

## INFRAESTRUTURA

## Regulamentação atravessa os trilhos da ALL

Ações caem 35% no ano diante da incerteza sobre impactos do fim do monopólio das concessionárias. Por Marina Falcão, de São Paulo

O fantasma da incerteza vem assombrando os investidores da América Latina Logística (ALL). Enquanto os analistas divergem sobre os efeitos práticos da nova regulamentação do setor ferroviário, aprovada em julho, as ações da empresa apanham na bolsa, com queda de 35% no ano — comparada a uma retração de 16% do índice Bovespa no período. (Veja gráfico ao lado.)

O governo definiu em julho o regime de metas por trechos. Na prática, significa que, em trilhos nos quais as concessionárias estiverem operando com capacidade ociosa, outras empresas poderão atuar. Trata-se do chamado "direito de passagem".

Os clientes que possuírem trens próprios também poderão utilizar dos trilhos, mediante uma remuneração para as concessionárias. Em outras palavras: acabou-se o monopólio.

"Os estrangeiros encaram isso como uma mudança de regras no meio do jogo", aponta Daniel Noronha, da área de análise da XP Investimentos.

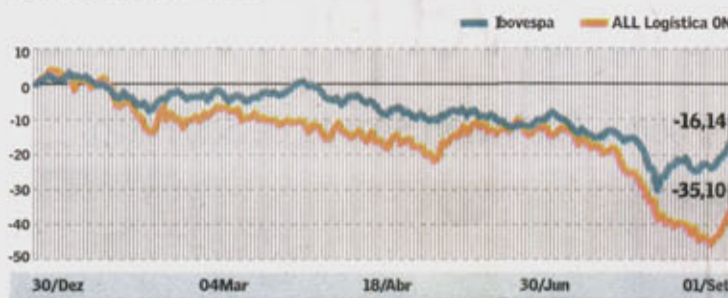
Para Noronha, não há nada no cenário de curto ou médio prazos que impulsione as ações da ALL. "Não há gatilho", resume o analista, que tem recomendação "neutra" para os papéis da companhia.

Alguns analistas temem que, com o acirramento da concorrência, a ALL precise reduzir tarifas. Isso obrigaria a empresa a passar a operar com margens mais comprimidas.

Para o Barclays — que recomenda venda — a sensibilidade das ações da ALL em relação as tarifas praticadas é alta. "Cada

## Ibovespa x ALL Logística

Variações no ano - em %



Fonte: B3/Ibovespa e Economatica. Elaboração: Valor Data

redução de 5% na tarifa por tonelada transportada representa um corte potencial de 2% no preço-alvo do papel da ALL. Um projeto como a Brado [de transporte de contêineres] pode adicionar até R\$ 0,90", informa o relatório do Barclays.

A partir de 2012, a ALL prevê uma folga de caixa, depois de 15 anos investindo tudo o que lucrou.

No ramo de ferrovias, a ALL é ainda uma das empresas que opera com as melhores margens do mundo. "Essa característica que sempre foi um forte da ALL pode estar ameaçada no longo prazo", diz um analista que preferiu não ser identificado.

Para Luciano Campos, do HSBC, a palavra-chave é incerteza. "Da mesma forma que outras empresas poderão usar a malha da ALL, a própria ALL também poderá usar a malha de outras concessionárias. Difícil mensurar os impactos disso", diz.

O pior, no entanto, ainda pode estar por vir: a redução do teto das tarifas nas ferrovias, que mi-

naría a capacidade da ALL de passar aumento de custos.

Em novembro, a Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT) concluirá um estudo sobre a revisão tarifária no setor, a primeira em quinze anos.

No momento, o órgão está fazendo uma nova mensuração das despesas da concessionárias. "Os dados estão desatualizados. Mas ainda não dá para adiantar e haverá redução do teto da tarifa, tampouco em que medida ela seria feita", diz Fábio Coelho Barbosa, da gerência de regulamentação e outorga ferroviária de cargas da ANTT.

Segundo Marina Braga, analista da Rymond James, a ALL oferece preços cerca de 30% abaixo do limite de preços na maior parte dos eus trechos. O grande trunfo da empresa sempre foi praticar um grande desconto em relação modal rodoviário.

"Mas se for aprovada uma redução de teto superior a isso, os impactos nos resultados das ALL seriam imediatos", diz Marina.

## Liderança

Gigante entre as concessionárias

Companhias	Extensão da malha (em Km)
América Latina Logística (ALL)	11.750
Ferrovias Centro Atlântica (FCA)	7.304
Transnordestina Logística	4.207
MRS Logística	1.674
Estrada de Ferro Vitória à Minas (EFVM)	905
Estrada de Ferro do Carajás	892
Ferrovias Norte Sul	570
Ferroeeste	248
Ferrovias Tereza Cristina (FTC)	164

Fonte: ANTT

No entanto, a analista considera que as chances disso ocorrer são remotas. "Uma medida drástica assim poderia intimidar investimentos em infraestrutura em diversos segmentos", diz. Sua recomendação é de compra.

Apesar das diferentes opiniões sobre os efeitos das novas regras no negócio da ALL, os analistas concordam em pelo menos um aspecto: o mau desempenho da companhia na bolsa também reflete os resultados abaixo da expectativa que ela vem apresentando desde o fim de 2009. A alta dependência do setor agrícola, que é muito instável, é apontado como um ponto fraco da ALL.

Num cenário de aguda aversão ao risco, ficar refém do Diário Oficial ou da imprevisibilidade das safras é a última coisa que os investidores querem. Por isso, apesar de terem subido junto com a bolsa na semana, as ações da ALL eram negociadas ontem a apenas 1,6 vez o seu valor patrimonial. Com base ape-

nas nesse indicador, é possível dizer que os papéis estão mais desacreditados hoje do que estiveram no auge da crise financeira — segunda quinzena de outubro de 2008 — quando foram negociados a uma média de 3,8 vezes o seu valor dos livros.

Procurada repetidas vezes pelo Valor, a ALL preferiu não dar entrevista. Por nota enviada por e-mail, a companhia diz apenas que "com as novas resoluções da ANTT, haverá uma oportunidade de explorar novas regiões do país com o modal ferroviário, em um modelo [em que] a concessionária adquire locomotiva e vagões e paga um direito de passagem pelo uso da via permanente à União".

A Agência Nacional dos Transportes Ferroviários (ANTF), entidade que representa as concessionárias informou que "está estudando as alterações em todos os seus aspectos técnicos, operacionais, econômicos e jurídicos". A ANTF também não concedeu entrevista. (Colaborou Fábio Pupo)

## Contexto

O novo marco regulatório das ferrovias foi aprovado em julho pelo governo com objetivo de atualizar um modelo criado há 15 anos, na época em que foi iniciada desestatização do setor, processo que perdurou até 1999.

Como pano de fundo, o marco visa melhorar o atendimento às necessidades dos clientes e reforçar a infraestrutura logística do país mediante um estímulo à competição no segmento. As regras esclarecem direitos e deveres para poder público, companhias e clientes.

Em relação às concessionárias, foram estabelecidas metas de operação a serem cumpridas em cada trecho. Antes, as concessionárias trabalhavam com regime consolidado de metas. Esse sistema poderia "disfarçar" uma operação considerada insuficiente em trechos específicos — em geral, os menos rentáveis para as companhias.

Nas rotas em serem identificadas uma capacidade ociosa, a regulamentação prevê a quebra do monopólio. Significa que, desde que seja apenas "de passagem" — ou seja, o início e o fim do percurso esteja fora do trecho da concessionária —, outras empresas poderão realizar investimentos e explorar os trilhos, obtendo, inclusive, retorno financeiro a partir disso.

Atualmente, a iniciativa privada comanda 11 malhas. A América Latina Logística (ALL) é responsável pela maior extensão, seguida pela Ferrovias Centro Atlântica (FCA), controlada pela Vale, e pela Transnordestina Logística. Segundo dados da Agência Nacional dos Transportes Ferroviários (ANTF), as concessionárias já investiram um total de R\$ 25 bilhões em melhorias da malha ferroviária.

## MERCADO DE CAPITAIS

## Corte na taxa de juro beneficia empresa com dívida elevada

Graziella Valentini e Silvia Fregoni

De São Paulo

Em tempos de desaceleração econômica assumida, a boa notícia que pode melhorar o lucro das companhias é a redução da taxa básica de juros, a Selic, de 12,5% ao ano para 12% ao ano. Devem ser beneficiadas, principalmente, as empresas com elevado endividamento, pela redução no custo financeiro, e as que vendem a prazo. Qualquer corte nas despesas financeiras tem impacto direto no lucro. A novidade também é positiva para os bancos, que podem expandir suas carteiras de crédito.

O BTG Pactual, que divulgou ontem cedo sua carteira recomendada para setembro, já trouxe esse cenário para suas preferências — que foram rapidamente ajustadas após a decisão do Comitê de Política Monetária (COPM) na quarta-feira à noite.

Por conta disso, os analistas Carlos Sequeira, Bruno Miranda e Antonio Junqueira adicionaram às preferências o Itaú Unibanco, a BMF&Bovespa e ainda as companhias PDG, do ramo imobiliário, e também a varejista Magazine Luiza, por conta dos crediários, e a Localiza, que pode elevar a venda de carros usados, com melhores condições de financiamento. Também estão na carteira a mineradora Vale, a construtora MRV, a varejista Lojas Americanas, o banco Bradesco e a empresa de energia MPX.

Recomendada pelo BTG e uma das maiores altas do Ibovespa ontem, a construtora PDG, que subiu 7%, vê dois principais reflexos nos resultados: diminuição do custo da dívida e possibilidade de mais vendas, devido à maior confiança dos clientes na economia. "Um terço da nossa dívida ficou mais barata da noite para o dia, mas ainda mais importante é a tendência de continuidade da queda dos juros", afirma Michel Wurman, vice-presidente da



Michel Wurman, vice-presidente da PDG: dívida mais barata do dia para noite

PDG. Da dívida líquida de R\$ 3,6 bilhões da construtora, R\$ 1,2 bilhão são atrelados aos juros. "É esse cenário mais favorável que se refletiu nas ações."

A bolsa brasileira tem, pelo menos, 15 companhias com a relação entre a dívida líquida e o lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (Ebitda) projetado para este ano superior a 3 vezes.

A BR Properties, empresa de investimento em imóveis comerciais, é uma delas, com um indicador em torno de 3,9 vezes. Pedro Dalto, diretor financeiro e de relações com investidores, mostra otimismo. "O custo financeiro é muito importante para nós, é o principal, e vai cair." Além disso, as futuras captações para aquisição, atividade que é um dos focos da empresa, ficarão mais baratas. "Para as compras, metade dos recursos usados são próprios e metade vem de captações."

A Tele Norte Leste Participações, a mais líquida do grupo de

telefonia Oi, fechou junho com R\$ 24,9 bilhões de dívida bruta e R\$ 8,7 bilhões de caixa. De um lado, o custo da dívida da empresa cai, mas do outro reduz a receita com juros das aplicações. Segundo o balanço da empresa, cerca de 97% da dívida está atrelada a taxa de juros, com custo de 90% do CDI. No segundo trimestre, a companhia teve receita de R\$ 256 milhões com o rendimento das aplicações e despesa de R\$ 524 milhões com o serviço da dívida. Ontem, as ações subiram 0,68%, enquanto as demais empresas de telefonia caíram.

A companhia aérea Gol, uma das mais elevadas relações entre dívida e Ebitda da bolsa brasileira, respondeu ao Valor por escrito que a queda na taxa de juros deve beneficiar tanto a movimentação da economia quanto o custo financeiro. A empresa terminou o segundo trimestre com R\$ 4 bilhões de dívida bruta e R\$ 2 bilhões em caixa. Das responsabilidades, quase 30% são atrelados aos juros.

## AÇÚCAR E ALCOOL

## Justiça tenta sem sucesso bloquear dividendo da Cosan

Zínia Baeta e Denise Carvalho

São Paulo

Por questão de horas, os acionistas da Cosan não deixaram de receber R\$ 200 milhões em dividendos distribuídos pela empresa na quarta-feira. A Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional (PGFN) — órgão que defende causas tributárias da União — obteve na terça-feira à noite uma liminar do Tribunal Regional Federal (TRF) da 3ª região para impedir o pagamento aos acionistas. O motivo da determinação é a cobrança pelo Fisco de uma dívida de R\$ 3,8 milhões, que seria garantida pelo bloqueio de dividendos. Apesar da estratégia, a Fazenda não conseguiu receber o dinheiro. Na manhã de quarta, quando a ordem de penhora chegou ao banco onde estava depositado o montante, os dividendos já haviam sido distribuídos.

A PGFN afirma que a liminar foi concedida por volta das 20 horas de quarta-feira e que o banco foi comunicado da decisão no dia seguinte em torno das 11 horas. A "demora", que frustrou as expectativas do órgão, teria ocorrido porque, apesar de, a liminar ser do TRF, a comunicação foi feita pela primeira instância, em cumprimento aos trâmites processuais do caso — o que leva mais tempo do que se a ordem fosse dada diretamente pelo tribunal.

A dívida de R\$ 3,8 milhões cobrada da Cosan refere-se a tributos como o PIS, Cofins e Imposto de Renda. Por meio de duas ações de execução fiscal a Fazenda cobra da empresa esses tributos. A discussão judicial está no início e, por isso, é necessário que a empresa ofereça uma garantia — que pode ser dinheiro, carta fiança ou outros bens — para poder contestar a cobrança.

O pedido de bloqueio da Fazenda ocorreu porque a PGFN não concordou com os bens oferecidos pela empresa em garantia do débito. A Cosan, após outros bens oferecidos, apresentou uma carta de fiança que foi aceita pela

primeira instância. A procuradoria não aceitou a carta e recorreu ao TRF, pedindo o bloqueio dos dividendos que seriam distribuídos. O tribunal concedeu duas liminares, uma para bloquear na conta o montante da dívida de uma das execuções fiscais e a outra determinando o bloqueio do pagamento dos dividendos.

Segundo a Fazenda, a preferência de pagamento é sempre em dinheiro, o que seria garantido pela Lei de Execuções Fiscais e pela jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça (STJ). A PGFN afirma que ainda estuda quais medidas processuais tomará no caso.

O valor dos dois processos movidos pela Fazenda Nacional somava R\$ 62 milhões contra a Cosan. Como a companhia aderiu ao Programa de Recuperação Fiscal (Refis) recentemente, a cobrança foi reduzida a R\$ 3,8 milhões.

Os R\$ 200 milhões pagos aos acionistas correspondem a R\$ 0,49 por ação e são referentes ao exercício social da empresa encerrado em março de 2011. O valor foi aprovado na assembleia de acionistas, dia 29 de julho. A data de pagamento foi definida na reunião do conselho de administração, realizada em 12 de agosto.

A Cosan informou, por meio da assessoria de imprensa, que não foi notificada sobre a decisão judicial. Em nota, a empresa diz que "todas as suas execuções fiscais estão devidamente garantidas por cartas de fiança bancária".

O pedido de bloqueio da distribuição de dividendos da Cosan não é um caso isolado. Desde 2007, a PGFN adota essa estratégia e monitora as sociedades anônimas, a partir do chamado grupo de acompanhamento dos grandes devedores da União. A Fazenda entende que os valores não podem ser distribuídos se a empresa possui dívidas que não estão garantidas. Companhias como Vale, CSN e Telemar já tiveram valores de dividendos penhorados.

## VAREJO

## Pague Menos inicia processo para oferta

Denise Carvalho

De São Paulo

A rede de farmácias cearense Pague Menos deu início ao processo de oferta pública inicial de ações. Ontem, a companhia protocolou na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) o pedido de registro de companhia aberta, a primeira obrigação a ser seguida pelas empresas que pretendem colocar ações em circulação na bolsa.

Segundo o empresário e dono da rede, Francisco Deusmar Queiroz, não há previsão de entrega da documentação para iniciar o processo de emissão de ações. Mas já está definido que a Pague Menos vai aderir ao Novo Mercado, segmento da bolsa em que as empresas têm nível diferenciado de governança corporativa.

No Novo Mercado, as companhias possuem apenas uma classe de ações, as ordinárias (que dão direito a voto), pelo menos 25% de papéis em circulação e preveem prêmio de controle ("tag along") de 100%.

"Não há mais espaço para lançamentos de ações de empresas em que os investidores não tenham os mesmos direitos que os controladores", diz Deusmar. "As chances de atrair os investidores são maiores quando a empresa não lança as ações preferenciais (sem direito a voto)", diz.

Para Deusmar, o mercado ainda não está propício para abertura de capital das empresas. Mas ele afirma que "quer estar preparado para quando a situação melhorar".

Em entrevista ao Valor em março deste ano, o empresário afirmou que tinha decidido antecipar a abertura de capital de 2012 para o terceiro trimestre deste ano, entre os meses de outubro e novembro. Essa antecipação ocorreu porque as negociações com fundos de participação não avançaram. Em 2010, a Pague Menos faturou R\$ 2,23 bilhões, com cerca de 400 lojas. A empresa espera encerrar o ano com 480 unidades.