



## FINANCIAMENTO A INFRAESTRUTURA DE TRANSPORTES NO BRASIL: OS ENTRAVES QUE DIFICULTAM O INVESTIMENTO DAS EFPCs

Flávio Abdalla Lage<sup>1</sup>, Claudio Tavares de Alencar<sup>2</sup>, João da Rocha-Lima Junior<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Programa de Pós-Graduação da Escola Politécnica da USP, Av. Prof. Almeida Prado, Trav. 2, nº 83, Cidade Universitária, 05508-900, São Paulo - SP, Brasil; flavioabdalla@hotmail.com;

<sup>2</sup> Prof. Dr. do Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da USP, Av. Prof. Almeida Prado, Trav.2, nº 83, Cidade Universitária, 05508-900, São Paulo - SP, Brasil; claudio.alencar@poli.usp.br;

<sup>3</sup> Prof. Dr. do Núcleo de Real Estate da Escola Politécnica da USP, Av. Prof. Almeida Prado, Trav.2, nº 83, Cidade Universitária, 05508-900, São Paulo - SP, Brasil; rocha.lima@poli.usp.br;

### RESUMO

A infraestrutura de transportes do Brasil apresenta segundo o Relatório de Competitividade Global 2013-2014, elaborado pelo Fórum Econômico Mundial, uma das piores situações do mundo, posição 114 de 148 países. Tal situação é diretamente impactada pela grave restrição fiscal sob gastos discricionários, em outras palavras, investimentos públicos, que o país enfrenta. Dessa maneira, a administração pública praticamente fica impossibilitada de contratar diretamente serviços e obras que expandam a malha de infraestrutura e garanta um aumento da competitividade da indústria nacional. Atualmente, os investimentos públicos totais situam-se abaixo de 2% do PIB brasileiro. Nesse sentido, alguns cálculos de economistas sugerem investimentos mínimos da ordem de 3% do PIB para que haja reposição da depreciação do capital fixo per capita sem, portanto, garantir a expansão do setor. Assim, a promoção da expansão da infraestrutura de transporte no país passará necessariamente pela participação do setor privado, não só para a construção e gestão de empreendimentos, mas também através de uma significativa participação do *funding* de novos empreendimentos, haja vista que bancos públicos, historicamente os maiores provedores de capital para o setor, também sofrem com restrições de poupança que os impossibilitam a direcionar recursos para essa finalidade. Porém, para que ocorra o ingresso de *funding* privado no setor é necessário que haja condições estruturais que atraiam investidores institucionais, principais detentores de poupança de longo prazo do país, a investir em novos projetos do setor. O presente artigo visa identificar junto às entidades fechadas de previdência privada (EFPCs), os principais desafios e entraves que vêm impedindo os investimentos em debêntures de infraestrutura no país. Para se chegar ao resultado pretendido o autor promove uma coleta de dados, por meio de aplicação de um questionário semi-estruturado respondido pelos gestores das EFPCs entrevistadas. O presente artigo integra a pesquisa que embasa a dissertação de mestrado a ser apresentada no programa de Pós-Graduação de Engenharia Civil da Escola Politécnica da USP.

**Palavras-chave:** Infraestrutura de transportes; *Funding*; Concessões; Riscos, EFPC's.

# 16ª Conferência Internacional da LARES

São Paulo - Brasil  
29 e 30 de setembro de 2016



## FINANCING TO TRANSPORTATION INFRASTRUCTURE IN BRAZIL: BARRIERS THAT COMPLICATES THE INVESTMENT OF PENSION FUNDS

### ABSTRACT

The Brazilian transportation infrastructure features according to the Global Competitiveness Report 2013-2014, prepared by the World Economic Forum, one of the worst situations in the world, position 114th of 148 countries. This situation is directly impacted by the severe fiscal restraint in discretionary spending, in other words, the public investment the country faces. Thus, the government is almost unable to directly hire services and works to expand the infrastructural grid and ensure an increase in the competitiveness of domestic industry. Currently, total public investments are below 2% of the GDP. In this sense, some economists calculate and suggest a minimum investment of 3% of GDP in order to replace the depreciation of fixed capital per capita without therefore ensure the expansion of the sector. Thus, promoting the expansion of transportation infrastructure in the country will necessarily go by the private sector, not only for the construction and management of new projects, but also through a significant share of the funding of those projects, given that public banks, historically the largest capital providers to the sector, also suffer from saving restrictions that make it impossible to allocate resources for this purpose. However, for private funding occurring in the sector is necessary to have structural conditions that will attract institutional investors, major long-term country savers, to invest in new sector projects. This article aims to identify in partnership with the pension funds (EFPCs), the main challenges and obstacles that hindered investments in infrastructure debentures in the country. To reach the desired result the author promotes data collection, by applying a semi-structured questionnaire answered by the managers of the EFPCs interviewed. This article is part of the research that supports the dissertation to be presented at the Civil Engineering Post Graduation program at the USP Polytechnic School.

**Key-words:** Transport infrastructure, Funding, Concessions, Risks, EFPC's.

## 1. INTRODUÇÃO

No Brasil a incidência de restrição fiscais somadas às dificuldades operacionais do Estado de manter em níveis de qualidade adequados a prestação de serviços de utilidade pública, vêm nas últimas décadas colocando em cheque o tamanho da participação do Estado diante da população.

Para Ribeiro (2011) a tendência atual é que ocorra uma redefinição da participação do Estado, de modo a delegar à iniciativa privada sob forma de parcerias ou concessões, as atividades que aumentem a qualidade do serviço prestado a população, e tenham a fiscalização do serviço feita pelo poder público.

Lima (2014) elucida que tanto em países desenvolvidos como em desenvolvimento, o aumento da oferta de infraestrutura a população vem sendo superada mediante a participação da iniciativa privada junto à prestação de serviços públicos, como o fornecimento de água, energia elétrica, petróleo e gás, telecomunicações e transporte.

Nesse sentido, as parcerias entre o poder público e a iniciativa privada consolidam um negócio bilateral, cujo objeto será sempre o fornecimento de uma utilidade pública de interesse coletivo por meio de um dispositivo contratual que dispõe sobre os direitos e deveres de cada parte do contrato, seja o parceiro público seja o parceiro privado, (MARQUES NETO; SCHIRATO, 2011).

Diante da própria natureza do negócio, os investimentos em infraestrutura de transporte costumam ser bastante expressivos e para tal, necessitam de agentes financiadores ou investidores com lastro para aguentar o ciclo de vida do projeto que costuma ser de longo prazo, entre 15 e 35 anos.

No Brasil, por uma série de fatores estruturais e econômicos a tarefa de suprir o setor com financiamento de longo prazo é do BNDES que possui aproximadamente 65% de todo o volume financiado no período de 2008 a 2014, (BNDES, 2014). Os demais bancos do país, somados, possuem uma participação de mercado de apenas 19% do volume financiado no período, o que deixa claro a grande restrição de crédito disponível no mercado.

Ocorre que o financiamento feito pelo banco possui taxas subsidiadas e esses empréstimos elevam a dívida pública brasileira, já que a taxa paga pelo governo nos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional é maior do que a contratada pelo BNDES.

Diante de um período de grave restrição fiscal, o banco perde a capacidade de suprir a demanda do setor de infraestrutura tornando patente a necessidade de um incremento na participação do financiamento de longo prazo por parte do mercado de capitais e uma iminente redução da participação do BNDES.

O fato é que mesmo com a promulgação da lei nº 12.431/2011, que visa estimular o aumento da participação do mercado de capitais, através da emissão de debêntures de infraestrutura por parte das concessionárias, ainda não foi possível atrair os investidores institucionais em especial as EFPCs que são as instituições que mais se aderem ao tipo de investimento.

Nesse sentido, a partir da aplicação de um questionário junto a gestores de investimentos de EFPC's, o presente trabalho elenca quais são os principais entraves que dificultam os investimentos das EFPCs em debêntures de infraestrutura de transportes.

O trabalho é dividido em seis capítulos. O primeiro contempla a presente introdução, o segundo destina-se a uma rápida revisão bibliográfica sobre as EFPCs e a aderência delas ao investimento em projetos de infraestrutura. O terceiro apresenta as debêntures de infraestrutura, por meio de uma rápida análise do panorama recente de mercado, como instrumento financeiro capaz de levantar recursos aos projetos aplicação do instrumento demonstrando mediante situações distintas a eficácia do mesmo. O quarto capítulo apresenta o questionário e a metodologia de tabulação das respostas. O quinto capítulo evidencia os

resultados obtidos pela aplicação do questionário. Por último o capítulo 6 apresenta a conclusão dos autores.

## **2. AS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR (EFPC)**

De caráter facultativo, a previdência complementar é um benefício disponível a qualquer pessoa que pretende somar a previdência social determinada renda de aposentadoria contratada. O Regime de Previdência Complementar pode ser encontrado sob dois segmentos distintos, o sistema aberto disponibilizado por fundos, entidades financeiras e seguradoras e fiscalizado pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), vinculada ao Ministério da Fazenda e o sistema fechado operados por Entidades de Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) fiscalizado pela Superintendência de Previdência Complementar (PREVIC), vinculada ao Ministério da Previdência Social.

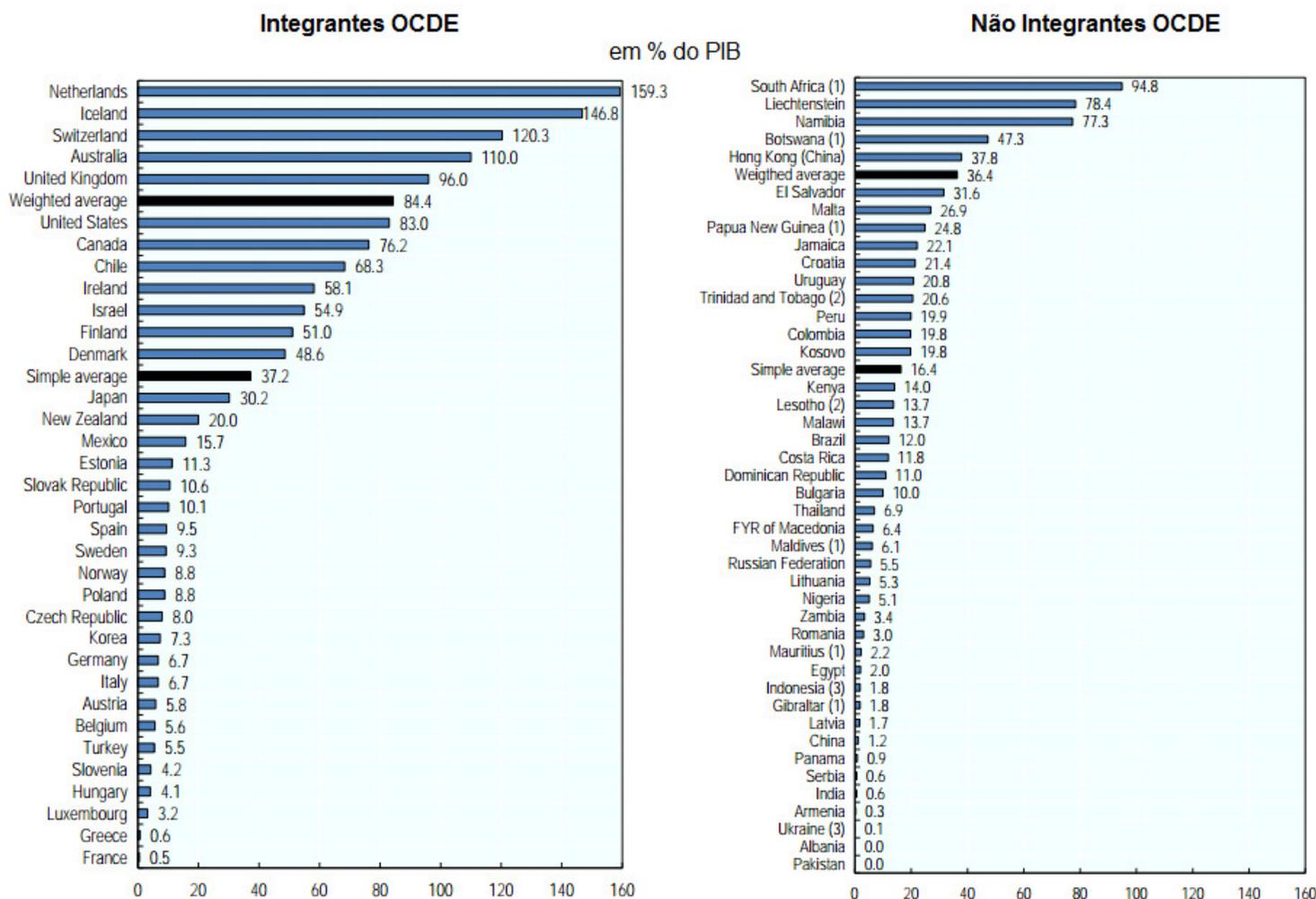
Cabe a PREVIC fiscalizar e supervisionar e ainda executar políticas para o regime fechado de previdência complementar no Brasil. Com isso todas as EFPCs se submetem as diligências desse órgão regulador, tanto pelas políticas implantadas como pela fiscalização dos investimentos ou gestão dos planos contratados junto às empresas patrocinadoras.

Atualmente, existem cerca de 312 EFPCs que atendem a 2,5 milhões de participantes ativos, outros 3,9 milhões de dependentes e 0,7 milhão de assistidos. Por sua vez, o patrimônio total investido das EFPCs corresponde a R\$ 693,3 bilhões (ABRAPP, 2015).

Quando comparada a participação das EFPCs sobre as economias de diversos países, percebe-se que ainda há bastante espaço de crescimento de participação entre os países emergentes, Gráfico 1. No caso brasileiro as EFPCs possuem uma representação sobre o PIB de apenas 12%, valor bem abaixo do que se encontra em países como Holanda (159,3%), Austrália (110,0%), Reino Unido (96,0%), Estados Unidos (83,0%), Canadá (76,2%) e até África do Sul (94,8%) país não integrante da OCDE.

Percebe-se, também, pelo Gráfico 1, que alguns países centrais como França e Alemanha possuem sistemas públicos previdenciários bem desenvolvidos, o que explica o fato do sistema de previdência complementar desses países possuem pouca participação sobre o PIB.

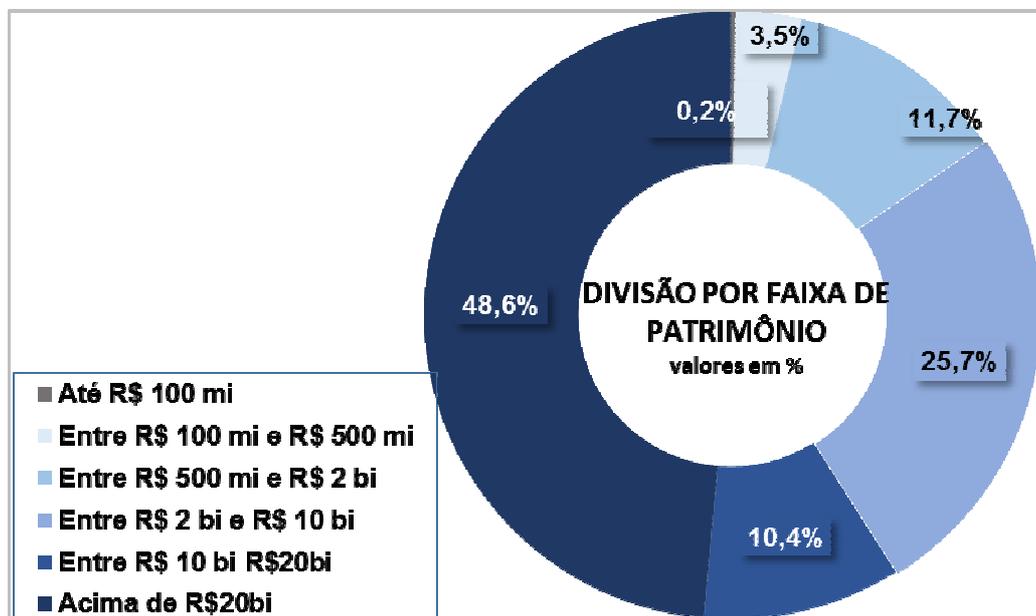
Gráfico 1: Relação de dívida dos países em % do PIB.



Fonte: OCDE (2015).

Outro fator que chama a atenção em relação ao mercado de previdência complementar fechada está na distribuição do capital investido entre as EFPCs. Em relação à distribuição dessa quantia (R\$ 693,3 bilhões), percebe-se uma grande concentração de recursos nas mãos de grandes EFPCs, conforme apresentado pelo Gráfico 2.

Gráfico 144: Divisão das EFPCs por faixa de patrimônio.



Fonte: Abrapp (2015) e Elaboração do autor.

Cerca de 48,6% dos recursos das EFPCs estão nas mãos das 5 maiores EFPCs brasileiras, cujo patrimônio investido é superior a R\$ 20 bilhões, 10,4% estão nas mãos de outras 5 EFPCs com patrimônio investido entre R\$10 bilhões e R\$20 bilhões, 25,7% estão nas mãos de 44 EFPCs com patrimônio entre R\$2 bilhões e R\$10 bilhões, 11,7% pertencem a 77 EFPCs com patrimônio entre R\$500 milhões e R\$2 bilhões, 3,5% pertencem a 89 EFPCs com patrimônio entre R\$ 100 milhões e R\$500 milhões e por fim apenas 0,2% pertencem a 41 EFPCs com patrimônio de até R\$100 milhões.

Devido a própria finalidade, as EFPCs trabalham como uma espécie de administradores da “poupança”, recolhendo mensalmente depósitos, durante a fase laboral do contribuinte, e reinvestindo de forma a gerar caixa que os permite pagar certa renda durante a fase de aposentadoria.

Resumindo, um plano previdenciário possui horizontes de ativos e passivos em torno de 20-30 anos. Invariavelmente recai sobre as EFPCs um perfil de busca por investimentos de longo prazo, o que não quer dizer que as EFPCs não busquem ativos que possuam uma certa liquidez.

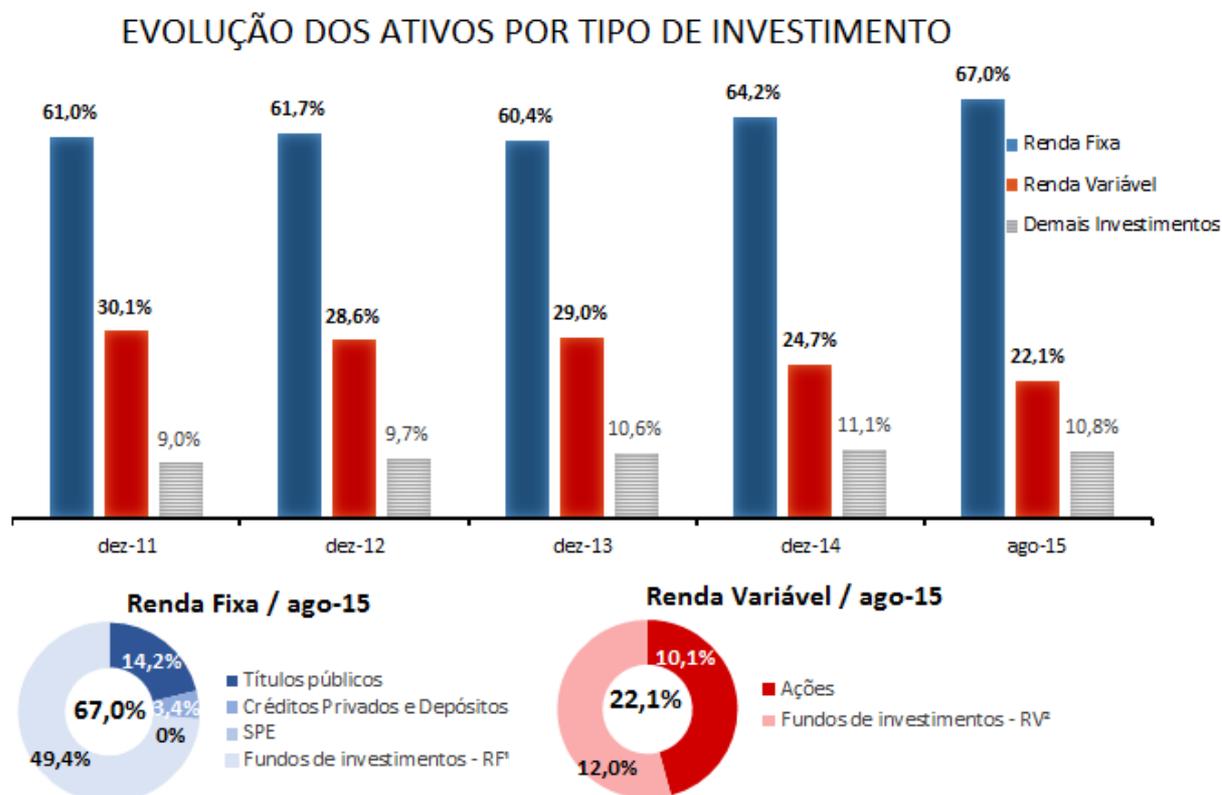
As características de serem entidades sem fins lucrativos e que devem zelar pela segurança do investimento, lhes remete um perfil conservador. Tal perfil ajuda a explicar alocação dos investimentos das EFPCs brasileiras em ativos de renda fixa, conforme pode ser percebido pelo Gráfico 3.

De acordo com o consolidado estatístico promovido pela Abrapp (2015), as EFPCs alocaram no ano de 2015 cerca de 67% de todo os seus investimentos em ativos de renda fixa, sendo cerca de 14,2% são investimentos em títulos públicos, 3,4% são créditos privados e depósitos e 49,4% são investimentos em fundos de investimento em renda fixa.

Sob o âmbito legal cabe a Resolução CMN 3.792 de 2009 regular os limites máximos de investimentos permitidos para classes de ativos acima. Esta resolução atualiza a Resolução CMN nº 2.324 de 1996 afrouxando os limites de investimentos, permitindo que cada vez mais os administradores das EFPCs identifiquem e controlem os riscos da carteira de investimento. Resumindo cada EFPC pode investir até 80% de seu patrimônio em títulos de debêntures de

infraestrutura, porém não podem possuir mais de 25% de uma mesma série de debêntures. Caso a EFPC opte por participar no *equity* dos projetos concessionados podem investir até 70% do capital da EFPC, porém não podem ter mais de 25% do capital da SPE.

Gráfico 3: Evolução dos investimentos das EFPCs por tipo de investimento.



Notas: \* Inclui Curto Prazo, Referenciado, Renda Fixa, Multimercado, Cambial e FIDC; † Inclui Ações e Índice de Mercado; Demais Investimentos envolvem Investimentos Estruturados, Imóveis, Investimentos no Exterior, Derivativos entre outros.

Fonte: Abrapp (2015).

## 2.1. Aderência das EFPCs aos investimentos de infraestrutura

A alocação estratégica dos ativos de uma instituição é resultado de uma política que leva em consideração determinado perfil de investimento. Significa dizer, que uma instituição que demanda grande liquidez em seus investimentos dificilmente conseguirá investir em ativos de longo prazo. Do mesmo modo, investidores com grande aptidão ao risco devem preferir investimentos em papéis que tragam grandes retornos.

Dessa maneira, cada instituição deve identificar seus perfis limites de retornos, riscos e necessidades de liquidez de forma a criar uma carteira eficiente. Para Markowitz (1959), a busca de carteiras que melhores se adequam aos objetivos do investidor passa por uma diversificação entre indústrias e produtos com diferentes características econômicas de modo que se mantenham baixas relações de covariâncias entre os ativos investidos. No caso das EFPCs, apesar de variarem o grau de aversão ao risco, possuem um perfil de investimento bastante similar entre si.

Para Inderst (2009), dentre as opções de investimento, crédito privado, renda fixa, imóveis, investimento no exterior, private equity, projetos de infraestrutura de longa maturação, o investimento em projetos de infraestrutura parece hoje para as EFPCs mais tangível e real. O autor explica que as características do investimento em infraestrutura se mostram mais

adequadas ao perfil de investimento das EFPCs. Abaixo são citadas algumas das características dos investimentos em infraestrutura que estão de acordo com o perfil de investimento das EFPCs:

### **2.1.1. Fluxo de caixa estáveis e previsíveis**

Existem diversas metodologias de estudos que conseguem calcular com boa precisão a demanda de passageiros, carga ou veículos em uma concessão de infraestrutura de transportes. Assim, uma vez bem quantificada a receita pouco variará entre o estudo e o auferido na prática.

### **2.1.2. Fluxos de renda a longo prazo**

Contratos de concessão em infraestrutura costumam ter horizontes de 20 a 35 anos assim como o horizonte dos planos previdenciários.

### **2.1.3. Proteção inflacionária sobre a receita**

Os contratos de concessão em infraestrutura assinados entre o Poder Concedente e o Concessionário preveem reajustes das tarifas tendo como base os índices inflacionários. Esse item configura uma grande sinergia com os planos das EFPCs, pois elas precisam estar sempre atentas aos ganhos frente a variação inflacionária.

### **2.1.4. Retornos insensíveis às flutuações de mercado**

Em projetos de infraestrutura as tarifas são definidas no ato da assinatura do contrato e, portanto, seguem rígidos critérios de reajuste anuais. Desse modo, as variações de mercado não afetam a receita. O que pode acontecer é que uma queda da produção industrial diminua a quantidade de viagens ou passageiros, mas isso leva um tempo para afetar a receita e a variação é pouco elástica. Visto que os investimentos das EFPCs são de longo prazo, é muito importante que não haja grandes surpresas.

### **2.1.5. Ausência de inadimplência**

Via de regra as concessionárias de infraestrutura de transporte recebem em dinheiro no ato da compra da passagem (taxa de embarque) ou ao trafegar pela rodovia (pedágio).

### **2.1.6. Baixas correlações com outras classes de ativos**

A partir do desempenho de empresas listadas e não listadas em bolsas de valores da Austrália, apresentado na Tabela 13, Newell e Peng (2006) demonstrou que os investimentos em infraestrutura apresentam baixa correlação de longo prazo com outras classes de ativos como ações, propriedade direta e títulos públicos. Tais correlações conforme explicadas inicialmente favorecem a diversificação da carteira e diminuem o risco das EFPCs.

Tabela 13: Matriz de Correlação entre Ativos.

	Infraestrutura Compostas	Infraestrutura	Rodovias Pedagiadas	Aeroportos	Serviços Públicos	Infraestrutura Não Listados	Propriedade Direta	Ações	Títulos Públicos
Infraestrutura Compostas	1								
Infraestrutura Rodovias Pedagiadas	0,86	1							
Aeroportos	0,85	0,99	1						
Serviços Públicos	0,38	0,4	0,26	1					
Infraestrutura Não Listados	0,82	0,42	0,42	0,14	1				
Propriedade Direta	0,31	0,36	0,36	0,26	0,16	1			
Ações	-0,08	0,03	-0,01	0,36	-0,21	0,26	1		
Títulos Públicos	0,15	0,21	0,14	0,54	0,01	0,06	0,14	1	
Inflação	0,57	0,38	0,38	-0,03	0,57	0,17	-0,12	-0,21	1
	-0,2	-0,22	-0,21	-0,23	-0,12	-0,27	0,1	-0,09	-0,25

Fonte: Retirado de Inderst, G. (2009).

### 3. O MERCADO FINANCEIRO E AS DEBÊNTURES

Em geral, os investimentos privados em concessões de transporte são financiados de duas maneiras, a primeira remete a uma participação acionária dos vencedores da licitação (capital próprio). Já a segunda, e maior parte do montante, são financiados por meio de recursos de terceiros, recursos estes, que podem ser viabilizados pela captação de empréstimos bancários (agentes públicos ou privados) ou mercado de capitais.

Ribeiro (2011) explica que não existe uma equação que delimite a composição de cada parcela ou tipo de capital para viabilizar o investimento em um projeto de concessão. Esta composição depende da avaliação de risco por parte dos financiadores (capital de terceiros) do projeto.

No Brasil o mercado de financiamento de projetos de infraestrutura apresenta um dos grandes dilemas a se resolver no país. Com um processo contínuo de retroalimentação de impasses, o mercado atualmente oferece uma grande restrição ao crédito de longo prazo, ao mesmo tempo em que as condições econômicas, políticas e regulatórias não são suficientes para que se criem novos produtos que superem essa barreira.

A iminente redução da participação do BNDES, principal financiador de projetos do setor, torna ainda mais difícil o desenvolvimento de novos projetos. Nesse contexto o mercado financeiro através dos agentes privados de mercado surge como parte essencial no processo de sustentação financeira do setor. Sem eles, dificilmente as companhias de infraestrutura conseguirão acesso à poupança dos diversos agentes e assim sustentar o investimento.

Assim a alternativa para que as companhias possam captar recursos através de operações de financiamento estruturadas é a emissão de títulos de dívida, entre eles estão as debêntures. Esses títulos permitem que recursos de curto ou longo prazo vão para uma companhia, sem alterar o controle acionário da mesma. Podem, também, ser estruturados de acordo com as necessidades de prazos, garantias e condições da emissão permitem adequar os pagamentos de juros e amortizações às características do projeto.

Paiva (2011) conceitua as debêntures sob três óticas distintas. Por serem negociadas dentro do mercado de capitais, portanto são valores mobiliários. Por possuírem risco de inadimplência aos detentores as debêntures são uma espécie de Título de Crédito. E ainda são chamadas de Título Executivo Extrajudicial, pois permite aos detentores que acionem o emissor em caso de não pagamento. Tais conceitos são apresentados legalmente pelas Leis Federais nº 6.385/1976, 6.404/1976 (atualizadas pela Lei nº 10.303/2001) e 8.953/1994.

Pereira e Coelho (2005) lembram que por serem utilizadas desde a época do Império no Brasil, as debêntures constituem das formas mais antigas de levantamento de capital através de dívida.

De acordo com a Lei nº 6.404/1976, qualquer empresa que deseja emitir debêntures, precisa elaborar uma escritura de emissão, nela são informadas diversas características que devem todas as condições pelas quais tal emissão confere ao debenturista o direito de crédito:

- Forma de registro e controle de transferências;
- Classe, define a possibilidade de acesso ao PL do emissor;
- Espécie, define o regime de garantias e ordem de cobrança;
- Remuneração e atualização monetária;
- Vencimento, define os prazos de vigência e pagamento da emissão.

As emissões de debentures podem ocorrer sob duas formas, emissão privada ou emissão pública. No caso das emissões privadas a Comissão de Valores Mobiliários (CVM)<sup>1</sup>, não obriga que as emissões passem por prévia aprovação, exige apenas que seja informada caso a companhia seja uma empresa de capital aberto.

Para orientar as emissões públicas a CVM promoveu em 2003 a Instrução CVM nº 400. Essa instrução regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário ou secundário e tem por finalidade assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, através do tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas (CVM, 2003).

O excesso de formalismo e a quantidade de informações que precisam ser fornecidos a cada processo de emissão pública de debêntures torna a emissão algo bastante longo e com diversas etapas. Logo é importante que as companhias evidenciem a necessidade de captar novos recursos com bastante tempo de antecipação.

Em resposta a essa demanda em 2009 a CVM, através da Instrução nº 476, introduziu no mercado nacional a possibilidade de realização de ofertas públicas de debêntures destinadas a um número limitado de “investidores qualificados”. A essa emissão dá-se o nome de oferta pública de debêntures com esforços restritos.

Porém, apesar de não ser obrigado o registro da emissão e haver a dispensa da preparação do prospecto de distribuição, os emissores devem preparar demonstrações financeiras de encerramento e permitir que haja auditoria e divulgar os documentos e resultados da emissão na internet (ANBIMA, 2014).

### **3.1. Debêntures de infraestrutura**

Buscando superar as limitações do crédito de longo prazo o Governo Federal anunciou algumas medidas de incentivo ao mercado de capitais, Lei nº 12.431/2011, em uma clara tentativa de fortalecer o mercado primário e secundário, com a entrada de novos emissores e investidores.

Na prática, o objetivo das medidas anunciadas era alavancar recursos privados para o setor que historicamente depende do financiamento público possa aumentar os níveis de investimentos.

A lei trouxe como principal medida benefícios tributários aos titulares de debêntures emitidas por SPE's, e controladoras dessas empresas consideradas de áreas prioritárias para o desenvolvimento ou pesquisa e inovação.

Segundo Ministério dos Transportes (2012), a legislação supracitada oferece o aumento da atratividade dos papéis de empresas com a finalidade exclusiva de financiar investimentos de infraestrutura. Com isso, surge uma alternativa para que os investidores em um cenário de redução da taxa de juros migrem dos tradicionais títulos públicos para papeis do setor.

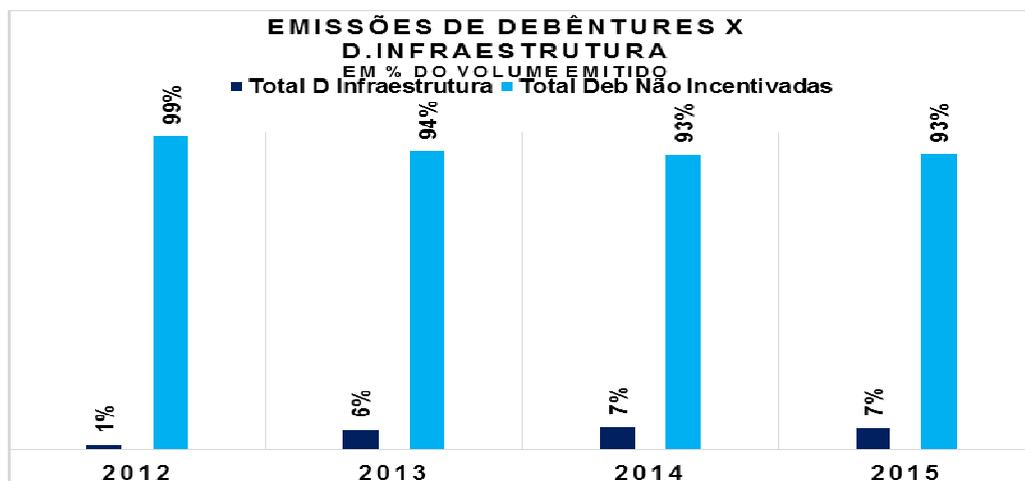
---

<sup>1</sup> Entidade autárquica que possui a finalidade de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários.

Desde a edição da Lei nº 12.431/2011, que prevê o uso de debêntures incentivadas para alavancar o financiamento em projetos de infraestrutura, já foram emitidos cerca de R\$20 bilhões em debêntures de infraestrutura, sendo apenas R\$ 14 bilhões destinados aos projetos voltados para os setores prioritários de infraestrutura. Essas quantias ainda são incipientes se comparadas com a necessidade de investimentos (R\$747 bilhões somente para transportes) apresentados ao longo do trabalho.

O mesmo pode ser percebido se comparados com as demais emissões de debêntures, as emissões de debêntures de infraestrutura chegam a 5% do total emitido no período, porém enquanto o volume de emissões de debêntures não incentivadas diminuiu no período de 2012 a 2015, as debêntures de infraestrutura aumentaram quase quatro vezes nesse mesmo período chegando a 7% das emissões de 2015, conforme pode ser percebido pelo Gráfico 4.

Gráfico 4: Distribuição das emissões de debêntures no Brasil.



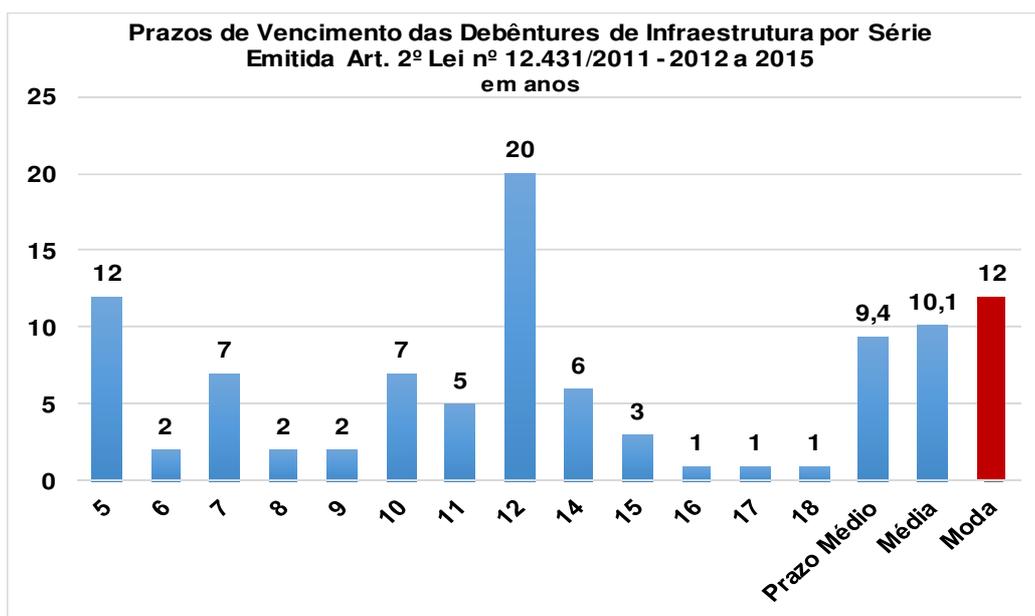
Fonte: Seae-MF (2015), Anbima (2016), elaboração do autor.

Em relação ao prazo das emissões de debêntures de infraestrutura pode-se perceber que o prazo médio ponderado de 9,4 anos, a moda é de 12 anos, há ainda emissões que superaram os 15 anos de prazo para pagamento, o máximo foi 18 anos, conforme apresentado no Gráfico 5.

Para Wajnberg (2014), essas características de prazo reforçam a alta distinção dos títulos emitidos pela lei incentivadora, onde os prazos das debêntures de infraestrutura superam consideravelmente o prazo médio das debêntures não incentivadas que giram em torno de 5,3 anos.

Pode-se dizer que nessa característica as emissões de debêntures de infraestrutura atendem a expectativa do Governo Federal de criar um instrumento de financiamento de longo prazo necessário a esses projetos prioritários.

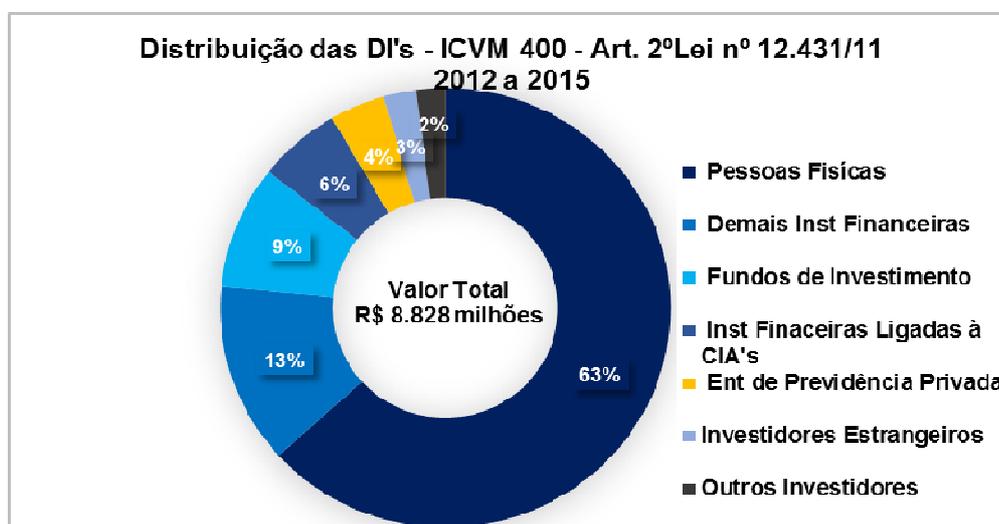
Gráfico 5: Prazos de vencimentos das debêntures de infraestrutura por série.



Fonte: Seae-MF (2015).

Porém, é válido apresentar a capilaridade que as emissões de debêntures de infraestrutura obtiveram no mercado. Uma vez que o produto confere benefícios fiscais às pessoas físicas e o investimento em poupança não consegue proteger o investidor dos avanços inflacionários, as debêntures de infraestrutura obtiveram grande capilaridade entre as pessoas físicas, que compraram cerca de 63% das debêntures de infraestrutura emitidas sob esforços amplos, conforme mostra o Gráfico 6.

Gráfico 6: Distribuição dos investidores em debêntures de infraestrutura.



Fonte: Seae-MF (2015).

No caso das emissões com esforços amplos, o levantamento da SEAE/MF (2015) mostra que a demanda pelos títulos de debêntures de infraestrutura chegou até 97% (ANHB24) por parte das pessoas físicas, o que mostra que o produto de fato pode pulverizar o número de investidores, principalmente em tempos que a inflação vem corroendo os rendimentos do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimos (SBPE).

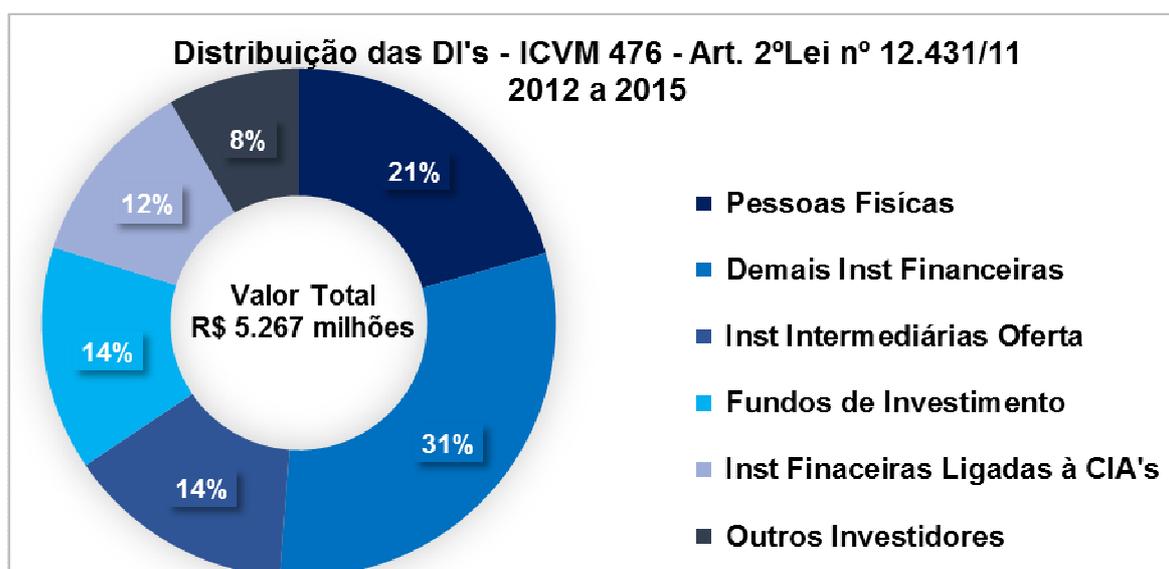
Porém, percebe-se também entre os investidores pessoa jurídica, as instituições financeiras, ligadas ou não a emissão, obtiveram cerca de 19% das debêntures de infraestrutura emitidas com esforços amplos. Por outro lado, as entidades de previdência privada não aderiram ao mercado, possuindo uma participação discreta de apenas 4% das emissões com esforços amplos.

A participação das EFPCs aumenta um pouco, pois várias delas possuem cotas em fundos de investimentos que compraram 13% das debêntures de infraestrutura, mas ainda assim baixo perto da capacidade de investimento desses agentes de mercado.

Em relação às emissões com esforços restritos, as pessoas físicas continuam com destaque, visto que as ofertas são feitas para investidores qualificados. Nessas emissões as pessoas físicas compraram cerca de 21% das debêntures de infraestrutura e as instituições financeiras intermediárias ou não, adquiriram 42% das emissões.

A participação das entidades de previdência privada foi residual com apenas 1% das emissões de esforços restritos, por sua vez, os fundos de investimentos compraram 14% das debêntures de infraestrutura, de acordo com o Gráfico 7.

Gráfico 7: Distribuição dos investidores em debêntures de infraestrutura debêntures de infraestrutura.



Fonte: Seae-MF (2015).

A análise apresentada até aqui, sugere que as debêntures de infraestrutura representam valores mobiliários com comportamentos distintos das demais debêntures colocadas no mercado, sua capilaridade dentro dos investidores, indexação a índices de preços, prazos mais alongados e maior quantidade de emissões sob esforços amplos, mostram que os títulos têm capacidade de evoluírem dentro da participação do financiamento do setor de infraestrutura.

Ademais, é forçoso reconhecer também que a participação das EFPCs sob os títulos é bastante residual, ainda que essas instituições sofram restrições por não poderem investir em empresas de capital fechado. Acentua-se que as condições dos títulos de debêntures de infraestrutura combinam características que vão ao encontro das buscadas por esses agentes de mercado.

Sabe-se, também, que o baixo desempenho econômico-financeiro do país vem afetando diretamente o mercado de capitais, soma-se ainda a alta taxa de juros praticadas no país limitam os interessados em adquirir os títulos e deixam as empresas em compasso de espera do momento ideal.

#### 4. APRESENTAÇÃO DO QUESTIONÁRIO

Esta seção dedica-se a explorar o conteúdo do referido questionário e apresentar a metodologia de apresentação dos resultados. Inicialmente, os levantamentos da revisão bibliográfica e as entrevistas realizadas, junto a gestores de investimento de EFPCs, resultaram em um questionário composto de 09 questões elaboradas tendo em vista entrevistas presenciais realizadas por alguns gestores de EFPCs e com base em três pontos: volatilidade x rentabilidade

mínima x liquidez do investimento que devem ser atendidos as especificidades e características das EFPCs.

O questionário foi dividido em 3 etapas com objetivos distintos:

Etapa 01 – Composta das primeiras duas questões, busca identificar se as EFPCs em que entrevistados trabalham possuem alguma experiência com as debêntures de infraestrutura e se possuem por qual meio optaram por efetuar o investimento, se por um fundo de investimentos ou pela própria EFPC.

Etapa 02 – Composta das questões 03 a 07, busca identificar quais desafios e entraves, que vêm nos últimos anos impedindo os investimentos em debêntures de infraestrutura.

Etapa 03 – Composta pelas duas últimas questões, busca identificar em que medida, tanto de porcentagem de alocação de carteira, como de taxas mínimas atrativas, as EFPCs avaliam investir em ativos de infraestrutura.

Pelo lado macroeconômico, sabe-se que o atual cenário da economia brasileira, não favorece que investidores como as EFPCs derivem recursos ao setor de infraestrutura. Bastos (2015) afirma que mesmo as EFPCs possuindo vocação para o longo prazo, o custo de oportunidade para o alongamento de prazos para essas instituições ainda é muito elevado face aos altos rendimentos dos títulos públicos e pela volatilidade da taxa básica de juros de curto prazo.

Não é prudente, então, colocar a prova um produto como as debêntures de infraestrutura considerando o cenário de grandes incertezas econômicas e políticas vigentes no país, sendo possível auferir resultados com vieses distorcidos e que não contrastam com a realidade.

Assim sendo, algumas questões formuladas para o questionário que sugerem o interesse futuro das EFPCs foram desenvolvidas situando um cenário de taxas de juros mais baixas, se aproximando dos padrões internacionais, com conseqüente redução da remuneração paga pelos títulos públicos.

Os resultados são apresentados destacando o conjunto de respostas obtidas bem como algumas percepções ou relatos apontados pelas entrevistas realizadas pessoalmente. A fim de manter o sigilo a pedido dos entrevistados e das EFPCs participantes, não são apresentados nomes ou qualquer dado que possa identificar a opinião de determinada empresa.

É importante salientar que tendo em vista a natureza qualitativa dos dados obtidos pelo conjunto de questões espontâneas inseridas no questionário, para a análise optou-se pelo método da redução do texto original por meio de codificação e categorização.

Para as questões do tipo “focada”, onde o entrevistado seleciona a resposta dentre as opções destacadas, foi utilizado um esquema de tabulação onde as respostas obtidas são agrupadas sem identificar o entrevistado e através de tabelas e gráficos são apresentados os resultados finais utilizando a moda das respostas como fator identificador do resultado da análise.

Especificamente na questão 03, onde os entrevistados tiveram que inserir notas às opções sugeridas pela questão, foi aplicada um fator multiplicador a cada nota. Desse modo, como o participante tinha que ordenar de 1-10, sendo 1 o entrave que considera mais importante e 10 o de menor importância, optou-se como forma de facilitar a interpretação dos resultados a inversão da escala subtraindo da resposta o numeral “11”. A título ilustrativo se a resposta em determinada alternativa foi (2) então para o gráfico ela aparece como (11-2=9). Os resultados de cada alternativa são somados para elencar qual opção demonstrou para o grupo entrevistado o entrave que mais dificulta o investimento em debêntures de infraestrutura de transporte no Brasil. A análise separa os cinco itens com as menores notas classificando-os como os entraves que mais dificultam o investimento na visão do grupo de entrevistados.

No intuito de obter uma opinião das EFPCs, foram entrevistados profissionais gestores ou diretores responsáveis pelas decisões dos investimentos de cada EFPC.

Quanto à formação acadêmica, todos os profissionais entrevistados possuem pós-graduação e são formados em áreas como economia, contabilidade e engenharia. Em relação ao tempo de atividade ou experiência na área de investimento demonstra que 10% dos entrevistados possuem

mais de 20 anos de experiência, outros 40% possuem entre 10 e 20 anos de experiência no setor e finalmente 50% possuem até 10 anos de experiência no setor.

## 5. RESULTADOS DO QUESTIONÁRIO

Esta seção promove uma apresentação dos resultados obtidos com a aplicação do questionário junto aos gestores de investimentos das EFPCs no intuito de examinar as percepções de riscos que as mesmas possuem relativamente ao instrumento das debêntures de infraestrutura e assim identificar em que condições alguns instrumentos de garantias podem ser melhor utilizados para atraí-los.

ABRAPP (2015) divulga um ranking das EFPCs com maior patrimônio investido, pelo ranking pode perceber uma concentração do capital total das EFPCs em EPFC's com patrimônio superior a R\$ 2 bilhões, onde os patrimônios da faixa "Entre R\$ 2 Bilhões e R\$ 10 bilhões representam cerca de 25% do total e as EFPCs da faixa "Acima de R\$ 10 bilhões aproximadamente 59% do total. Ressalta-se que dentro dessas duas faixas de patrimônio, cerca de 55% do capital de todas as EFPCs é gerido por um grupo de EFPCs oriundas de empresas públicas federais ou estaduais. Dessa maneira, o trabalho se concentrou em entrevistar as entidades cujo patrimônio investido supera os R\$ 2 bilhões de reais. Foram entrevistadas ao todo 10 EFPCs que representam cerca de 43% do volume total de ativos de todas as EFPCs, distribuídas da seguinte maneira:

- 5 EFPCs com patrimônio entre R\$ 2 bilhões e R\$ 10 bilhões;
- 5 EFPCs com patrimônio cima de R\$ 10 bilhões.

### 5.1. Resultados etapa 01

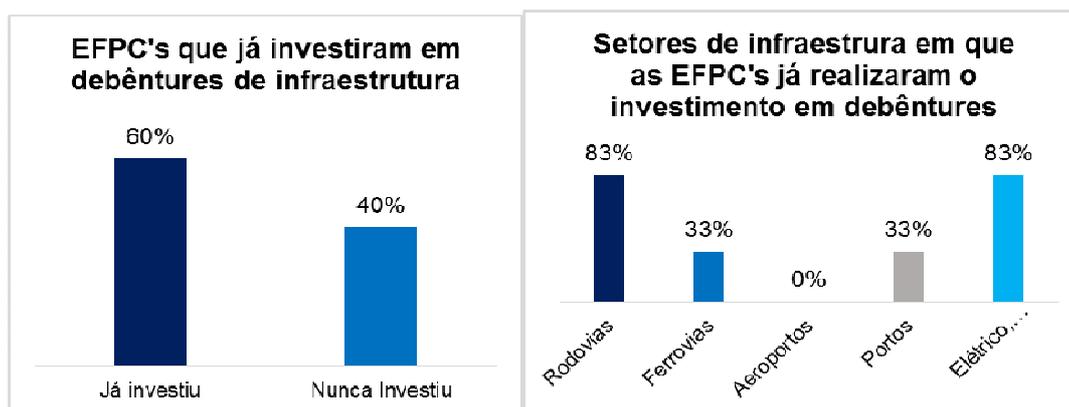
Conforme destacado, essa etapa do questionário visa identificar se as EFPCs entrevistadas já investiram em debêntures de infraestrutura e se investiram por qual veículo o investimento foi realizado.

Dentre as respostas obtidas, 60% das EFPCs entrevistadas já realizaram o investimento em infraestrutura, onde 83% das que investiram, fizeram investimentos no setor de rodoviário, 33% fizeram investimentos no setor ferroviário, 0% fizeram investimentos no setor aeroviário, 33% investimentos fizeram no setor portuário e finalmente 83% fizeram investimentos nos demais setores de infraestrutura (energia, saneamento ou mobilidade), Gráfico 8.

Ressalta-se que nenhuma das EFPCs que optaram por algum investimento em debêntures de infraestrutura optou por investir em apenas um setor específico. Questionado o motivo pelo qual algumas EFPCs não efetuaram nenhum investimento, a resposta foi a de que a maturidade populacional dos participantes era demasiadamente elevada e, portanto, um investimento como este não se adequava aos prazos máximos exigidos para desembolso. Outras responderam que esse tipo de investimento não faz parte da política de investimento da EFPC, que destina 100% dos recursos da carteira de renda fixa a investimentos em títulos públicos.

Tal situação, evidencia o perfil conservador das EFPCs e o incentivo dado pelas altas taxas pagas pelos títulos públicos que inibem qualquer tipo de alteração na alocação dos ativos das EFPCs.

Gráfico 8: % de EFPCs Entrevistadas que já fizeram investimentos em debêntures de infraestrutura



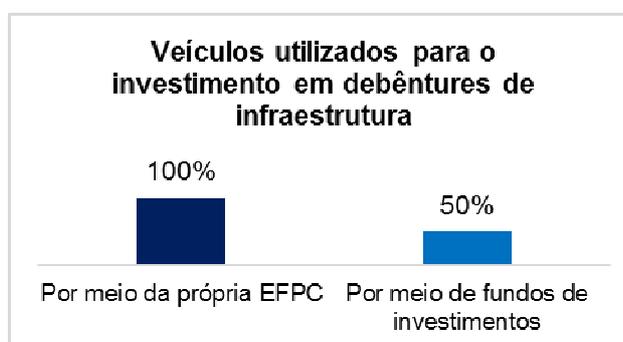
Fonte: Elaboração do autor.

Em relação aos veículos utilizados para concretizarem o investimento em infraestrutura, 100% das EFPCs optaram por fazer o investimento negociando diretamente a compra das debêntures e 50% também fizeram a compra de debêntures por meio de fundos de investimentos. Essa situação evidencia que as EFPCs entrevistadas possuem corpo técnico suficientemente preparado para efetuar tais análises, conforme apresentado no Gráfico 9.

Em entrevistas presenciais com gestores de EFPCs, foi relatado que em geral não existem dificuldades em se analisar investimentos de infraestrutura e que a pouca quantidade de projetos e o cenário macroeconômico facilita ainda mais já que muitas das equipes de analistas que as EFPCs possuem um quadro suficiente para gerir investimentos em títulos públicos ou fundos de investimento em renda fixa, que exigem bem menos esforços de análise.

Assim qualquer tipo de alteração na política de alocação dos ativos das EFPCs, deverá ser precedida de uma mobilização maior de equipe, dada a complexidade que é inerente a análise de um investimento de infraestrutura.

Gráfico 9: Veículos utilizados para o investimento em debêntures de infraestrutura



Fonte: Elaboração do autor.

## 5.2. Resultados etapa 02

Por meio de uma identificação direta esta etapa apresenta os aspectos que configuram os maiores entraves ao investimento em debêntures de infraestrutura de transportes por parte das EFPCs. A questão 03, cerne desta etapa, elencou os vários tipos de entraves identificados ao longo da fase de revisão bibliográfica e de entrevistas presenciais com gestores de EFPCs e solicitou que os entrevistados ordenassem de 1 a 10 (com o 1 sendo o entrave que considera mais importante e 10 o de menor importância). Abaixo são relacionados as opções/itens disponibilizadas e os motivos que estas fizeram parte do questionamento:

A -) Baixa quantidade de projetos de infraestrutura. Situações como a dos portos e aeroportos que tiveram suas primeiras privatizações iniciadas a menos de 5 anos impedem que as EFPCs

façam um banco de dados para análise e a comparação dos resultados auferidos pelas concessões.

Tais ocorrências podem afugentar investidores que não estão dispostos a investir em projetos sem ter uma base comparativa. Por outro lado, a falta de projeto também dificulta a criação, por parte dos investidores, de uma “onda de investimentos” que leve a fortalecer o setor aumentando o número de interessados e incrementando o mercado secundário (aumento da liquidez).

Desse modo, optou-se por verificar se essa falta de base comparativa possui força relevante para impedir que EFPCs invistam em debêntures de infraestrutura.

B -) Baixa remuneração paga frente aos títulos públicos – A inserção desse item visa auferir em que magnitude as EFPCs enxergam as taxas pagas pelos títulos públicos como um fator limitador de operações de compra de debêntures de infraestrutura.

Destaca-se que os títulos debêntures de infraestrutura e títulos públicos concorrem como opção ao investidor, onde as altas taxas pagas de um título classificado como sendo risco zero de mercado atrai a maioria dos investimentos, e como resultado, os outros títulos precisam oferecer grandes vantagens para fazer frente à oferta.

C -) Falta de transparência sobre os riscos das emissões – Esse item é sugerido como forma de revelar se os prospectos elaborados pelos emissores e a divulgação da oferta feita pelos distribuidores são suficientes para apresentar aos investidores todos os riscos da emissão, bem como, a quem será alocado determinado risco. Acentua-se, novamente, que dúvidas sobre a quantificação dos impactos de eventuais riscos podem se mostrar um fator impeditivo as EFPCs.

D -) Falta de garantias oferecidas na emissão – Sabe-se que os riscos são inerentes aos negócios de infraestrutura, cabem as partes envolvidas na oferta das debêntures de infraestrutura evidenciar e ofertar garantias que transmitam aos investidores a segurança adequada para que possam derivar recursos ao projeto.

Nesse item, foram agrupados todos os riscos a exceção dos riscos político/regulatórios e do processo de licenciamento ambiental que por motivos específicos são relacionados em outras opções/itens da questão. Pretende-se, com este item auferir em que medida o rol de garantias usualmente ofertados satisfazem a necessidade das EFPCs.

A investigação desse ponto é corroborada pela questão 06 do questionário, que questiona quais mecanismos de segurança podem ser oferecidos, além dos que usualmente são ofertados, pelos emissores como forma de atrair as EFPCs ao investimento em debêntures de infraestrutura.

E -) Incipiência do mercado secundário – O mercado secundário é responsável pela liquidez de títulos que ainda estão em período de maturação. A falta de liquidez de determinado título pode ser um fator impeditivo ao investimento por parte de determinado investidor. Tal opção foi inserida devido ao fato de o mercado secundário no Brasil ainda se mostra bastante incipiente

Mesmo que os planos de previdência complementar possuam prazos de maturação semelhantes aos prazos das debêntures de infraestrutura, as EFPCs podem não querer levar os títulos até o final ou serem obrigadas a se desfazer do título em virtude de necessidade de quitação de benefícios, por exemplo. Vale, portanto, entender como a incipiência de mercado secundário afeta a atratividade dos títulos de debêntures de infraestrutura de transportes.

F -) Segurança jurídica em relação aos contratos firmados pela concessionária – Apesar de existir um grande arcabouço legal que assegura a viabilidade legal das parcerias/concessões de infraestrutura de transporte, a sensação de insegurança jurídica no Brasil muitas vezes afasta investidores nacionais e internacionais de projetos de infraestrutura. Questões como o não cumprimento de contratos de fornecimento de materiais, manutenção, operação, construção e até o contrato com o Poder Concedente podem ensejar em riscos que afugentam os investidores.

Ademais, evidencia-se, também, que outras questões que extrapolam o âmbito das parcerias/concessões, como as de ordem trabalhistas, tributárias e comerciais, são bastantes evidentes no Brasil e também afetam a confiança de investidores.

Destarte dessas questões, busca entender se a insegurança jurídica no Brasil é um fator de peso na tomada de decisões das EFPCs frente a investimento de infraestrutura de transportes.

G -) Riscos políticos / regulatórios – Separou-se essa classe risco pois ela dificilmente pode ser mitigada por ações tomadas pelos emissores das debêntures. Tais riscos representam um dos principais fatores que afugentam investidores estrangeiros em países em desenvolvimento como o Brasil. As entrevistas presenciais com os gestores demonstraram que essa classe de risco não representa um fator de depreciação do valor do título transacionado, mas sim uma espécie de gatilho.

Segundo os gestores entrevistados, se a EFPC percebe que existe algum tipo de risco político/regulatório que não possa ser mitigado pelo contrato de concessão firmado pelo Poder Concedente e o concessionário, simplesmente desistem do pleito.

A questão 04 do questionário corrobora com este item perguntando aos entrevistados quais ações deveriam ser tomadas pelo Estado no intuito de mitigar riscos políticos/regulatórios.

H -) Riscos ambientais / processo de licenciamento ambiental aprovado – Assim como os riscos políticos/regulatórios, essa classe de risco representa para as EFPCs um gatilho que possibilita ou não o avanço nos estudos sobre a atratividade das debêntures de determinado projeto de infraestrutura.

Assim como os riscos políticos, os riscos ambientais e o processo de licenciamento ambiental também representam um dos fatores que afugentam investidores estrangeiros em países em desenvolvimento como o Brasil.

A questão 05 do questionário corrobora com este item perguntando aos entrevistados quais ações deveriam ser tomadas pelo Estado no intuito de mitigar riscos do processo de licenciamento ambiental.

I -) Nível de experiência do emissor/estruturador do título – Apesar de não ter sido encontrado durante a fase de revisão bibliográfica ou análise das emissões de debêntures, qualquer evidência que demonstre que esse item configure algum tipo de entrave ao investimento, optou-se por inseri-lo pelas seguintes razões: (1) Várias empresas que não possuem um extenso histórico de gerenciamento de parcerias/concessões ganharam alguns lotes de concessões nas últimas licitações; (2) Eventualmente as EFPCs não se sentem confortáveis com a experiência dos distribuidores das emissões.

J -) Outros – Esse item foi ofertado, no sentido de deixar o entrevistado colocar qualquer outro entrave que não tenha sido revelado ao longo da revisão bibliográfica.

Quanto aos resultados auferidos pela questão 03, apresentado pelo Gráfico 10, percebe-se que de forma praticamente unânime que o grupo de EFPCs entrevistados enxerga os riscos político/regulatórios como o principal entrave a se vencer no Brasil para que se possa atrair as EFPCs.

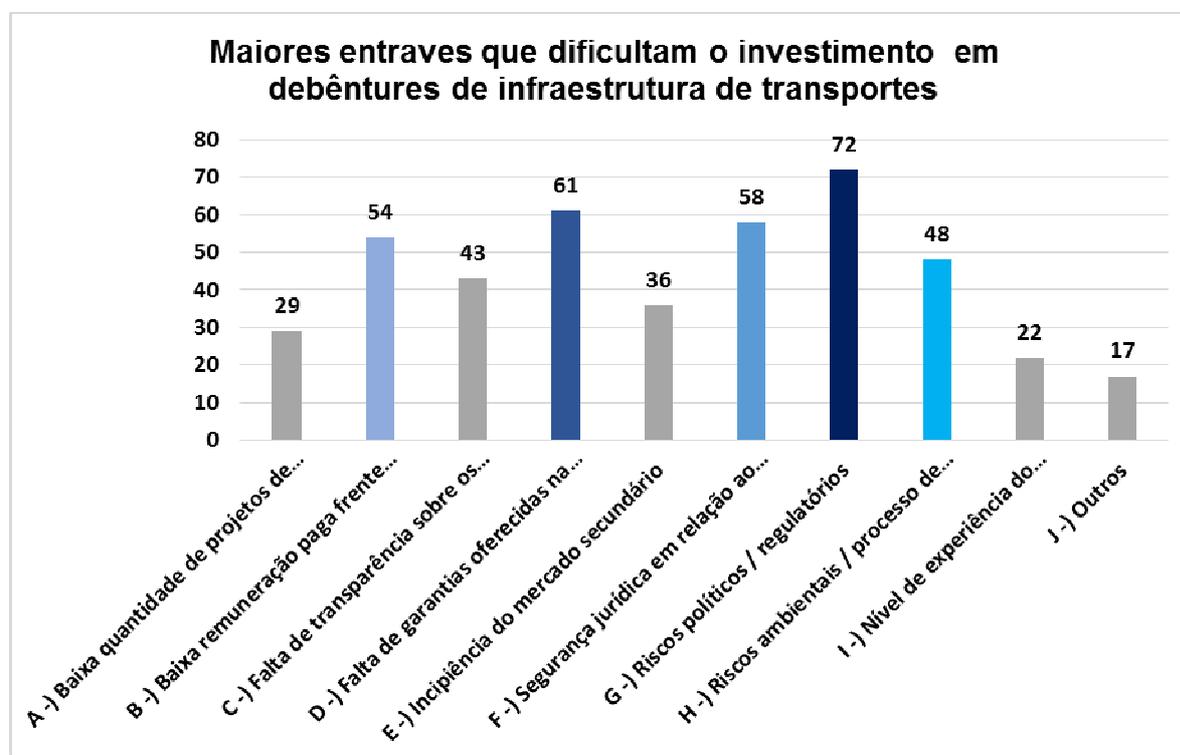
Em seguida aparece a falta de garantias oferecidas pelos emissores e a insegurança jurídica. Completam a lista dos cinco principais entraves à competitividade dos títulos públicos e os riscos de licenciamento ambiental

Da análise dessa amostra de resultado, importa ressaltar dois pontos: o primeiro é que quatro dos cinco itens reconhecidos como principais entraves envolvem diretamente medidas a serem implementadas pela Administração Pública. O segundo ponto importante envolve a questão de que não é a remuneração dos títulos públicos que tornam os ativos de infraestrutura pouco atrativos, mas sim os próprios problemas estruturais do setor que os deixam impossibilitados de receberem financiamento privados.

O fato de que as carteiras das EFPCs sejam recheadas por títulos públicos é reflexo das ações políticas efetuadas pela Administração Pública ao longo de várias décadas de intervencionismo com regras que alteram o arcabouço regulatório do contrato, limitam reajustes previstos em contratos e até deixam de cumprir com subsídios prometidos no ato da licitação. Há ainda a

grande dificuldade de calcular os passivos ambientais ou de se planejar com precisão datas em que o licenciamento chegará ao fim.

Gráfico 10: Maiores entraves que dificultam o investimento em debêntures de infraestrutura de transportes na visão dos entrevistados



Fonte: Elaboração do autor.

Em outras palavras, a simples redução das taxas pagas pelos títulos públicos não configuram garantias que o capital das EFPCs será destinado a investimento em debêntures de infraestrutura, já que existem aspectos que são colocados com de maior dificuldade ao investimento.

Destaca-se também que das respostas obtidas apenas dois gestores de EFPCs indicaram outros fatores como principais entraves ao investimento em debêntures de infraestrutura; um deles ressaltou o “porte dos acionistas/controladores” como principal entrave e outro indicou “a maturidade elevada população atendida pela EFPC em que trabalha”.

Questionados sobre quais ações o poder público deveria tomar com vistas a reduzir os riscos políticos/regulatórios, os entrevistados responderam que a redução das intervenções regulatórias ou políticas são as principais medidas a serem tomadas.

Algumas alternativas sugeridas envolvem a “criação de medidas que garantam a estabilidade de regras”, “a inserção de um banco de fomento para a diluição dos riscos político/regulatórios”, haja vista que assim existiria o comprometimento pelo sucesso do projeto pelo Estado/União. É importante lembrar que quase a totalidade dos financiamentos das concessões brasileiras são feitas por bancos de fomento públicos e tal fator não é capaz de reduzir as intervenções estatais.

Outro ponto citado foi de “dar maior independência as agências reguladoras tanto em relação ao governo quanto em relação aos demais agentes do mercado”. Essa solicitação remete ao fato de que, nos últimos anos, as agências reguladoras se tornaram instrumentos de políticas de governo, deixando a funções de legislar, fiscalizar e fomentar o setor em segundo plano. Indicações políticas a cargos de diretoria favorecem as intervenções políticas e criam um ambiente de insegurança aos investidores.

A questão 05 questiona medidas que a Administração Pública deveria tomar para mitigar riscos do processo de licenciamento ambiental. De modo geral os entrevistados solicitam maior “Atendimento do projeto à fase de licença prévia e de implantação, antes mesmo de ofertá-lo ao mercado (atendimento às outorgas, compensações, entre outros)”.

Em relação às garantias oferecidas pelos emissores, houve divergência entre as respostas. Para uma parcela dos entrevistados as garantias atualmente fornecidas são compatíveis com os riscos do negócio, mas, no entanto, a robustez quanto à aplicação que não é muito clara ou não transmite segurança ao investidor.

Já outra parcela dos entrevistados sugere como aumento das garantias a criação de contas de garantias de pagamento da dívida, “*escrow accounts*”, no exterior. Há ainda aqueles que solicitam a criação de uma “espécie de carta fiança bancária” ou “*Equity Support Agreement (ESA)*”, “seguro de performance que garante o andamento da obra dentro do prazo contratado” e até impor cláusulas contratuais que “restringem a quaisquer retiradas de recursos da SPE que possam comprometer a capacidade do projeto em pagar suas dívidas”.

Essas cláusulas contratuais são encontradas em algumas emissões de debêntures para projetos do tipo *greenfield* onde há uma necessidade maior do emissor apresentar mais garantias. A questão de fiança bancária é uma das alternativas que o BNDES vem estudando como forma de garantir maior segurança aos investidores em relação a projetos de infraestrutura.

Porém dificilmente um banco poderia ser o fiador de uma concessionária em caso de uma intervenção política, para que tal fato pudesse ocorrer os acionistas teriam que dispender de muitos ativos em garantia ou pagar um alto preço por isso.

### 5.3. Resultados etapa 03

Um estudo desenvolvido pela CNT (2014) que calcula uma demanda mínima de investimentos em infraestrutura de transporte apresenta o valor de R\$ 747 bilhões, investimentos que devem ocorrer no horizonte de curto para médio prazo.

Já o patrimônio investido das EFPCs segundo a Abrapp (2015) é de R\$ 693 bilhões, indicando também a previsão legal da Resolução CMN 3.792/09 que permite o investimento em debêntures de infraestrutura a um valor de até 80% desse total. Porém somente com esses dados não é possível encontrar qual porcentagem da carteira de investimentos que as EFPCs estariam dispostas a derivar para projetos de infraestrutura.

A questão 08 do questionário investiga exatamente essa situação. Situando possíveis emissões de debêntures em um cenário de taxas de juros mais baixas, se aproximando dos padrões internacionais, com consequente redução da remuneração paga pelos títulos públicos??? se situando abaixo da Taxa Média Atuarial (TMA). A questão interpela os entrevistados sobre porcentagens de diversas opções de investimento que a EFPC do entrevistado poderá possuir em carteira.

Dentre as opções apresentadas pela questão estão ações, debêntures comuns, debêntures de infraestrutura, CRI's, notas promissórias, FIDC's e outros (campo aberto para indicação do investimento por parte dos entrevistados).

O resultado do questionário sugere uma diversificação dos ativos nas carteiras das EFPCs dos entrevistados. Poderão ganhar espaço os investimentos em renda variável (ações) que na média das respostas ficaria com uma carteira entre 25% e 50%, as debêntures comuns até 25% e debêntures de infraestrutura até 25%.

Pelos resultados do questionário e das entrevistas, pode-se ressaltar que por mais que os recursos de bancos públicos estejam se esgotando, estes não devem sair completamente de cena, pelo menos em um primeiro momento enquanto se cria uma nova cultura de financiamento e que o poder público implante medidas que mitigue ao máximo os riscos político/regulatórios e do processo de licenciamento ambiental.

Situando o posicionamento das EFPCs sobre uma eventual alteração de suas carteiras de investimento, a questão 09 pergunta aos entrevistados dentro do cenário proposto na questão anterior, qual o spread de risco mínimo, em relação à taxa atuarial da EFPC torna-se viável o investimento em debêntures de infraestrutura de transportes.

Em resposta, quase que de forma unânime os entrevistados concordam que o spread mínimo de risco sobre a meta atuarial dependerá muito das condições de cada emissão, porém a taxa deverá ficar entre 2% e 3% acima da meta atuarial. Dado que as condições de empréstimos atuais pelo BNDES variam entre TJLP + 1,5% a.a. + risco de crédito, o valor indicado pela pesquisa (TMA de 2015 +2% ou 3% = 14% ou 15% ao ano nominal) supera os atuais financiamentos e deve gerar algum impacto direto nas tarifas dos serviços prestados ao usuário, devendo sim encontrar soluções que vão ao encontro da modicidade tarifária sem prejudicar muito os investidores.

## 6. CONCLUSÕES

Depreende-se do trabalho que as debêntures de infraestrutura representam valores mobiliários com comportamentos distintos das demais debêntures colocadas no mercado, com maior capilaridade e prazos mais adequados as EFPCs. O panorama recente de emissões mostra que os títulos têm capacidade de evoluírem dentro da participação do financiamento do setor de infraestrutura, porém os títulos ainda não oferecem vantagens suficientes para fazer frente aos títulos públicos e, portanto, necessitam de maiores garantias aos debenturistas.

Essas constatações foram comprovadas com a aplicação de questionários onde ficou clara a necessidade de mudanças no ambiente institucional que os projetos de infraestrutura acontecem.

Os resultados da pesquisa indicam que os aspectos que mais afugentam as EFPCs são: os riscos políticos ou regulatórios, a falta de garantias oferecidas nas emissões, a alta remuneração paga pelos títulos públicos, a insegurança jurídica e os riscos do processo de licenciamento ambiental. Finalmente, depreende-se de todo o contexto do trabalho que a promoção um ambiente de negócio indutor de recursos de EFPCs a investimentos de infraestrutura de transporte no Brasil, somente será possível mediante a atuação conjunta dos diversos agentes envolvidos.

Enquanto busca-se a implantação de medidas que tragam maior estabilidade financeira e que permita a redução das taxas pagas pelos títulos públicos, o poder concedente deve patrocinar ações que trarão maior credibilidade ao setor, sem interferências políticas e com celeridade na resolução dos impasses. No mesmo sentido, a iniciativa privada, formada pelos investidores concessionários e as EFPCs, devem se dedicar a busca de arranjos de garantias que promovam a atratividade do negócio para ambas as partes.

## 7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRAPP. Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Consolidado estatístico agosto de 2015. Disponível em: <http://www.abrapp.org.br/consolidados/forms/allitems.aspx>. Acesso em 20 de outubro de 2015.

ANBIMA. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. Boletins fundos de investimentos. Disponível em: <http://portal.anbima.com.br/Pages/home.aspx>. Acesso em 06 de fevereiro de 2016.

BASTOS, H. G. O papel dos fundos de pensão na formação de funding no Brasil. Dissertação (Mestrado). Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2015.

BNDES. Desembolso Anual do Sistema BNDES. (2014). Disponível em: <http://www.bndes.gov.br>. Acesso em: maio de 2014.

BRASIL. Lei n. 11.079, de 30 de setembro de 2004. Institui normas gerais para licitação e contratação de parceria público-privada no âmbito da administração pública.

BRASIL. Lei n. 12.431 de 24 de junho de 2011. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica.

Commision on Growth and Development. The Growth Report: Strategies for Sustained Growth and Inclusive Development. Washington, DC: World Bank. 2014.

INDERST, G. Pension Fund Investment in Infrastructure, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 32, OECD publishing. 2009.

LIMA, S. L. Garantias em operações de *project finance* nos setores de infraestrutura: o papel dos *covenants*. Revista Finanças Aplicadas, V. 1, N. 1, pp.1-44, 2014.

MARKOWITZ, H. Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments. New Haven: Yale University Press, 1959.

MARQUES NETO, F. A.; SCHIRATO, V. R. Estudo sobre a lei das parcerias público-privadas. Editora Fórum. 228p. Belo Horizonte – MG. 2011.

NEWELL, G.; PENG, H.W. European Infrastructure Investment: A Valuable Addition to the Mixed-Asst Portfolio. Fibre Series, RICS, London. 2008.

OCDE. Pension markets in focus. Annual report. 44p. 2015. Disponível em: [www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets](http://www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets). Acesso em março de 2016.

PAIVA, E.V.S. Formação de Preço de Debêntures no Brasil. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo – USP. 268p. São Paulo - SP. 2011.

RIBEIRO, M. P. Concessões e PPPs – Melhores práticas em licitações e contratos. Editora Atlas. 192p. São Paulo – SP. 2011.

SEAE. Secretaria de Acompanhamento Econômico. Boletim informativo de debêntures incentivadas e demais instrumentos da Lei 12.431/2011. Brasília, 2015. Disponível em: [http://www.seae.fazenda.gov.br/assuntos/Infraestrutura/boletins/arquivos/boletim\\_infra\\_-debentures-dez-2015.pdf](http://www.seae.fazenda.gov.br/assuntos/Infraestrutura/boletins/arquivos/boletim_infra_-debentures-dez-2015.pdf).> Acesso em 01 de março de 2016.

Wajnberg, D. Debêntures de infraestrutura: emissões realizadas e perspectivas. Revista do BNDES 41. p. 331-378. Rio de Janeiro-RJ. 2014.