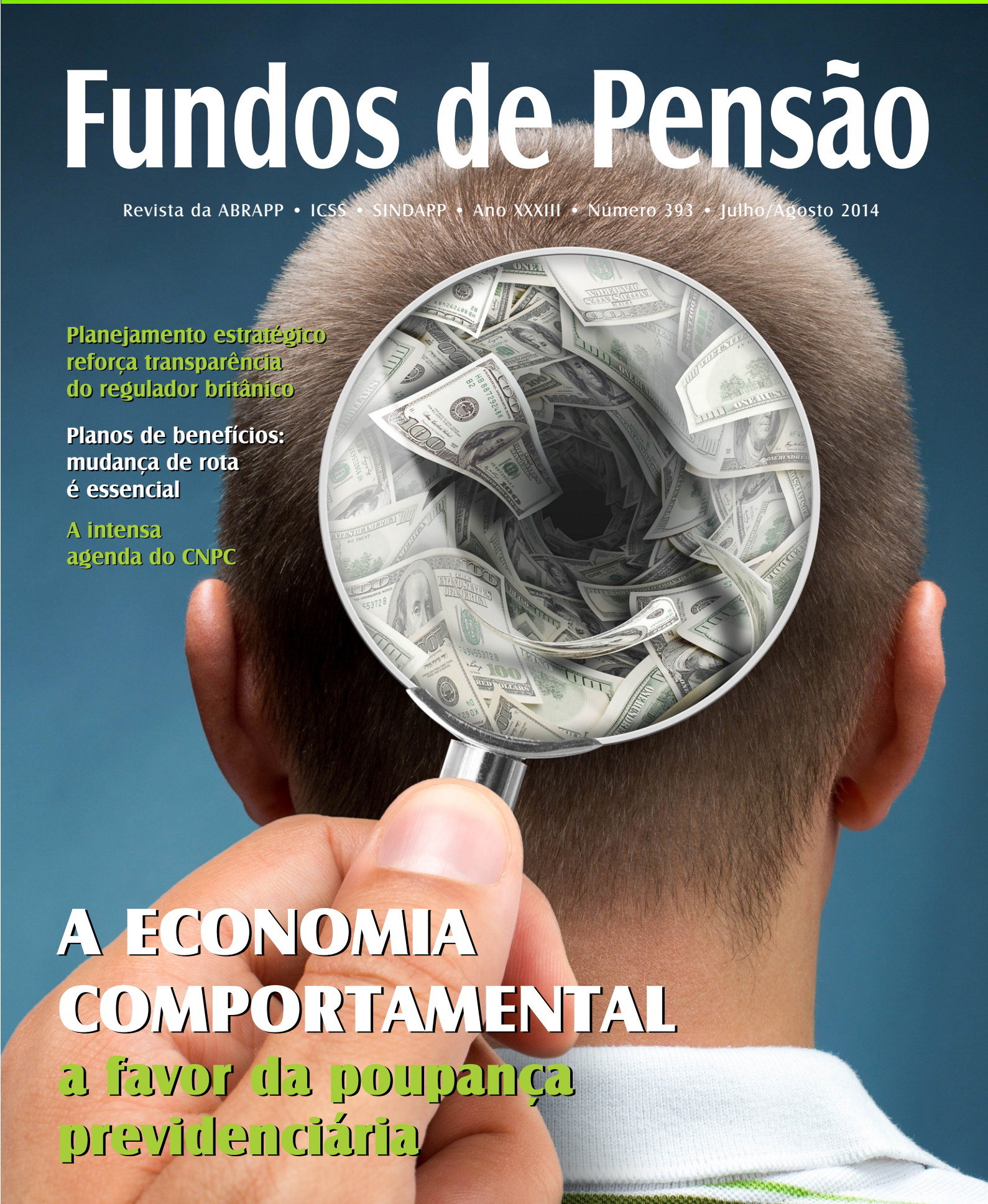
CNPJ POR PLANO OU CNPB FORTALECIDO?

Fundos de Pensão

Revista da ABRAPP • ICSS • SINDAPP • Ano XXXIII • Número 393 • Julho/Agosto 2014



Planejamento estratégico reforça transparência do regulador britânico

Planos de benefícios: mudança de rota é essencial

A intensa agenda do CNPC

A ECONOMIA COMPORTAMENTAL a favor da poupança previdenciária

GEORG INDERST

AS NECESSIDADES SÃO IMENSAS E OS DESAFIOS AINDA MAIORES

"O Brasil gastou apenas 1,8% do PIB em infraestrutura nas últimas duas décadas, mas deveria ter dispendido perto de 5% apenas para acompanhar o crescimento econômico"

A consultoria londrina *Inderst Advisory* tem entre seus clientes organizações internacionais como OCDE, Banco Mundial e G-20, além de bancos de desenvolvimento, gestoras de ativos e fundos de pensão dos mais diversos países. O motivo é bastante simples: o sócio-fundador da empresa, Georg Inderst, é um dos maiores especialistas do mundo quando o assunto é investimento em infraestrutura. O tema vem sendo bastante discutido em anos recentes à medida em que os governos cobram maior participação do capital privado nos projetos e os investidores institucionais, estimulados pelas baixas taxas de juros, buscam diversificação e ativos de longo prazo. Aos interessados nas novidades que hoje permeiam as discussões do mercado financeiro, o consultor ítalo-suíço avisa: ape-

sar dos retornos elevados, é necessário ter certeza sobre os efeitos que os ativos de infraestrutura terão sobre o portfólio, além de conhecimento acerca dos empreendimentos. Em entrevista exclusiva à **Fundos de Pensão**, Inderst, que é doutor em Economia e Ciências Sociais pela Universidade de Viena, fala ainda das dificuldades e desafios a esses investimentos no Brasil, além de elencar alguns dos fatores que fazem com que Austrália e Canadá, países com sistemas previdenciários bem desenvolvidos, se destaquem no segmento. "O Brasil possui um grande banco de desenvolvimento operando nessa área... Há, também, muita experiência em '*project finance*' e parcerias público privadas." Contudo, para que o capital institucional - tanto doméstico quanto internacional - encontre mais oportunidades no país, salienta o executivo, é preciso haver uma gama mais ampla de veículos de investimento apropriados disponíveis.

Há diferentes definições sobre o que seriam os investimentos em infraestrutura. Qual é a sua?

Georg Inderst - Essa é uma pergunta de fato interessante. Todos nós sabemos o que infraestrutura quer dizer e a definição do termo pode ser facilmente encontrada em qualquer dicionário: "As instalações e estruturas físicas e organizacionais básicas (por exemplo, prédios, estradas, rede de energia) que se fazem necessárias a uma empresa ou à sociedade como um todo." Essa é a definição do Oxford. Entretanto, a definição exata é bastante controversa, tanto na teoria quanto na prática. Alguns preferem definir infraestrutura em termos de características físicas, como uma ponte ou um oleoduto que se pode ver ou tocar. Outros utilizam uma definição econômica que enfatiza aspectos patrimoniais, de monopólio ou de propriedade da esfera pública.

No ambiente financeiro, costuma haver maior enfoque nas características do investimento, como o fluxo de renda estável e de longo prazo, a baixa sensibilidade a ciclos econômicos, a baixa correlação com outras classes de ativos e a proteção contra a inflação. Há ainda quem prefira uma definição com caráter mais contratual ou regulatório que se atenha aos arranjos de financiamento do projeto e/ou ativos abrangidos pela regulação, restringindo o termo a empresas que prestam serviços de utilidade pública, por exemplo. Por fim, há o dilema sobre o que pode ser considerado infraestrutura pública em contraposição à privada. Na prática, todas essas diferenças se resumem em investir em ativos de setores de 'infraestrutura econômica' - como transportes, energia, telecomunicações, água e esgoto - e 'infraestrutura social', como escolas, hospitais e prisões.

Contudo, vale salientar que há algumas áreas nebulosas, a exemplo do que acontece nos setores de geração, distribuição e redes energéticas, incluindo-se aí a energia renovável. Os fundos de investimento frequentemente incluem conglomerados industriais ou empresas que oferecem serviços de infraestrutura. A 'fronteira' em relação aos ativos imobiliários também é pouco definida quando o assunto são as acomodações para estudantes, estádios de futebol e prédios de órgãos públicos. Para o investidor, isso significa duas coisas: em primeiro lugar, é preciso abordar o assunto de forma muito clara sob o ponto de vista da

governança, os seja, é preciso ter certeza sobre os efeitos que os ativos de infraestrutura terão sobre o portfólio. Em segundo lugar, é necessário entender a fundo o investimento a fim administrá-lo adequadamente no futuro.

Por que os investimentos em infraestrutura são uma boa alternativa para os fundos de pensão?

Georg Inderst - Os investimentos em infraestrutura são um fenômeno relativamente novo para os fundos de pensão na maioria dos países. Esses investidores começaram a olhar para a infraestrutura com algum interesse por razões bastante variadas, tendo sido estimulados, em alguns casos, pelas baixas taxas de juros. Atualmente, muitos fundos de pensão e companhias seguradoras procuram por ativos de mais longo prazo e maior diversificação nas carteiras. Os planos com passivos indexados à inflação também têm se dedicado a buscar alguma proteção via os ativos de infraestrutura, embora esses instrumentos não sejam muito fáceis de encontrar no mercado.

A lista de desejos é longa e a infraestrutura é por vezes descrita pela indústria financeira como uma nova 'classe de ativos' real e alternativa, detentora de características quase míticas. Isso não ajuda muito, já que os ativos de infraestrutura diferem consideravelmente. Há grande variação em diversos quesitos: setores, geografia, estágios de desenvolvimento (construção de novas unidades - *greenfield*, ou ampliação de sítios industriais já existentes - *brownfield*), natureza privada ou PPPs e fluxo de renda (pagamento pela utilização ou taxas de disponibilidade), entre muitos outros. Os ativos na área de transporte como estradas e túneis, por exemplo, encontram-se frequentemente expostos a flutuações na demanda durante ciclos econômicos. Há uma tendência menor para que isso aconteça em sistemas de utilidade pública ou projetos sociais de PPPs que podem, por sua vez, estar expostos a riscos contratuais e regulatórios. Embora a maioria dos investidores só tenha atravessado um ou dois ciclos econômicos, eles já aprenderam algumas lições sobre as diferenças presentes no 'universo da infraestrutura'.

Parece haver uma grande lacuna entre as necessidades e os investimentos efetivos em infraestrutura ao redor do mundo. Por que isso acontece?

Georg Inderst - As necessidades de investimentos em infraestrutura são imensas no mundo e os desafios que se impõem são ainda maiores nos mercados emergentes e economias em desenvolvimento. No entanto, as exigências e lacunas presentes nesse universo de investimento não são fáceis de quantificar. Os gastos com infraestrutura têm decrescido no mundo desenvolvido, chegando a 3% do PIB nas últimas décadas. Tais investimentos vêm se mantendo elevados na Ásia oriental, mas particularmente baixos na América Latina, onde giram em torno de 2% do PIB. Especialistas acreditam que seriam necessários aumentos de 4% ou mais ao longo de vários anos a fim de que a lacuna de infraestrutura fosse devidamente preenchida. De acordo com consultoria McKinsey, o Brasil gastou apenas 1,8% do PIB em infraestrutura nas últimas duas décadas, mas deveria ter dispendi-

do perto de 5% apenas para acompanhar o crescimento econômico. Se considerarmos as mudanças climáticas ou as metas sociais mais elevadas, esse número seria ainda mais alto.

Quais são os instrumentos mais utilizados pelos fundos de pensão para investir em infraestrutura?

Georg Inderst - Há uma gama crescente de alternativas disponíveis em muitos países. Primeiramente, acho importante dizer que os fundos de pensão estão envolvidos indiretamente com investimentos em infraestrutura há muito tempo. Tradicionalmente, esse envolvimento se dá via ações listadas ou debêntures de empresas de serviços de utilidade pública ou companhias de infraestrutura, bem como via títulos municipais que são utilizados para financiar projetos, a exemplo do que acontece nos Estados Unidos. Esses instrumentos tradicionais representam uma boa proporção das carteiras dos investidores, um fato que muitas vezes passa despercebido.

Uma 'nova onda' de investimentos em infraestrutura teve início na Austrália, nos anos 90, por meio dos fundos listados de infraestrutura. Hoje em dia, quando as pessoas falam sobre investir no segmento, elas normalmente se referem a fundos privados exclusivos ou investimentos diretos em projetos. Os fundos fechados de *private equity* são mais populares entre as entidades da Europa e Estados Unidos. As entidades australianas, pioneiras, preferem os fundos abertos. Já os fundos de pensão canadenses realizam investimentos diretos desde o começo dos anos 2000, modelo que vem sendo seguido por outras entidades de grande porte e fundos soberanos em diferentes partes do mundo. Todavia, os investimentos diretos demandam alta capacidade e elevado volume interno de recursos.

Sendo assim, quais seriam as opções mais adequadas às entidades de menor porte?

Georg Inderst - Os investimentos indiretos em fundos são, em geral, a única opção viável. Alguns planos menores vêm tentando se tornar co-investidores em fundos que tenham a participação de *players* de maior peso; outros se unem a plataformas conjuntas de investimentos em infraestrutura. Há diversos exemplos de tais 'clubes', alianças ou sindicatos em diferentes países. Nos mercados emergentes também vemos fundos e plataformas que contam com o envolvimento de bancos e outras instituições de desenvolvimento (internacionais e domésticas) que têm o poder de dar segurança aos investidores privados. Outra novidade é o início do interesse em dívida de infraestrutura por parte de companhias seguradoras e fundos de pensão que estejam em busca de fluxo de renda de longo prazo. Até agora, 90% dos fundos de infraestrutura eram baseados em ações, mas novos fundos de dívida vêm sendo criados. Precisamos aguardar para saber se essa tendência vai continuar quando as taxas de juros subirem.

Em sua opinião, quais são os investimentos mais interessantes para as entidades no momento?

Georg Inderst - É difícil responder a essa pergunta de forma simples, já que a situação difere muito de um país para outro. Também precisamos levar em consideração que os cenários mudam rapidamente. Mas temos observado que os

investidores estão mais propensos a avaliar os ativos de forma individual ao invés de apelar para análises setoriais simplistas. Eles também têm procurado investigar, de maneira mais profunda, as características específicas de cada projeto e contrato em comparação ao que se fazia no passado.

O senhor poderia falar sobre os principais riscos envolvidos nos investimentos em infraestrutura?

Georg Inderst - Além dos riscos normalmente característicos dos investimentos, temos aqueles mais evidentes na infraestrutura. Por exemplo, a maioria dos fundos de pensão reluta em se envolver nas fases de desenvolvimento e construção de um determinado projeto. Embora esses riscos sejam até certo ponto gerenciáveis, eles não costumam ser bem compreendidos pelos gestores previdenciários, que preferem, em sua maioria, os ativos operacionais com fluxo de renda visível. Outro exemplo é o nível de alavancagem, havendo mais de 80% ou 90% de dívida em muitos ativos de infraestrutura, fator que gerou problemas durante a crise financeira, acarretando no risco de refinanciamento. Por fim, há riscos políticos, regulatórios e sociais específicos associados à infraestrutura. Trata-se de investimentos inerentemente políticos que sofrem pressões diferentes, e nós sabemos que o humor dos políticos pode mudar da água para o vinho rapidamente.

De maneira geral, quais as taxas de retorno providas pelos ativos de infraestrutura?

Georg Inderst - Fundos privados de infraestrutura prometem altos retornos. Segundo pesquisa recente, 43% deles têm como alvo retornos entre 10% e 15%, e 32% preveem rentabilidade de 15% a 20%. Os investidores, por sua vez, tendem a ser mais cuidadosos, estabelecendo *benchmarks* mais modestos. Não há consenso sobre o que seria um *benchmark* apropriado para a infraestrutura, o que não chega a surpreender dada a heterogeneidade dos ativos, veículos de investimento e objetivos do investidor. Vemos exemplos de *benchmarks* absolutos (6% a 10%, inflação + 3% a 5%, rentabilidade dos títulos acrescida de uma margem) e *benchmarks* relativos (mistura de índices de títulos e ações ou índice de ativos listados de infraestrutura).

Em se tratando de retornos reais, não há muitos dados disponíveis devido ao curto histórico dos investimentos. A experiência de fundos de pensão australianos e canadenses produziu dados que demonstram que os planos canadenses atingiram retornos anuais de 5,2% a 10,1% entre 2006 e 2012. Na Austrália, alguns fundos de infraestrutura reportaram retornos de 13% nos últimos dez anos, além de queda acentuada da rentabilidade em função da crise financeira. Pesquisas acadêmicas mais antigas apontam para um perfil de risco e retorno favorável em comparação a outras classes de ativos. Entretanto, esses estudos devem ser interpretados com cuidado tendo em vista fatores como a amostra reduzida de dados e certa 'vantagem' acarretada pelo pioneirismo dos investimentos analisados. Os ativos de infraestrutura passaram por forte reavaliação no início do milênio após terem recebido pouca atenção nos anos anteriores, movimento que pode ou não se repetir.

Que fatores contribuíram para que Austrália e Canadá

tomassem a dianteira dos investimentos em infraestrutura em comparação aos demais países?

Georg Inderst - Hoje em dia esses dois países possuem a maior proporção de ativos de fundos de pensão dedicada à infraestrutura do mundo: acima de 5%, contra a média mundial de 1%. Em estudo recente, Rafaella Della Croce (OCDE) e eu decidimos analisar essas realidades mais de perto. Há muitos aspectos em comum entre as experiências do Canadá e Austrália: ambos os países possuem um sistema previdenciário baseado em trustes, estão isentos de regulações que limitam quantitativamente os investimentos e fazem uso da regra da pessoa prudente. Seus ativos previdenciários são de tamanho similar - US$ 1,5 trilhões - e os sistemas são considerados de boa qualidade. Tanto o Canadá quanto a Austrália foram, junto com o Reino Unido, pioneiros na utilização das Parcerias Público Privadas (PPP), além de serem federações com responsabilidades delegadas em níveis estadual e municipal no que diz respeito à infraestrutura.

Há, em contrapartida, algumas diferenças significativas. A indústria de infraestrutura australiana teve inicio com um '*boom*' de privatizações de larga escala nos anos 90, ao passo que no Canadá ainda há muita resistência a isso. A nação norte-americana possui um mercado de títulos para o financiamento de projetos que funciona bem, diferente da Austrália. Os sistemas de previdência ocupacional também possuem desenhos bem distintos: no Canadá, os programas são predominantemente BD; na Austrália, CD com filiação obrigatória. O interessante é que novos planos de investimento em infraestrutura foram desenvolvidos nos últimos anos e instituições públicas voltadas para o segmento vêm sendo criadas, buscando ativamente o diálogo com investidores institucionais. Há, inclusive, muitas oportunidades disponíveis aos investidores institucionais estrangeiros.

Em sua opinião, quais são os principais desafios aos investimentos em infraestrutura no Brasil?

Georg Inderst - Os desafios de infraestrutura no Brasil já são bastante conhecidos, mas há muito espaço para melhorias em termos de gastos e qualidade. Diferentes países adotam abordagens distintas para aprimorar o financiamento de projetos de infraestrutura. O Brasil possui um grande banco de desenvolvimento operando nessa área, além de ser um país capaz de atrair capital internacional, inclusive de alguns fundos de pensão de maior porte. Há, também, muita experiência em '*project finance*' e parcerias público privadas. Ademais, há muitos fundos de *private equity* já ativos no setor de infraestrutura. Pode ser que o capital institucional - tanto doméstico quanto internacional - encontre mais oportunidades de investimento ao longo do tempo, sendo necessário, para tal, uma gama mais ampla de veículos de investimento apropriados. Diversos países têm angariado esforços para desenvolver um mercado de títulos para os projetos, mas novos mercados demandam tempo, confiança e o ambiente institucional correto para 'decolar'.

Como o senhor vislumbra o futuro dos investimentos em infraestrutura?

Georg Inderst - Globalmente, as necessidades de investimento em infraestrutura

são enormes. Em contrapartida, há volume considerável de capital disponível em busca de oportunidades de investimento, especialmente se considerarmos que a rentabilidade dos títulos públicos diminuiu na maior parte dos países. Contudo, é evidente a falta de bons ativos de infraestrutura que sejam passíveis de investimento. O fato de haver 'muito dinheiro' disponível para pouquíssimos projetos pode acarretar em precificação excessiva dos ativos, a exemplo do que vimos acontecer antes da crise financeira mundial.

Parece haver também um grande problema de intermediação. Os governos desejam ver mais capital privado nos novos projetos, mas a maioria dos investidores prefere ativos de baixo risco. Os fundos de pensão têm um papel limitado a desempenhar na solução dos problemas de infraestrutura de um determinado país e não ajuda em nada interferir nas decisões do investidor ou promover algum tipo de 'nacionalismo de infraestrutura'. Os governos precisam fazer a sua parte: implementar políticas claras, aprimorar os processos de compra, desenvolver um fluxo estável de projetos e rever limitações desnecessárias a esse tipo de investimento. Os investidores estrangeiros tendem a demonstrar certa preocupação em relação à estabilidade regulatória e política de muitos países. No fim das contas, sempre será desafiador para o investidor de longo prazo encontrar o caminho certo entre as armadilhas do oportunismo político e a supervalorização cíclica dos ativos de infraestrutura. Sendo assim, as perspectivas de longo prazo para esses investimentos ainda são um livro aberto! ■

Anúncio KBO Capital