

Caminhos para estimular o investimento em infraestrutura

Joisa Dutra

Diretora do Centro de Regulação em Infraestrutura da FGV/CERI

Antonio Barbalho¹

Diretor de Energia para a América Latina, Banco Mundial

O desafio de promover necessários investimentos em infraestrutura não é específico do Brasil. Ao contrário, estimativas diversas são divulgadas ao redor do mundo, a exemplo do caso da McKinsey, que reporta serem necessários US\$ 57 trilhões em infraestrutura entre 2013 e 2030.

A maior parte dos investimentos em infraestrutura são públicos. Trata-se geralmente de investimentos em ativos de longo prazo de maturação, em períodos que muito excedem a duração dos mandatos dos governos locais. Os riscos de expropriação ou não respeito a direitos de propriedade em ativos específicos incentivam investimentos em volumes menores do que o nível eficiente. Nesse contexto, cabe avaliar como atrair capitais privados para esses investimentos.

A atração de capital privado depende de: redução de risco (*de-risk*) em investimentos em infraestrutura e, conseqüentemente, criar condições para o surgimento de uma classe de ativos – o que se convencionou chamar de “*infrastructure as an asset class*”.

O financiamento de infraestrutura pode ser entendido como um *matching* entre recursos que buscam oportunidades de aplicação (ou fontes



de fundos) e as alternativas ou ativos que poderiam receber esses recursos. Nesse contexto, a mitigação do risco ou *de-risking*, depende de modo fundamental do ambiente no qual se inserem as transações ou operações de financiamento de longo prazo, que se busca tornar mais saudável.

Entre as fontes de recursos e/ou agentes que detêm capital, tem-se: recursos provenientes do orçamento da União; bancos públicos, a exemplo da Caixa Econômica Federal e

BNDES; bancos comerciais do sistema financeiro tradicional; investidores institucionais, tais como fundos de *private equity*, fundos de pensão; e investidores individuais. Esses provedores de recursos diferem quanto a sua percepção de risco, capacidade e/ou disposição a alocar recursos, demanda/necessidade de preferência por liquidez, entre outros.

Alguns fatores importantes têm alterado as condições para o financiamento de longo prazo. A oferta de financiamento de longo prazo de infraestrutura no Brasil nos anos recentes é dominada pela participação do BNDES. A título ilustrativo, os desembolsos do banco correspondem a cerca de R\$ 50 bilhões em infraestrutura no ano de 2015. Com relação à origem dos recursos da instituição, observa-se no período predominância de aportes do Tesouro Nacional, tendência que se acentua após 2010, conforme mostrado nos gráficos.

Um segundo elemento que restringe acesso ao financiamento é a implantação dos Acordos de Basileia 3. Esses desenvolvimentos recentes no âmbito da regulação prudencial, já em curso no Brasil, impõem restrições adicionais sobre a disponibilidade de capital de longo prazo ao penalizarem

operações realizadas por agentes financeiros com duração superior a dez anos. Nesse sentido, cabe avaliar novas soluções de mercado para promover financiamento de longo prazo.

Pelo lado da demanda, ativos financeiros e ativos reais competem por recursos. No caso dos primeiros, observa-se concentração em títulos com maturidade muito curta (2 anos para LTNs) ou muito longa (40 anos para NTN-Bs). Verifica-se, portanto, um hiato justamente para títulos com maturidade compatível com as necessidades de financiamento de infraestrutura – em torno de 15 anos. Significa dizer que: (1) a alocação de recursos para ativos financeiros é concentrada em títulos públicos da dívida do Tesouro, como mostra a figura abaixo; e (2) os títulos que concentram maior volume de recursos não têm perfil compatível com financiamento de longo prazo.

Em um cenário de restrições à continuidade do modelo vigente de finan-

ciamento de infraestrutura, a atração de investimentos privados para uma classe de ativos de infraestrutura pressupõe uma reestruturação da política de emissão de títulos/endividamento pelo governo. Caso implementada, esta política poderia dotar os investidores de alternativas para alocar capital em *asset-classes* para projetos de infraestrutura de sinais de preço para o longo prazo, de modo a alinhar expectativas de mercado com retornos intrínsecos que são demandados para investimentos em infraestrutura.

Risco sustentável

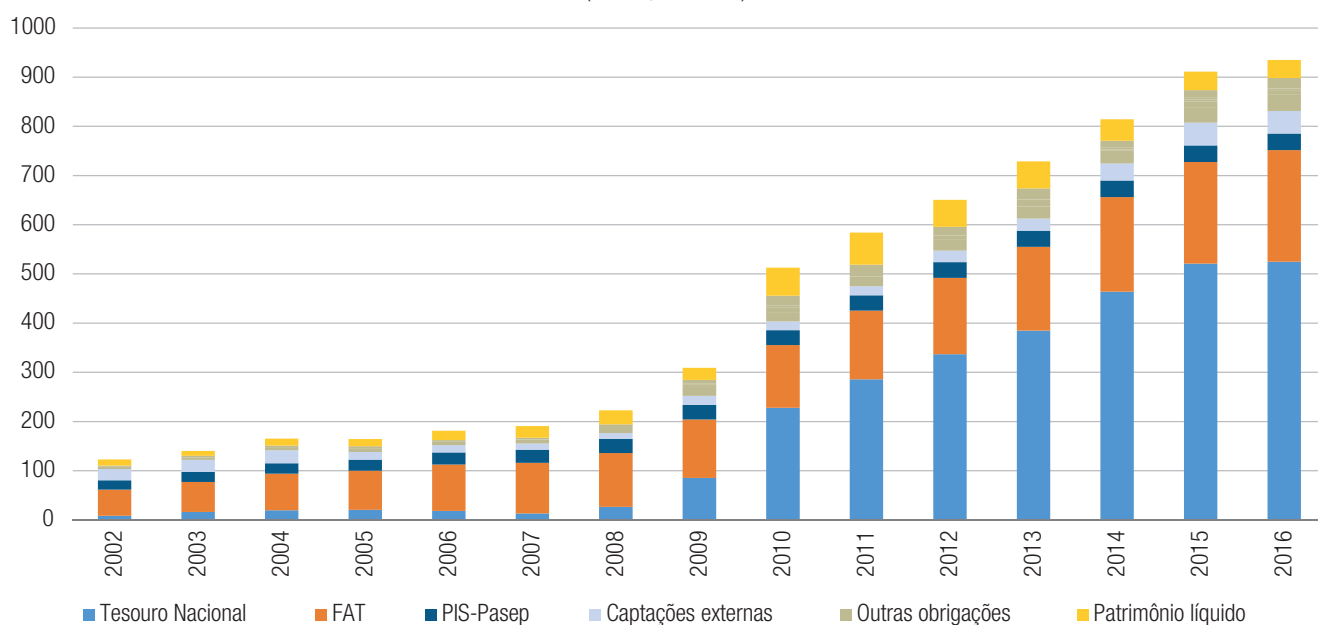
A decisão de investir em ativos reais é (também) avaliada sob uma perspectiva de risco-retorno. Investidores dificilmente assumem riscos que não conseguem avaliar e/ou mitigar. De acordo com as melhores práticas nos países membros da OECD, uma alocação adequada de riscos entre as

partes pública e privada aumenta as chances de sucesso no financiamento de longo prazo.

Em concessões do tipo BOT (*Build-Operate and Transfer*), é fundamental a compreensão dos riscos em cada uma das etapas ou estágios da vida de um empreendimento – desde a modelagem ou desenho do processo de atribuição (leilão), até a transferência ao final da vigência do contrato. A alocação dos riscos se dá por meio de um conjunto de etapas, que incluem mapeamento, avaliação, mensuração (quantificação) e mitigação. Uma condução adequada desse processo se traduz em um investimento bancável, capaz de atrair capitais privados e novos agentes para investimentos em infraestrutura. Poder-se-ia incluir, por exemplo, desde investidores que participam apenas da fase de construção (*venture capital*), até investidores tradicionais no segmento de energia.

Fonte dos recursos do BNDES

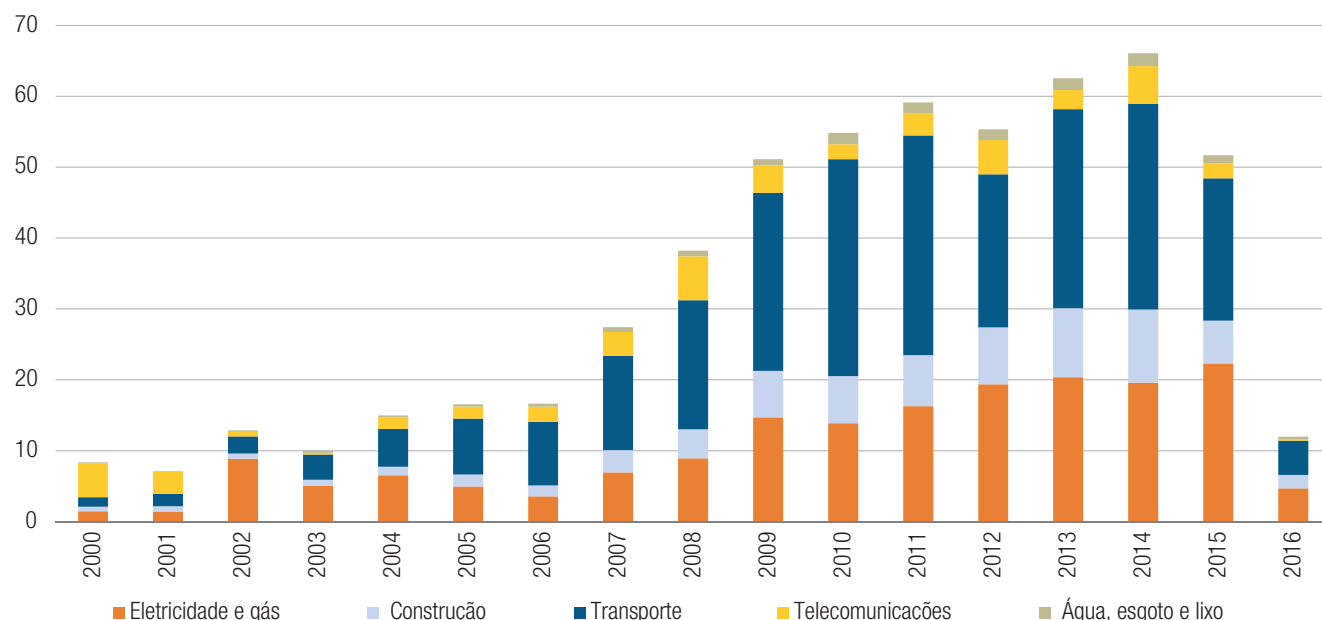
(em R\$ bilhões)



Fonte: FGV/CERI, a partir de dados do BNDES.

Desembolsos do BNDES em infraestrutura

(em R\$ bilhões)



Fonte: FGV CERJ, a partir de dados do BNDES.

Novos agentes no mercado

A implementação dos Acordos de Basileia 3 e o começo de uma era sem o BNDES como principal financiador para infraestrutura introduzem novos riscos regulatórios e de refinanciamento. Bancos comerciais e investidores institucionais têm um perfil diferenciado na tomada de risco. De um lado, os bancos comerciais conseguem administrar melhor carteiras de empréstimos com a duração variando de 5 a 10 anos, incluindo o risco de construção. Porém, investidores institucionais demandam alinhamento entre as necessidades de retorno de capital no longo prazo com a certeza de geração de receitas pelo projeto de infraestrutura.


Para fazer face a esses desafios, é necessário introduzir um novo agente no processo – os garantidores de financiamentos de longo prazo – de modo a apoiar a criação de *asset-classes* associadas à infraestrutura. Estes agentes poderiam ofertar produtos financeiros

capazes de facilitar a transição da fase de construção para a operação de ativos, proporcionando garantias contra riscos regulatórios durante a vida útil do investimento. Referidos produtos abrangem garantias financeiras, seguros para risco regulatórios e *hedging*, mitigando riscos desde a etapa de desenho ou modelagem do projeto. Em conjunto com entidades do governo federal, agentes do mercado financeiro doméstico e seguradoras têm um papel a cumprir neste novo regime de financiamento de longo prazo.

Conclusão

A experiência em países da OCDE evidencia que uma adequada alocação de risco entre parceiros públicos e privados, em conjunto com sinais de preço para o longo prazo, incentivam a introdução de financiamentos de longo prazo sustentáveis. Porém esses elementos facilitadores são suportados

por um conjunto de políticas e regulações, que combinadas a novos produtos e mercados financeiros compõem um (adequado) ambiente de negócios. É esse ambiente que permite assegurar aos investidores a confiança no retorno do capital a ser auferido.

A necessidade de revisitar o modelo de financiamento de infraestrutura no Brasil representa uma oportunidade de caminhar para a implementação de um novo regime. Argumentamos que um novo regime de financiamento de longo prazo envolve a criação de uma *asset-class* como alternativa para atrair investidores provenientes de uma gama variada de interesses. A falha em implementar soluções como essa pode comprometer o alcance de ganhos de competitividade e crescimento no curto e longo prazo do país. 

¹Opinião exclusiva do autor não refletindo a posição do Banco Mundial.