1_1,00.html

Roxburgh, C., S. Lund, T. Wimmer, E. Amar, C. Atkins, J.H. Kwek, R. Dobbs e J. Manyika (2010), *Debt and Deleveraging: the Global Credit Bubble and its Economic Consequences*, Mckinsey Global Institute
http://www.mckinsey.com/mgi/publications/debt_and_deleveraging/index.asp

The Boston Consulting Group (2010), *Global Asset Management Report 2010*, The Boston Consulting Group
www.bcg.com

The Boston Consulting Group (2008 a 2010), *The Collateral Damage Reports*, The Boston Consulting Group
www.bcg.com

The Economist (2010), *A Special Report on Debt: in a Hole*, The Economist
http://www.economist.com/node/16397098?story_id=16397098

The Economist (2010), *A Special Report on the World Economy: the Cost of Repair*, The Economist
http://www.economist.com/node/17173933?story_id=17173933

Towers Watson (2010), *The World's 500 Largest Asset Managers*, Towers Watson
<http://www.towerswatson.com/hong-kong/research/2942>

Instituto de Seguros de Portugal (2007), *Regime Prudencial dos Fundos de Pensões em Portugal - Norma Regulamentar n.9/2007-R, de 28 de Junho*, Instituto de Seguros de Portugal
<http://www.isp.pt/NR/exeres/FA4599CC-D03D-4ED6-AE56-71FF91B7D1D1.htm>