



Carta de Infraestrutura

Inter. B Consultoria Internacional de Negócios

18 de julho de 2016

2016

Ano 3, nº 14

**O financiamento do
investimento em
infraestrutura no Brasil**



Sumário

Apresentação e Editorial.....	2
Introdução.....	4
Panorama Mundial.....	4
Gráfico 1: Dívida Bruta e Déficit Nominal, vários países.....	5
Investimentos em Infraestrutura no Brasil.....	5
Quadro 1: Brasil — investimento em infraestrutura por setor Σ 2001-14.....	6
Quadro 2: Investimento em infraestrutura por setor, 2007-14.....	6
Quadro 3: Investimento em infraestrutura por instância pública e privada.....	7
Quadro 4: Investimento em infraestrutura de transportes por instância pública e privada.....	8
O Financiamento da infraestrutura no país.....	8
Quadro 5: Investimento em infraestrutura por setor e instância pública e privada.....	8
Quadro 6: Origem dos recursos dos investimentos em infraestrutura.....	9
Limitações à ampliação do financiamento.....	10

Apresentação e Editorial

O objetivo desta **Carta** é discutir – ainda que de forma sintética – o financiamento de infraestrutura no país, elemento instrumental não apenas para se ampliar os investimentos no setor, como melhorar sua qualidade.

Nas duas últimas décadas o país tem investido pouco mais de 2% do PIB em infraestrutura – transporte nos seus diferentes modais, energia elétrica, saneamento e telecomunicações - e nem sempre da forma mais eficiente. Os atrasos e sobre preços nas obras são conhecidos, e cobram um custo elevado no bem-estar da população.

Há uma **agenda de reformas modernizantes** que vale insistir:

- *Primeiro*, e como alicerce de projetos que tenham consistência entre si e aderência à demanda, é essencial o *planejamento de médio e longo prazo*, que torne inteligível para governo, os agentes e a sociedade, os investimentos anunciados, inclusive aqueles realizados e/ou financiados pelo governo. Não há mais espaço para anúncios ad-hoc e listas de projetos que pouco se falam, e descontextualizados.
- *Segundo*, a realização de obras públicas ou aquelas financiadas pelo setor público têm certos pré-requisitos que devem ser rigorosamente obedecidos: um *projeto conceitual*, que gera os termos necessários para a elaboração de um *projeto básico*. Este deve ser acompanhado de uma *licença ambiental* e ser detalhado o suficiente para que empresas em uma licitação possam competir na engenharia – isto é, otimizando o projeto básico e apresentando *projetos executivos* inovadores. Obras atrasadas, aditivos consecutivos onerando direta ou indiretamente os recursos públicos, resultados medíocres do ponto de vista do usuário, se inscrevem num ambiente permissivo que pouco era exigido dos desenvolvedores e/ou construtores.
- *Terceiro*, é imprescindível reduzir o risco regulatório no país, assegurando às agências autonomia decisória e financeira, e - em hipótese alguma, permitir que sejam usadas (como o foram no passado) como objeto de troca ou escambo político. *As agências são organismos de Estado* – por definição não pertencem a nenhum governo, partido ou grupo político.

- *Quarto*, a redução do risco regulatório, o retorno à normalidade macroeconômica e a conformação de um ambiente caracterizado pela estabilidade, previsibilidade e segurança jurídica são os elementos críticos para o sucesso das futuras licitações seja no âmbito das concessões, privatizações e PPPs. Um ambiente licitatório competitivo possibilita a não definição de uma TIR ex-ante e outros elementos que venham a engessar o processo.
- *Finalmente*, e este é o objeto da **Carta**, deve-se fazer um esforço de melhorar as condições de financiamento aos investimentos em infraestrutura. Há uma crescente participação do setor privado nos investimentos, mas esses empreendimentos são financiados de forma preponderante com dinheiro público. Mais além da volta da normalidade macroeconômica, que possibilitará uma redução sustentável dos juros de mercado e da Selic, há necessidade de ampliar o envolvimento dos bancos comerciais e do mercado de capitais no financiamento dos investimentos. Há um conjunto de iniciativas de caráter geral que são essenciais para ampliá-lo; e há outras voltadas especificamente a projetos de infraestrutura, dado suas características tipicamente de elevada intensidade de capital, *lumpiness*, riscos concentrados nos anos iniciais, e retorno a prazo mais longo – além de frequentemente fortes externalidades. Dentre as iniciativas vale destacar novas estruturas de garantias e a constituição de plataformas de *de-risking*; e maior envolvimento de seguradoras, não apenas na oferta de seguro garantia em escala – tal qual em mercados mais avançados – como em um papel de maior protagonismo e responsabilidade. O desenvolvimento do mercado de seguros é passo essencial se o país for caminhar para o financiamento via *project finance* e arranjos similares.

A mensagem desta **Carta** é simples: estamos muito distantes da fronteira que define uma infraestrutura de qualidade, e que atenda ao país. Essa distância só será superada se o investimento em infraestrutura – cuja modernização deverá levar cerca de duas décadas - for entendido como parte de uma agenda de Estado.

Esta agenda está posta, e em torno da qual existe – senão consenso – forte convergência. Como nada é de graça, cabe à sociedade decidir se a melhoria decisiva da infraestrutura deve prevalecer sobre outros objetivos, em tempos de forte restrição de recursos.

Como sempre enfatizamos, este é um trabalho independente e pro-bono da **Inter.B**, e com o único intuito de informar a sociedade civil, o setor privado e o governo sobre o setor de infraestrutura no país, e os obstáculos que se interpõe ao aumento do volume – e da qualidade - dos investimentos.

Introdução

No Brasil, investe-se em infraestrutura há mais de duas décadas cerca de 2% do PIB, sendo aproximadamente metade de responsabilidade do setor público. Todavia, é amplamente aceito que seriam necessários 3% do PIB apenas para compensar os efeitos da depreciação, e 5-6% do PIB durante cerca de duas décadas para modernizar a infraestrutura do país.

Essa é uma defasagem muito significativa. Para superá-la é preciso, no plano fiscal, um conjunto de reformas que levem a um aumento decisivo da poupança pública e maior disciplina nas contas do governo, alicerçando desta forma uma redução dos juros de forma sustentável. Na dimensão regulatória, é imperativo a despartidarização das agências, e sua maior autonomia decisória e financeira. No âmbito do financiamento, a diminuição progressiva e uma maior seletividade da participação dos bancos públicos, e um papel de maior centralidade do mercado de capitais, bancos comerciais, instituições seguradoras e outras.

O financiamento privado de infraestrutura é um desiderato que enfrenta obstáculos significativos. Um projeto tipicamente necessita de aportes consideráveis antes e durante a construção, fase em que se concentram os riscos (de construção e comissionamento). O país é marcado por um histórico de atrasos na conclusão de obras por conta de dificuldades de licenciamento, desapropriações, e eventuais paralisações, o que eleva o prêmio de risco e afeta a confiança do investidor. Além disso, o risco de execução é magnificado pela falta de planejamento, instabilidade regulatória e eventual mudança das regras de forma extemporânea.

Por fim, a estrutura de *project finance* para o financiamento de projetos de infraestrutura ainda não avançou o suficiente no país, evitando o uso do balanço e outras garantias reais por parte dos desenvolvedores. Parte do problema diz respeito à fragilidade do mercado de seguro garantia, e às dificuldades dos bancos privados concederem financiamento de longo prazo, principalmente na ausência de um mercado de seguros robusto.

O que segue é uma discussão sintética dos gastos de infraestrutura e seu financiamento no Brasil.

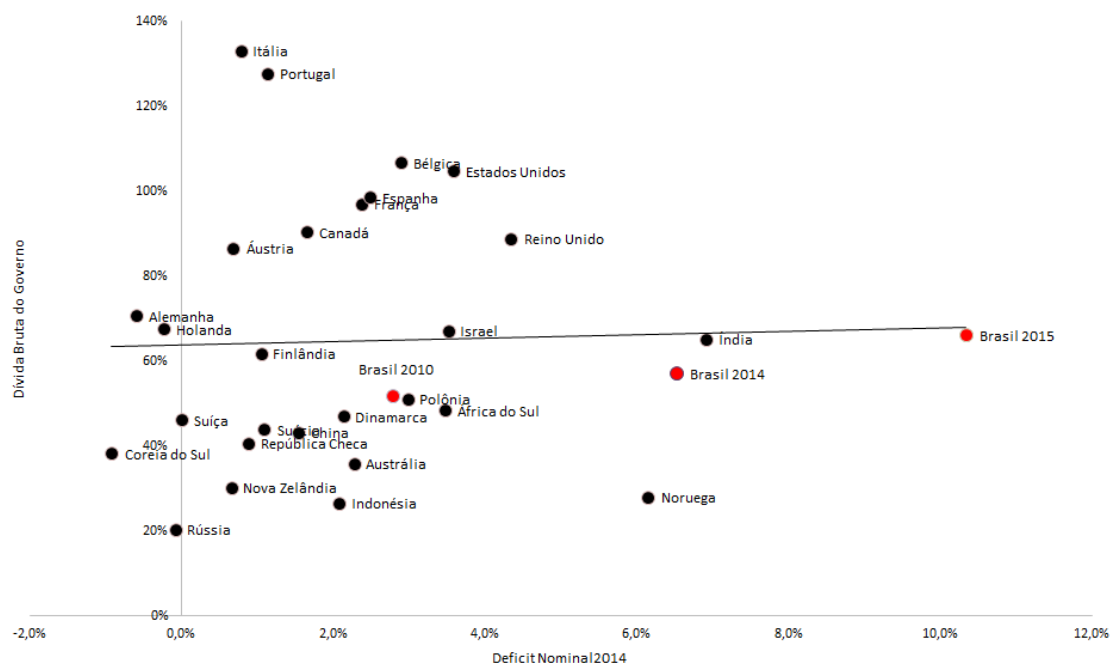
Panorama Mundial

A demanda por maiores investimentos em infraestrutura e melhoria de serviços é quase universal, como resposta ao crescimento da população, uma acelerada urbanização, a necessidade de integração espacial – e virtual – para facilitar o fluxo de bens, serviços e pessoas, entre outros. Estima-se que haveria, no mundo, uma demanda latente de US\$ 4 trilhões/ano, dos quais só são investidos cerca de US\$ 2,7 trilhões/ano, gerando uma brecha da ordem de US\$ 1,3 trilhões/ano.

Essa brecha é resultado, principalmente, das dificuldades de se financiar ativos e serviços de infraestrutura. Atualmente, a maior parte dos países é afetada por restrições fiscais decorrentes de pesadas dívidas de governo e elevados déficit fiscais (Gráfico 1). Como consequência, globalmente há uma tendência de maior envolvimento do setor privado, não apenas no desenvolvimento e operações de projetos de infraestrutura, como no seu financiamento.

Há, porém, obstáculos para o financiamento privado. *Primeiro*, os bancos comerciais têm restrições em relação aos empréstimos de longo prazo. Em países com sistema financeiro mais desenvolvido, os novos requisitos de capital, pós-Crise de 2008, fizeram-nos reduzir a disponibilidade de crédito de longo prazo. Em países menos desenvolvidos, essa modalidade de crédito praticamente inexistente. Em todos os mercados, atualmente, apresenta-se maior aversão ao risco por conta da crise financeira do final da década passada, além do interesse em encolher seus balanços e encurtar a duração de seus ativos.

Gráfico 1: Dívida Bruta e Déficit Nominal
Países selecionados, 2014 e Brasil 2010, 2014 e 2015.



Fonte: OECD e Banco Mundial; Elaboração própria.

Segundo, o papel dos mercados de capitais – mesmo onde são densos e líquidos - se tornou mais restritivo em anos recentes, dado o risco de construção e instabilidades da demanda associadas à incerteza macroeconômica. Para economias com mercados de capitais menos líquidos e eficientes, as restrições de financiamento são ainda maiores, principalmente levando em consideração a dificuldade e o custo do hedge cambial, muitas vezes essencial para garantir a colocação de títulos (a exemplo de debêntures).

Finalmente, investidores de longo prazo, como fundos de pensão e seguradoras, são uma fonte natural de recursos para os projetos de infraestrutura. Contudo, eles têm de lidar com a baixa liquidez dos investimentos, e com os riscos políticos, regulatórios e cambiais – muito relevantes para economias em desenvolvimento. Somado a problemas informacionais (assimetrias entre *sponsor* e investidores), torna-se necessário um prêmio de risco que, muitas vezes, inviabiliza o projeto.

Apesar dos obstáculos, a busca por recursos privados é crescente, e não apenas em países de tradição liberal, mas aqueles com forte histórico socialista (Índia) e social democrata (Canadá). Muitos vêm estruturando plataformas direcionadas à atração e facilitação de investimentos privados em infraestrutura. Há ainda uma tendência de recursos dos governos – frequentemente sob a forma de fundos dedicados ao setor - serem utilizados para alavancar o financiamento privado e viabilizar projetos de investimento que não seriam possíveis de outra forma.

Os Investimentos em infraestrutura no Brasil

É inquestionável que o Brasil investe pouco em infraestrutura. No período 2001-14, os investimentos foram em média de 2,18% do PIB, dos quais 0,78% em transporte, nos seus diferentes modais e pontos de articulação (portos e aeroportos), 0,68% em energia elétrica, 0,56% em telecomunicações, e 0,19% em saneamento (Quadro 1). Vale lembrar que somente para compensar a depreciação do capital fixo per capita seria preciso investir 3% do PIB anualmente.

Quadro 1: Brasil — investimento em infraestrutura por setor
Σ 2001-14, em R\$ bilhões correntes.

Segmento	R\$ bilhões	% PIB
Energia Elétrica	289,0	0,68
Telecomunicações	247,7	0,56
Saneamento	86,1	0,19
Transportes	344,2	0,78
Rodoviário	188,9	0,43
Ferroviário	58,1	0,13
Mobilidade Urbana	40,4	0,09
Aeroportuário	20,2	0,05
Portuário	32,2	0,07
Hidroviário	4,4	0,01
Total	967,0	2,18

Fonte: Empresas abertas (públicas e privadas); Siafi; CNI; IPEA data; Portal Transparência; Banco Central; e cálculos e estimativas próprias. **Nota:** O somatório do PIB nominal no período 2001-14 foi de R\$ 44.291 bilhões.

No período mais recente (2007-14), os investimentos em infraestrutura se elevaram de forma substancial (Quadro 2), crescendo 167% em termos nominais, e 97% em termos reais (deflacionado pelo custo do m² de construção).

Quadro 2: Investimento em infraestrutura por setor
2007-14, em R\$ bilhões correntes.

Segmento		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Energia Elétrica	<i>R\$ bi</i>	15,3	19,1	21,1	26,8	31,3	33,7	37,3	37,5
	<i>% PIB</i>	0,56	0,61	0,63	0,69	0,72	0,70	0,70	0,66
Telecomunicações	<i>R\$ bi</i>	12,4	24,8	18,5	16,1	21,4	23,9	22,3	29,3
	<i>% PIB</i>	0,46	0,80	0,56	0,41	0,49	0,50	0,42	0,52
Saneamento	<i>R\$ bi</i>	3,7	6,8	8,1	8,3	7,6	9,3	10,8	11,0
	<i>% PIB</i>	0,14	0,22	0,24	0,21	0,17	0,19	0,20	0,19
Transportes	<i>R\$ bi</i>	17,2	23,2	30,1	37,1	36,4	40,4	51,2	52,3
	<i>% PIB</i>	0,63	0,74	0,90	0,95	0,83	0,84	0,96	0,93
Rodoviário	<i>R\$ bi</i>	9,6	12,4	18,2	22,0	21,0	18,8	24,8	24,8
	<i>% PIB</i>	0,35	0,40	0,55	0,57	0,48	0,39	0,47	0,44
Ferroviário	<i>R\$ bi</i>	3,1	5,1	3,6	5,6	6,2	6,2	7,6	8,9
	<i>% PIB</i>	0,11	0,16	0,11	0,14	0,14	0,13	0,14	0,16
Mobilidade Urbana	<i>R\$ bi</i>	1,5	3,2	5,6	3,7	3,5	5,0	8,2	9,4
	<i>% PIB</i>	0,05	0,10	0,17	0,10	0,08	0,10	0,15	0,16
Aeroportuário	<i>R\$ bi</i>	0,7	0,5	0,5	0,7	1,2	2,8	5,9	5,1
	<i>% PIB</i>	0,03	0,02	0,01	0,02	0,03	0,06	0,11	0,09
Portuário	<i>R\$ bi</i>	1,9	1,3	1,0	4,0	3,8	7,1	4,1	3,3
	<i>% PIB</i>	0,07	0,04	0,03	0,10	0,09	0,15	0,08	0,06
Hidroviário	<i>R\$ bi</i>	0,4	0,7	1,1	1,0	0,8	0,5	0,6	0,8
	<i>% PIB</i>	0,01	0,02	0,03	0,03	0,02	0,01	0,01	0,01
Inv. Infra. Total		48,6	73,9	77,8	88,3	96,7	107,3	121,6	130,1
PIB Nominal		2.718	3.108	3.328	3.887	4.375	4.805	5.316	5.687
Invest. /PIB (%)		1,78	2,36	2,30	2,25	2,16	2,22	2,29	2,30

Fonte: ver Quadro 1.

Em contraposição, o aumento dos investimentos no período não aparenta ter se traduzido numa melhora significativa na oferta de serviços de infraestrutura, ainda que tenha havido palpável ampliação de capacidade – no caso de energia elétrica – e melhoras pontuais (a exemplo de aeroportos privatizados).

O Plano de Aceleração do Crescimento (PAC), lançado em 2007, foi uma tentativa do governo de impulsionar os investimentos em infraestrutura, tendo por premissa que caberia ao Estado liderar esse processo por meio de uma rápida ampliação dos investimentos públicos. De fato, os investimentos federais dão um salto de 0,19% do PIB entre 2007 e 2010, porém voltam a se contrair em termos relativos nos anos seguintes (Quadro 3). Já a participação das empresas privadas, apresenta crescimento apoiado pela considerável ampliação do financiamento disponibilizado pelo BNDES (e, em menor escala, por outros bancos públicos).

Quadro 3: Investimento em infraestrutura por instância pública e privada
2007-14, em R\$ bilhões e % do PIB.

Setor		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Governo Federal (OGF)	<i>R\$ bi</i>	6,5	9,0	12,7	16,8	16,1	13,2	13,2	14,8
	<i>% PIB</i>	0,24	0,29	0,38	0,43	0,37	0,27	0,25	0,26
Empresas Estatais Federais	<i>R\$ bi</i>	4,4	5,2	8,3	8,4	11,8	12,5	14,9	14,4
	<i>% PIB</i>	0,16	0,17	0,25	0,22	0,27	0,26	0,28	0,25
Empresas Estaduais e Autarquias	<i>R\$ bi</i>	10,7	15,9	22,7	23,3	20,3	21,8	30,6	30,4
	<i>% PIB</i>	0,39	0,51	0,68	0,60	0,46	0,45	0,58	0,54
Setor Público	<i>R\$ bi</i>	21,6	30,1	43,7	48,5	48,2	47,5	58,7	59,6
	<i>% PIB</i>	0,79	0,97	1,31	1,25	1,1	0,98	1,11	1,05
Empresas Privadas	<i>R\$ bi</i>	27,3	44,2	34,5	39,8	48,8	60,1	62,9	70,7
	<i>% PIB</i>	1,00	1,42	1,04	1,03	1,12	1,25	1,18	1,24
Investimento Total	<i>R\$ bi</i>	48,9	73,4	78,2	88,3	97,0	107,6	121,6	130,3
	<i>% PIB</i>	1,78	2,36	2,30	2,25	2,16	2,22	2,29	2,30

Fonte: ver Quadro 1

Em 2011, o novo governo faz uma inflexão relevante e, por motivos pragmáticos, lança o PAC 2, colocando a empresa privada no fulcro da execução dos investimentos, o que pode ser mais claramente observado no caso de transportes (Quadro 4). Enquanto os investimentos federais (OGF) e dos estados (empresas e autarquias) descrevem uma parábola, e das empresas estatais federais se elevam de forma marginal, os investimentos privados se ampliam de maneira sistemática no pós-crise até 2014, quando houve uma contração de 0,03% do PIB em relação ao ano anterior. Ainda assim, o total de investimentos em transportes permanece em aproximadamente 1% do PIB, menos da metade do observado na década de 1970 (2,03% do PIB), e claramente insuficiente para reposicionar o Brasil no que diz respeito à densidade e à qualidade dos serviços de transporte.

A partir de 2015, as dificuldades de execução dos investimentos em infraestrutura pelo setor público se tornaram ainda mais aparentes. Por consequência, os frágeis resultados — tanto quantitativos quanto qualitativos — levaram o governo a reconsiderar o papel do setor privado, particularmente a importância de seu protagonismo. Este movimento teve um impulso adicional por conta das significativas restrições fiscais que o país passou a enfrentar — e que se tornaram em 2015-16 uma efetiva emergência. Já não é suficiente o protagonismo privado; tornou-se imperativo que o financiamento passasse a caber no orçamento do Estado, e sem apelar para transferências extemporâneas do Tesouro.

Quadro 4: Investimento em infraestrutura de transportes por instância pública e privada 2007-14, em R\$ bilhões e % do PIB

Setor		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Governo Federal (OGF)	R\$ bi	6,4	7,4	10,9	15,1	14,8	11,6	11,5	13,1
	% PIB	0,24	0,24	0,33	0,39	0,34	0,24	0,22	0,23
Empresas Estatais Federais	R\$ bi	0,6	0,4	0,4	0,6	1,1	1,7	2,3	2,2
	% PIB	0,02	0,01	0,01	0,02	0,03	0,04	0,04	0,04
Empresas Estaduais e Autarquias	R\$ bi	4,3	7,5	12,4	11,3	8,8	9,4	17,2	17,5
	% PIB	0,16	0,24	0,37	0,29	0,20	0,20	0,32	0,31
Setor Público	R\$ bi	11,3	15,3	23,7	27,0	24,7	22,7	31,0	32,8
	% PIB	0,41	0,49	0,71	0,69	0,56	0,47	0,58	0,57
Empresas Privadas	R\$ bi	5,8	7,9	6,3	10,1	11,6	17,7	20,2	20,0
	% PIB	0,21	0,26	0,19	0,26	0,26	0,37	0,38	0,35
Investimento Total	R\$ bi	17,1	23,2	30,0	37,1	36,3	40,4	51,2	52,8
	% PIB	0,63	0,74	0,90	0,95	0,83	0,84	0,96	0,93

Fonte: ver Quadro 1.

O Financiamento da infraestrutura no país

O Brasil enfrenta um duplo desafio no âmbito da infraestrutura: necessita não apenas investir mais, como também melhorar a eficiência com que os investimentos são realizados. Desperdiça-se um grande volume de recursos por conta de dificuldades de execução. Ademais, comumente as prioridades estão invertidas: deixa-se, por exemplo, o transporte público de lado, quando este deveria ser o foco de todas as atenções no campo da mobilidade. Esquece-se do transporte de cargas sobre trilhos e sobre as águas. E uma vez o ativo constituído, frequentemente pode-se ainda questionar a qualidade do investimento, sendo comum encontrarmos estradas recém-construídas com pistas defeituosas ou obras parcialmente completas (a exemplo da Ferrovia de Integração Oeste-Leste na Bahia). O resultado é que nem sempre os gastos entregam os benefícios prometidos.

Nesse contexto, o financiamento deve ser visto como um instrumento de viabilização dos projetos, e um potencial filtro de qualidade. O processo de financiamento seria um elemento que poderia injetar maior disciplina de capital, impor critérios rigorosos na escolha de projetos, e garantir uma alocação de riscos sustentável, ao mesmo tempo em que amplia o volume de recursos alocados para infraestrutura.

Como se financiam os investimentos em infraestrutura? O Quadro 5 segrega os investimentos setoriais em infraestrutura no Brasil em 2014 de acordo com instâncias pública ou privada.

Quadro 5: Investimento em infraestrutura por setor e instância pública e privada 2014, em R\$ bilhões

Setor	Governo Federal	Empresas Estatais	Empresas e Autarquias Estaduais	Empresas Privadas	Total
Energia Elétrica	-	11,6	5,1	20,7	37,4
Telecomunicações	0,1	0,9	-	28,4	29,4
Saneamento	1,7	-	7,8	1,5	11,0
Transportes	13,2	1,7	17,4	20,0	52,3
Total	15,0	14,2	30,3	70,6	130,1

Fonte: ver Quadro 1.

Os dois maiores setores, transporte e eletricidade, são um híbrido público-privado. Telecomunicações é o único inteiramente privado e saneamento é majoritariamente público. Em todos os setores, há sinais de que a participação privada irá aumentar nos próximos anos por meio de concessões, privatizações e parcerias público-privadas (PPPs).

Apesar da expansão projetada dos investimentos privados e das restrições fiscais e de gestão do setor público, não há paradoxalmente como prescindir de um envolvimento do próprio setor público. *Primeiro*, pela natureza complementar de uma ampla gama de investimentos públicos e privados. *Segundo*, pela dificuldade dos bancos privados e do mercado de capitais (sob a forma de ações, debêntures e outros instrumentos) substituírem parte considerável do *funding* ainda altamente competitivo do setor público, ao menos num horizonte previsível.

Um levantamento discriminando as fontes de recursos dos investimentos em infraestrutura no Brasil em 2014 confirma a dominância do setor público (Quadro 6). Mais especificamente, o governo participa de 83% do financiamento dos investimentos em infraestrutura por meio do BNDES, da Caixa Econômica Federal (CEF) e dos recursos garantidos pelo Tesouro (a exemplo do Banco Mundial e do BID, no caso de empréstimos para entidades subnacionais).

A posição do BNDES como principal fonte de financiamento para projetos de infraestrutura se torna um dado não apenas por uma questão de inércia. Mesmo que o mercado de capitais adquira importância crescente, não se vislumbra uma quebra imediata de paradigma, no sentido de fontes privadas de financiamento assumirem uma posição dominante em relativamente pouco tempo. Contudo, sem uma racionalização radical e melhora na qualidade dos gastos públicos, também não se prevê uma expansão, mesmo que moderada, do balanço do BNDES (e outros bancos públicos) consistente com as demandas de financiamento de longo prazo. ***Em síntese, esse é o dilema dos próximos anos.***

Quadro 6: Origem dos recursos dos investimentos em infraestrutura
2014, em R\$ bilhões

Origem dos Recursos	OGF ¹	Estados ²	BNDES ³	CEF ⁴	FIs ⁵	Empréstimos ⁶	Debêntures para Inv. ⁷	FIP ⁸	Capital Próprio ⁹	Outros ¹⁰	Total	
Energia Elétrica	0,00	0,01	19,04	0,01	1,67	0,63	4,73	-	7,65	3,72	37,46	
Telecomunicações	0,04	-	5,29	-	-	0,21	0,20	-	13,80	9,79	29,33	
Saneamento	1,71	0,54	1,82	8,10	-	1,54	0,75	0,25	0,00	-	14,71	
Transportes	13,07	10,18	29,14	10,18	1,20	1,75	6,38	0,03	1,51	10,74	84,18	
Total	R\$ B	14,82	10,73	55,29	18,29	3,12	4,13	12,06	0,57	22,96	24,25	166,22
	% do PIB	0,26	0,19	0,97	0,32	0,05	0,07	0,21	0,01	0,40	0,43	2,92

Fonte: cálculos próprios com base nas seguintes fontes: ¹ Informações disponibilizadas no Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal (SIAFI). Representam as despesas de investimento do governo em cada modalidade; ² Informações disponibilizadas nos portais transparências dos estados: SP, MG, RJ, PR, PE, CE e ES. Os demais estados relevantes não possuíam uma discriminação de despesas por setor; ³ <www.bndes.gov.br> e entrevistas; ⁴ Valores disponibilizados pela CEF através do Sistema Eletrônico do Serviços de Informações ao Cidadão (e-sic) ⁵ Valor desembolsado pelo FI-FGTS para novos projetos; ⁶ Empréstimos do BID, Banco Mundial, IFC e Exim Bank USA; ⁷ Banco de dados Anbima e verificado prospecto a prospecto para confirmar que a destinação dos recursos captados foram direcionados para investimento. Incluem também as debêntures incentivadas, de acordo com a Lei nº 12.431/2011; ⁸ Valores disponibilizados pelo banco de dados da Anbima, considerando os 27 Fundos de Investimento e Participações (FIPs) mais importantes na área de infraestrutura; ⁹ O capital próprio foi estimado baseado na premissa de que 70% do total investido em infraestrutura por empresas (excluindo o governo federal e estados) são financiados, enquanto 30% são de capital próprio; ¹⁰ Diferença entre o valor dos investimentos e o valor dos recursos desembolsados, e podem representar aportes sem discriminação setorial de Fundos de Investimento e Participações (FIPs), Fundos de Infraestrutura, banco privados ou ainda estruturas de *project finance* não contabilizados nos desembolsos/empréstimos em infraestrutura.

Nota: O Valor total de financiamento pode não ser igual ao valor total investido na medida em que alguns empréstimos concedidos não são convertidos em investimento no mesmo ano.

Limitações à ampliação do financiamento

O problema do financiamento da infraestrutura tem duas referências fundamentais. *Primeiro*, as condições macroeconômicas e o regime fiscal do país, sua fragilidade e consequências para o financiamento da atividade econômica. *Segundo*, as barreiras ao financiamento de longo prazo no Brasil. A normalidade macroeconômica, um regime fiscal crível e um horizonte capaz de reverter expectativas adversas são essenciais para suportar a retomada dos investimentos. Da mesma forma, é fundamental uma agenda de desenvolvimento dos mercados de crédito e de capitais que venham suportar, em bases sustentáveis, o financiamento do investimento privado no país.

Para o financiamento privado crescer, é necessário, em primeira instância, que haja poupança capaz de sustentar tal crescimento. Em particular, seria necessário reverter a redução progressiva e consistente da poupança pública nos últimos 35 anos, com a perda de 10,3% do PIB entre a média da década de 1980 e 2015, e 14,2 % do PIB se retrocedermos uma década mais¹. Tal mudança implicaria no aumento poupança agregada, estabelecendo as bases de um novo regime de financiamento do setor privado pela decorrente redução, sustentável, da taxa de juros reais e maior disponibilidade de recursos para financiamento do investimento.

O financiamento voluntário de longo prazo para empresas no país tem se apoiado em fontes externas, de modo geral disponíveis para as grandes empresas, e aquelas capazes de neutralizar o risco cambial. O mercado de ações como instrumento alternativo de financiamento em Reais é mais recente, e deu um salto material impulsionado pelo investidor externo e por sua popularização no país. Porém desde 2014 vem se contraindo com a crise que o país experimenta, além das falhas regulatórias e de fiscalização que permitiram a derrocada de papéis que simbolizavam o próprio mercado (a exemplo da Petrobrás e Eletrobrás) ou um novo padrão de financiamento (no caso de projetos pelo denominado grupo X). Na perspectiva do financiamento de longo prazo, o desafio, portanto é reverter o processo de regressão que o país vive, e reforçar os mercados acionários, de títulos corporativos e de crédito bancário, alternativas ainda pouco desenvolvidas.

Uma dificuldade adicional é que as instituições, como fundos de pensão, seguradoras e outras, que tradicionalmente têm capacidade de investir em instrumentos de dívida (e outros) com horizontes longos, têm evitado ampliar sua exposição a papéis de infraestrutura, mesmo não sendo acossadas pelo descasamento temporal entre ativos e passivos. Estas instituições têm, de fato, sido demandadas, mas enfrentam limitações de realocação material do seu *portfolio*, dado o grau de volatilidade macroeconômica que as impele para papéis curtos e de baixo risco.

A escassez de recursos para financiamento de investimentos em infraestrutura é em última instância fruto do limitado desenvolvimento do mercado de crédito bancário de longo prazo, e dos mercados de capitais – particularmente debêntures - e de seguros. Há poucas estruturas financeiras e de garantias capazes de suportar investimentos elevados, que irão constituir ativos de longa duração e cujos retornos tendem a ser moderados, ainda que relativamente estáveis. Esses investimentos são geralmente capital intensivo, com um prazo de maturação estendido - normalmente de três a cinco anos - antes de gerar um fluxo de caixa positivo, e por vezes ainda mais, por conta das dificuldades na implantação dos projetos. O seu financiamento necessita, portanto, de um prazo significativo de duração.

¹ Ver Nota CEMEC 01/2016 Relatório Trimestral de Financiamento dos Investimentos no Brasil.

Crédito Bancário de Longo Prazo. Em anos recentes, a participação dos bancos privados no financiamento de projetos de infraestrutura foi limitada, mas no passado já houve operações direcionadas para o financiamento privado a prazos superiores a 10 anos, compondo um *mix* competitivo de recursos.

Primeiro, é preciso evitar o descasamento entre o ativo e o passivo dos bancos. Para financiar uma obra de infraestrutura, que promete retornos moderados em um prazo longo, seria necessário que os bancos tivessem um passivo com as mesmas características. Nesse sentido, deve-se examinar a possibilidade da criação de uma “letra de investimento em infraestrutura” (LII), título com lastro em financiamentos destinados a projetos de investimento de infraestrutura na fase de constituição do ativo físico e garantia do banco emissor. A LII teria prazo mínimo de 3-5 anos, isenção de imposto de renda para o investidor e não estaria sujeita ao recolhimento do compulsório pelo Banco Central.

Segundo, é necessária a estruturação de um mercado secundário amplo e com liquidez para os instrumentos de captação de longo prazo dos bancos, além de títulos privados – a exemplo das debêntures – e dos créditos bancários. A importância de um mercado secundário é clara: restrições à saída são – ipso facto – barreiras à entrada. *Terceiro*, para reforçar a segurança jurídica de operações longas, a legislação deve ser atualizada de modo a dar prioridade à preservação da empresa/ativo, estimulando a rápida troca/afastamento de acionistas, caso os credores entendam que este é o melhor caminho para recuperá-la. De forma complementar, nova legislação poderia estabelecer maiores garantias das operações, destinando parcela da receita da concessionária para pagamento da dívida assumida com os bancos, evitando que numa recuperação judicial os recursos fossem deslocados para a massa falida, e possibilitando assim uma redução dos prêmios de risco.

Mercado de Títulos Privados. O tamanho do mercado de títulos públicos e suas características (liquidez, segurança e rendimento) limitaram o desenvolvimento do mercado de títulos de dívida privada. Passada as circunstâncias de emergência fiscal que o país vive, é essencial que se tomem passos decisivos para o aumento da poupança do setor público, possibilitando o alongamento dos prazos dos títulos, além de criar uma curva de juros de longo prazo em vários prazos de vencimento, facilitando a precificação de ativos com prazos superiores há dez anos (atualmente, sem referência).

Em paralelo, deve-se apoiar a emissão de papéis privados longos. *Primeiro*, assegurando que o elemento central gerador do incentivo tributário para debêntures emitidas pelas empresas seja a duração do papel e não o prazo durante o qual o investidor reteve o papel na carteira, de modo a incentivar o mercado secundário dos títulos longos. O imposto cobrado dos investidores em debêntures e outros títulos longos deveria no limite atingir uma alíquota zero a partir do décimo ano da **duração** do papel, e independente do prazo de manutenção do papel em carteira.

Segundo, e na perspectiva prudencial, deve-se superar o viés a favor de títulos públicos, o que estreita ainda mais o mercado de títulos privados. Por exemplo, aplicando os novos requisitos das debêntures de infraestrutura² a outros títulos de dívida privada de alta qualidade e baixo risco. *Terceiro*, para facultar a entrada de investidores individuais, seria útil a emissão de títulos padronizados e de baixo valor, que sejam facilmente analisados pelo investidor. *Finalmente*, o BNDES poderia servir de filtro, sinalizando ao investidor individual ou instituição a qualidade dos papéis emitidos sob sua liderança, porém sempre em caráter minoritário (15-20%).

Provavelmente, a restrição efetivamente vinculante — do ponto de vista do emissor (e eventualmente das instituições intervenientes) — é a dificuldade de acomodar as garantias necessárias aos financiamentos do projeto no balanço corporativo do *sponsor* do projeto. Nesse sentido, só existiria uma

² Em Novembro de 2015 o Conselho Monetário Nacional (CMN) permitiu o aumento da participação das debêntures de infraestrutura na carteira das entidades de previdência complementar (a exemplo de fundos de pensão), seguradoras, resseguradoras e sociedades de capitalização de 25% para 30%. Se a debênture tiver parte de seu principal garantido por títulos públicos, a participação na carteira dessas instituições poderia se expandir de forma significativa, chegando a 75%.

forma efetivamente transformadora de financiar a infraestrutura do país, isto é, estruturar o financiamento sob a forma de *project finance*. Neste caso, o fluxo de caixa do projeto paga o financiamento, cujas garantias são os próprios ativos do projeto. Na prática, contudo, não apenas os balanços dos *sponsors* — construtoras e outros — se tornaram uma potencial restrição a uma rápida expansão dos investimentos, como há limitações crescentes do ponto de vista do capital próprio, porque raras vezes um projeto prescinde de capital do investidor.

Há atualmente no país poucas estruturas que efetivamente funcionam como *project finance* estrito senso (*non-recourse*). A incerteza quanto à conclusão do projeto e o início da geração de caixa geram um risco exacerbado na fase inicial do projeto. Consequentemente, a ausência de garantias corporativas inviabilizaria o financiamento no período crítico de construção.

Nos países cujos mercados de projetos são mais maduros, essa garantia de execução é provida por seguradoras privadas, sob a denominação de “*performance bond*”. Assim, as seguradoras acabam tendo uma função muito importante, não apenas sinalizando a qualidade do investimento, mas também, no processo, definindo se o projeto é financiável e acompanhando sua execução em termos de prazos e custos, e eventualmente a geração de caixa do ativo.

O caminho mais sustentável seria construir um arcabouço de políticas que incentivem as seguradoras a assumirem um papel ativo no processo de financiamento no Brasil, constituindo mesmo o seu fulcro³. Ao fazê-lo, assegurariam — ou maximizariam a probabilidade de — uma melhor qualidade dos projetos e uma execução com aderência aos parâmetros de custo e prazos. O adensamento desse mercado (de seguros) iria gerar ao longo do tempo mais informação sobre o desempenho das construtoras e *sponsors*, refletido ou sintetizado nos prêmios de risco dos seguros de execução, entre outros.

A criação do Fundo Garantidor de Infraestrutura (FGIE) em 2014, e de um seguro contra o risco regulatório com o apoio de instituições multilaterais que foi cogitada pela Fazenda em 2015, seriam iniciativas construtivas desde que se dando em complemento à atuação de agentes instituições, tais como seguradoras privadas. Ao mesmo tempo, uma estrutura de compromisso de aumento de capital em até 20% do valor das obras para cobrir eventualidades no período de construção (o chamado *Equity Support Agreement* — ESA), tendo o próprio governo como contraparte, deve ser visto na melhor das hipóteses como uma solução temporária e incompleta.

Mais importante é a busca de soluções que reduziriam a ineficiência na alocação dos recursos em infraestrutura. Possivelmente, a aumento do mercado de seguro garantia, com cada vez mais seguradoras participando, poderia servir como um filtro na qualidade dos projetos, melhor dividir o risco e sinalizar quanto à capacidade de construção dos *sponsors*. Admite-se que seja muito difícil assegurar a inexistência de “elefantes brancos”, projetos dispendiosos, e cujo impacto no bem-estar da população é marginal ou mesmo negativo. Ao mesmo tempo, a constituição de uma estrutura privada, em que o risco do projeto é efetivamente partilhado entre *sponsor* e seguradora em sua fase crítica, com um mínimo de interferência do governo, seria uma mudança de paradigma da forma como os projetos de infraestrutura são conduzidos no país.

³ Em Julho de 2016 o Senador Cássio Cunha Lima protocolou um Projeto de Lei que “torna obrigatória a contratação pelo vencedor de processo licitatório, de seguro garantia de execução que cubra 100% do valor do contrato, em favor do poder público....concedendo à seguradora amplos poderes de fiscalização”. Ver Valor, 11/07/2016, p. A8. Nesta perspectiva, é fundamental que as seguradoras tenham o chamado “step-in rights” para substituir em maiores obstáculos as empresas que não que não cumpriram suas obrigações no âmbito do projeto. Esta mudança de paradigma deve se aplicar não apenas a licitações públicas como a projetos de caráter privado, como forma de impulsionar os investimentos em infraestrutura sob novos arranjos de financiamento.

Contato

**Inter.B Consultoria Internacional de
Negócios**

Rua Barão do Flamengo, 22 - sala 1001
Rio de Janeiro, RJ, 22220-080

Tel: +55 21 2556-6945

Fax: +55 21 2556-2950

julia.noronha@interb.com.br

joao.mourao@interb.com.br