

Os fundos de pensão e o financiamento de longo prazo na economia brasileira: a parceria público-privada e o modelo de *project finance*

Licio da Costa Raimundo¹

Resumo

O artigo defende a necessidade da articulação público-privada para a realização de grandes projetos industriais e, principalmente, de infra-estrutura no país. O project finance é o modelo descrito como sendo um dos mais adequados a esse tipo de parceria e os fundos de pensão nacionais, dadas suas características básicas, um dos agentes mais apropriados para o financiamento desse tipo de estruturação de investimento. Subjaz à exposição a idéia de que cumpre ao Estado um novo papel nesse final de século XX.

Introdução

A experiência internacional aponta para diferentes formas de composição de portfólio por parte dos fundos de pensão em diferentes países. Como característica central dos países anglo-saxões, a progressivamente maior concentração em ações é determinada primordialmente pelo padrão de financiamento predominante nesses países, calcado no mercado de capitais. Um segundo aspecto que determina este tipo de alocação são: a) o regime de tributação e b) as regras de provisionamento (*funding*) do sistema de previdência privada. Nos países onde o crédito é o principal meio de financiamento da economia, os fundos de pensão acabam por direcionar seus recursos de uma maneira *institucionalmente* diferente do padrão anglo-saxão, adequada à forma do padrão de financiamento em vigor nestes países.²

No Brasil, a despeito do desejado pela Lei desde a regulamentação dos fundos de pensão no país, em 1977,³ percebe-se uma pequena adequação

1 Doutorando em Economia – UNICAMP. Instituto de Economia (IE).

2 Para uma exposição detalhada sobre o comportamento dos fundos de pensão em alguns dos países centrais ver Davis (1995). Sobre o ambiente institucional como fator determinante do padrão de financiamento de uma economia ver Zysman (1983).

3 Lei 6.435/77.

entre a alocação das reservas dos fundos e o padrão de financiamento característico da economia nacional. Atesta tal *comportamento descontextualizado*⁴ das Entidades Fechadas de Previdência Privada (EFPP's) nacionais (quando em comparação com os fundos de pensão estrangeiros) a excessiva concentração desses agentes em títulos de renda fixa, principalmente em FIF's (19,7%), e em aplicações de renda variável, onde se destacam as ações (30,0%).

Diante de tal situação, busca-se apresentar, neste artigo, uma alternativa de alocação dos recursos dos fundos de pensão nacionais mais adequada ao perfil do padrão de financiamento vigente na economia nacional: o *project finance*.

1 O financiamento de longo prazo e a atuação em conjunto dos fundos de pensão e do BNDES

A inadequação do mercado de capitais como suporte *principal* para a montagem de um sistema de financiamento de longo prazo na economia brasileira repousa, em última instância, no *padrão de financiamento desta economia*. Este é definido por Goldenstein (1994: 58), de forma genérica, como a

“forma pela qual os recursos são mobilizados em uma economia capitalista. Depende, portanto, de como se dá a articulação do conjunto de agentes responsáveis pela mobilização dos fundos. Ou seja, resulta, antes de mais nada, das relações de poder existentes entre o Estado e o setor privado nacional, o Estado e o resto do mundo, o setor privado nacional com o resto do mundo, e entre os diferentes segmentos do setor privado doméstico entre si – setores produtivo, bancário e agrário – além da relação entre estes três agentes – Estado, capital nacional e capital internacional – e os diferentes segmentos da classe trabalhadora”.

O padrão em vigor no Brasil tem como suporte básico o crédito bancário oficial, com o BNDES à frente das iniciativas de oferta de recursos de longo prazo desde sua criação, em 1952. Não obstante, as mudanças patrimoniais recentes da economia nacional não apenas remodelaram a inserção do Estado no que se refere a sua atuação produtiva direta. Também

4 Com tal termo, faz-se referência ao descolamento entre a alocação de recursos dos fundos de pensão nacionais e o padrão de financiamento de longo prazo da economia nacional, *diferentemente do que ocorre nos países centrais*, onde as reservas dos fundos são valorizadas em consonância com o padrão de financiamento de longo prazo daqueles países, sejam estes adeptos do modelo calcado no mercado de capitais, sejam mais próximos ao modelo de crédito.

sua forma de atuação como indutor do crescimento remodelou-se, estando sua atuação, muito mais que em décadas anteriores, voltada à formação de alianças e parcerias com o setor privado nacional e estrangeiro.

O Estado, na década de 90, deixa de ser um agente capaz de, *sozinho*, concentrar recursos na magnitude necessária às necessidades de inversão, dado o nível de deterioração da infra-estrutura no país. *Nesse sentido*, o Estado deixa de ser o *condotiere* do desenvolvimento brasileiro. Seu *principal* papel passa de investidor e gestor, por vezes único, de grandes projetos, para o de organizador do espaço econômico, visando à atração, valorização e acumulação dos capitais privados.

1.1 A parceria BNDES-fundos de pensão

Como um espelho dessa nova forma de atuação do Estado, o BNDES experimentou, a partir do início dos anos 90, novos papéis. Ainda presente como o principal agente ofertante de recursos de longo prazo no país, o Banco passou a concentrar o papel de agente condutor do programa de privatizações brasileiro (PND). No entanto, com o avançar do programa nos próximos anos, novos requisitos de capital far-se-ão necessários, o que tende a ampliar sobremaneira a demanda por seus recursos. Aliadas a isso, a própria estabilização inflacionária e a conseqüente retomada da possibilidade de cálculo por parte dos potenciais agentes investidores da economia nacional, tendem a pressionar ainda mais o sistema BNDES pelo lado da demanda por recursos.

Por outro lado, as transformações pelas quais passa a economia brasileira tendem a diminuir os recursos disponíveis das fontes financiadoras do sistema BNDES. A crescente informalização do emprego, com estagnação do número de participantes da PEA com carteira assinada, leva a uma diminuição do ingresso de recursos do PIS/Pasep e do FAT.⁵ Também contribuem para essa diminuição a maior demanda por reciclagem e treinamento da força de trabalho no país, um dos objetivos do FAT.

⁵ Criado em 1990, o FAT é formado a partir do recolhimento mensal do PIS e do Pasep, de 0,65% do faturamento das empresas e 1% sobre a folha de pagamento das entidades sem fins lucrativos. O FAT recebeu, em 1995, R\$ 6 bilhões e, até agosto de 1996, o seu patrimônio líquido somava R\$ 25,4 bilhões. Cf. *Gazeta Mercantil*, 23 out. 1996.

O BNDES se vê, assim, em uma situação onde, por um lado, suas fontes financiadoras tradicionais se contraem e, de outro, torna-se cada vez mais necessária uma diminuição das taxas cobradas em seus empréstimos para que possa ser dado o suporte necessário a novas inversões.

Para os fundos de pensão, no entanto, a perspectiva de uma forte demanda por recursos para investimento tende a tornar mais atrativas as opções de alocação de parte de suas reservas em instrumentos de longo prazo. Ao aliar-se tal perspectiva de boa rentabilidade para instrumentos de investimento de longo prazo às características centrais dos fundos de pensão (baixo risco de liquidez, fluxo regular de recursos, passivos de longo prazo), *destaca-se a oportunidade de pôr em prática uma parceria entre os fundos e o BNDES*. Pinheiro (1994: 63) enxerga uma “vocação dos fundos para o financiamento do investimento produtivo”. Esta vocação

“decorre... de estes poderem manter uma parcela pequena de seus recursos em ativos líquidos, já que as retiradas são previsíveis. Com isso, estas instituições podem concentrar seus portfólios em aplicações de longo prazo com rendimentos elevados, compensando o maior risco [através da] diversificação entre ativos com retornos imperfeitamente correlacionados”.

No entanto, a atual política de juros altos torna a opção por aplicações de longo prazo extremamente desfavorável. A possibilidade de alocação em papéis de curto prazo de pequeno risco e grande liquidez, além de um alto retorno, faz com que a migração para o longo prazo possa se dar apenas a partir de estruturas específicas, onde as vantagens do curto prazo sejam obliteradas por ainda mais segurança, liquidez e perspectiva de retorno.

A taxa de retorno associada a projetos de investimento de mais longo prazo de maturação situa-se em torno de 10 a 12% ao ano (Pinheiro, 1994). Acima, portanto, do retorno médio obtido pelos fundos de pensão nos últimos 10 anos em suas aplicações (10%) e muito acima do retorno atuarial esperado (6% a.a.). Ainda assim, esta taxa encontra-se muito abaixo do oferecido por um título público.⁶

Na busca de apontar possíveis soluções para esta situação, Pinheiro (1994) destaca quatro formas em que a parceria fundos-BNDES poderia ser composta.

a) O BNDES poderia desenvolver instrumentos especialmente voltados aos fundos de pensão. Um exemplo é a colocação de *títulos do*

6 A TBF de agosto de 1997 encontrava-se em 1,58% a.m., o que montava a 20, 78% a.a.

BNDES associados a projetos específicos de infra-estrutura ou industriais, como debêntures do Banco com opção de conversão em ações e que tenham uma taxa de juros variável entre um piso e um teto, associada às flutuações do preço do produto em questão (energia elétrica, tarifas de pedágio, tarifas de embarque em portos e aeroportos, no caso de projetos de infra-estrutura, ou o preço do produto específico no caso de projetos industriais).⁷

O problema associado a tal opção seria o de como garantir uma remuneração mínima (piso) aos financiadores (fundos de pensão) que não implicasse uma taxa de juros extremamente alta aos tomadores dos recursos. A isenção tributária para os títulos do BNDES e o aval do Tesouro Nacional, permitindo àqueles títulos ter poder liberatório, poderiam, respectivamente, aumentar seu rendimento e reduzir o risco dos papéis, e conseqüentemente reduzir a taxa de juro mínima associada a sua colocação.

b) O BNDES poderia *oferecer* aos fundos de pensão *contratos coletivos* onde estes forneceriam *funding* para o Banco. A participação coletiva dos fundos apresenta três vantagens básicas em relação à participação individual: 1) Poderia trazer um menor risco individual para cada fundo de pensão; 2) Ao participarem mais intensamente do sistema BNDES, os fundos de pensão estariam afastando a chance de novamente serem objeto de uma determinação unilateral do governo quanto à alocação de suas reservas, como ocorreu com os FND's (títulos do Fundo Nacional de Desenvolvimento) e mesmo com as NTN-R (Notas do Tesouro Nacional série R) em passado recente; 3) Um maior poder de barganha político por parte dos fundos de pensão seria obtido caso sua participação no sistema BNDES fosse de maior peso. Isso poderia proporcionar um maior poder de negociação quanto às regras de aplicação do restante de seus recursos.

Para o BNDES, essa modalidade traria um maior potencial de alavancagem de recursos, fator esse necessário ao financiamento de grandes projetos de infra-estrutura, principalmente.

c) O BNDES poderia funcionar como um *trust bank de uma parcela dos recursos dos fundos de pensão*. A experiência acumulada na avaliação de riscos e retornos de projetos industriais por parte do Banco seria a garantia de boa administração das reservas para os fundos de pensão.

⁷ Este foi o formato no qual o BNDES emitiu, em julho/agosto de 1993, 425 debêntures no valor total de R\$ 42,5 milhões para reforço do capital de giro e financiamento de um projeto de expansão da Bahia Sul, empresa produtora de celulose (Pinheiro, 1994: 64).

d) Atuação do BNDES como *avalista técnico de projetos* para a aplicação de recursos dos fundos de pensão. Isso reduziria os riscos do empreendimento e propiciaria tanto a possibilidade de uma menor taxa de juros paga pelo investidor quanto um menor risco para o agente financiador (os fundos).

1.2 A parceria público-privada

A parceria público-privada para projetos industriais de grande porte e principalmente para projetos de infra-estrutura visa atender aos interesses de ambos os grupos de atores envolvidos. Atende ao setor público, ao efetivar investimentos em áreas estratégicas do ponto de vista da valorização do espaço econômico nacional. Atende ao setor privado, ao melhorar as condições para que a acumulação se efetive com menores constrangimentos.

O papel de planejador do Estado, no entanto, que deve se explicitar na definição de quais os segmentos de infra-estrutura devem ter prioridade em uma articulação com o capital privado, é requisito fundamental para que a parceria público-privada não contribua muito mais para a desarticulação do espaço econômico nacional. O processo de privatização de empresas públicas e de concessão de serviços de caráter público, em curso na América Latina ao longo dos anos 80 e 90, mostrou-se (e mostra-se, no caso brasileiro) uma excelente oportunidade de rearticulação dos capitais nacionais, promovendo sua concentração e o aprofundamento do processo de acumulação no espaço econômico nacional. Sem que o Estado assuma seu papel regulador, no entanto, o processo de privatização pode se tornar *apenas* uma forma de o Estado se livrar de ativos de difícil condução (em função da magnitude dos investimentos necessários).

Além da necessidade da definição de um claro marco regulatório para o setor objeto de parceria entre os setores público e privado, outros são os condicionantes essenciais para que tal parceria possa se concretizar e trazer os resultados esperados, conforme apontado por Moreira & Carneiro (1994).

- expectativa de continuidade de uma certa estabilidade inflacionária, fundamental para o restabelecimento do cálculo capitalista do agente investidor.

- mercado de capitais consolidado, com capacidade e experiência para a emissão de títulos de longo prazo.
- mercado de seguros em que estejam disponíveis diversas modalidades de coberturas.
- sistema financeiro diversificado, apresentando portfólios com características distintas ante as categorias de risco, e flexível, capaz de estruturar e compor *funding* adequado às peculiaridades do empreendimento.
- fundos de pensão e entidades de previdência privada atuantes.

No Brasil, todos os itens acima se mostram incipientes e/ou precários. Mesmo assim, projetos de parceria público-privada começam a ser utilizados no país. Um de seus formatos mais promissores, dada a abrangência de tipos de projetos que podem ser cobertos sob esta modalidade de arranjo, é o *project finance*.

1.2.1 O *project finance*

O modelo de parceria público-privada *project finance* foi desenvolvido a partir de: 1) necessidade de reestruturação da infra-estrutura; 2) reconhecimento, por parte dos agentes envolvidos, da importância dessa reestruturação para o maior dinamismo do espaço econômico nacional; 3) maiores requisitos de capital para a alavancagem de projetos de infra-estrutura e também de projetos industriais.

Os **pressupostos básicos** para a consecução do *project finance* e suas **características essenciais** são listados a seguir.

- Há a necessidade da criação de uma empresa especificamente para a implementação do projeto, denominada *Special Purpose Company* (SPC).
- Deve haver disponibilidade de tempo para a realização de *extensas negociações* (em média dois anos), dada a magnitude do capital investido, as incertezas e riscos que cercam o projeto.
- A remuneração do capital investido no projeto é feita pelo *fluxo de receitas futuras* geradas a partir da entrada em operação do objeto do projeto.
- Há uma *divisão de riscos* entre os agentes envolvidos no projeto. No mínimo, empreendedor e investidor dividem tais riscos (listados adiante), uma vez que os ativos do agente empreendedor que não estejam

vinculados ao projeto não são passíveis de alienação caso ocorra algum problema no bom andamento do projeto ou mesmo no caso de seu abandono.

- Os projetos desenvolvidos em *project finance* devem ter um *porte mínimo*. Projetos que envolvem menos de R\$ 300 milhões não estão adequados a tal modalidade de empreendimento.⁸
- Projetos envolvendo tecnologia de ponta não se adequam ao *project finance*, dado o alto risco envolvido neste tipo de empreendimento.
- Os principais envolvidos em um *project financing* são:⁹
 - os *controladores básicos da SPC*. Seu objetivo é tornar o empreendimento uma realidade rentável.
 - os *patrocinadores*, que podem fazer parte do controle da SPC, e em geral assumem a responsabilidade por bancar os estudos prévios de viabilidade econômica do projeto.
 - a *empresa construtora*, que também, não raro, participa do capital da SPC. Seu objetivo é entregar a obra no prazo estipulado.
 - os *fabricantes de equipamentos* que serão utilizados na operação do empreendimento. Sua participação no capital da SPC é comum.
 - o *governo*, que tem interesse na oferta de um serviço e/ou produto da melhor qualidade. Além disso, no caso de concessões ao setor privado, ao governo interessa o retorno do ativo ao final do prazo de concessão nas melhores condições possíveis. Sua participação, no caso brasileiro, se dá principalmente via BNDES.
 - o *operador especializado*, que pode ser o próprio construtor ou o fabricante de equipamentos.
 - os *usuários*, cujo interesse está em obter o melhor serviço possível, ao menor preço.
 - as *empresas de avaliação de risco de crédito (rating)*. Sua presença é central ao *project finance* pela natureza incerta da consecução do empreendimento e pelas altas somas envolvidas no projeto.
 - os *investidores*, tais como os fundos de pensão, que buscam um retorno adequado para o capital investido.

8 Cf. opinião do chefe de Departamento da área operacional II do BNDES, Hélio Cabral (*Gazeta Mercantil*, 7 ago. 1997, p. B-20).

9 Cf. Moreira & Carneiro (1994).

Quanto aos *riscos* do *project financing*, estes podem ser de dois tipos: *risco do negócio* e *risco do país*. Com referência ao risco do país, este pode se dividir em:

- *risco político*, que envolve expropriações, confisco ou nacionalização.
- *risco de violência política, guerras ou conflitos civis*.
- *risco regulatório*, quanto à possível existência de lacunas nas regras acordadas entre os empreendedores e o governo quando da concessão do serviço. O governo pode ver-se tentado a utilizar tais brechas diante de uma necessidade macroeconômica, por exemplo.
- *risco macroeconômico*, quanto a mudanças no ambiente macroeconômico, principalmente quanto às taxas de juros de curto prazo vigentes no país.

Com relação ao risco do negócio, este pode se caracterizar como:

- *risco de não obtenção de um nível mínimo de demanda*.
- *risco de conclusão do projeto*.
- *risco de operação*.

Fica evidente, assim, que a “existência de seguradoras de porte e de flexibilidade na criação de modalidades especiais de seguro afigura-se de fundamental importância para o *project finance*” (Moreira & Carneiro, 1994). Além disso, a disposição dos agentes envolvidos no projeto de encontrarem soluções para a cobertura dos riscos listados acima pode ser crucial para a efetivação do empreendimento. Dessa forma, o estabelecimento de contratos *take or pay* entre o governo e o futuro ofertante do serviço pode eliminar o risco de obtenção de um nível mínimo de demanda. Através desse instrumento, o governo se compromete a utilizar ou a pagar por uma quantidade mínima do produto ou do serviço que será ofertado pela empresa.

O estabelecimento de tarifas mínimas (por km, no caso de rodovias, por exemplo) pode reduzir o risco regulatório, ao definir patamares mínimos de remuneração. A garantia de organismos internacionais, como o Banco Mundial, pode reduzir o risco do país mesmo para investidores internos. O risco macroeconômico pode ser suprimido, ou ao menos em muito diminuído, a partir da proposta originalmente apresentada em Garcia (1995):

- títulos financiadores teriam poder liberatório, com o BNDES oferecendo desconto e assumindo temporariamente o financiamento do projeto caso

a conjuntura macroeconômica assim o exigisse (ante a elevação dos juros de curto prazo, por exemplo).¹⁰

- O BNDES concederia um subsídio ao projeto no momento em que as taxas de juros de curto prazo se elevassem, cobrindo com isso o prejuízo que o investidor teria.

Ambas as propostas visam a reforçar a *confiança* do agente investidor em investimentos de longo prazo de maturação.

No entanto, a existência no país, hoje, de uma curva de rendimentos (*yeld curve*) negativamente inclinada, onde os juros de curto prazo são superiores aos de longo prazo, funciona como o melhor desincentivador à alocação de recursos em projetos dessa natureza.

Não obstante, projetos do tipo *project finance* começam a despontar no país, utilizando como *fontes de financiamento* o lançamento de *bonds da própria SPC*, com remuneração associada ao desempenho do projeto (*performance bonds*), e *financiamento direto de agências internacionais, de agentes financeiros nacionais e internacionais e de fundos de pensão*.

Os projetos de infra-estrutura vêm sendo financiados no país a partir de dois tipos de financiamento (Moreira e Carneiro, 1994):

- *construction loan*, um tipo de financiamento voltado para a construção de novos empreendimentos (*green field*) e que envolve maior risco e portanto paga uma taxa maior. Envolve o período de construção do projeto mais o tempo necessário para sua entrada em operação. São financiamentos de, em média, 3 a 3,5 anos.¹¹
- *permanent loan*, financiamento tomado após a conclusão da construção e a entrada em operação do empreendimento ou para projetos de expansão. Tomado em geral de um determinado agente e refinanciado por outro agente de mesma natureza (um *pool* de bancos ou um fundo de pensão) para a etapa de operação do projeto. Tem um prazo médio de 15 a 17

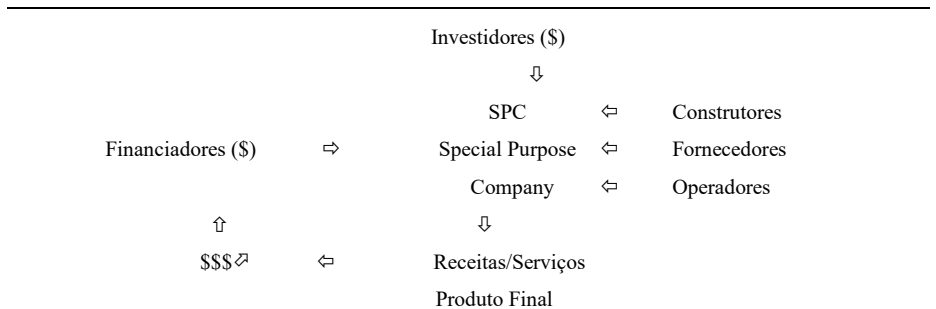
¹⁰ O BNDES faria o *credit rating* dos projetos que quisessem dispor dessa opção de desconto. Isso garantiria a qualidade do projeto e reduziria o risco assumido pelo próprio BNDES.

¹¹ Um dos projetos que está em *fase de implementação* no país e conta com um arranjo financeiro do tipo *project finance* é a ferrovia FERRONORTE. No seu desenho financeiro, a ferrovia conseguiu transformar dívidas com o BNDES em recursos investidos por este no projeto. Além disso, a entrada de parceiros como os fundos de pensão PREVI e FUNCEF, além da BNDES Participações S.A. (BNDESPar), como subscritores de ações (no valor de R\$ 280 milhões) da SPC do projeto (Feronorte S.A.), tornou possível a retomada das obras. Sua entrada em operação está prevista para 1999 (Cf. *Gazeta Mercantil*, 7 jul. 1997 e 11 ago. 1997).

anos. Como opera com riscos menores (pois o empreendimento já está concluído), paga menores taxas.¹²

Por fim, quanto às *garantias* do projeto, estas podem ser de vários tipos. O não comprometimento dos acionistas das empresas empreendedoras implica a necessidade da implementação do *seguro-garantia*. Este engloba o *bid bond*, o seguro do licitante, e o *performance bond*, o seguro do executante. Além destes, estão englobadas garantia de adiantamento de recursos, garantia de retenção de recursos (5% do valor do contrato) e garantia de perfeito funcionamento.¹³

Diagrama 1
Modelagem de *Project Finance*



1.2.2 Os fundos de pensão e o *Project Finance*

Kawall Ferreira (1995) aponta para três estratos que, simplificarmente, descreveriam a estrutura de recursos necessária à consecução de um projeto de parceria público-privada nos moldes do *project financing*. No primeiro estrato está o capital integralizado pelos acionistas da SPC, algo entre 10 e 30% do total dos recursos necessários. No segundo

12 Um exemplo de projeto que está em *fase de operação* é a NovaDutra, cujo objetivo é a recuperação e modernização da rodovia Presidente Dutra (BR-116, entre o Rio de Janeiro e São Paulo). O projeto envolve a participação do BNDES e da IFC (*International Finance Corporation*), cada um alocando R\$ 170 milhões no projeto, cujo pagamento será feito a partir da receita do pedágio da estrada (Cf. *Gazeta Mercantil*, 7 jul. 1997 e 11 ago. 1997).

13 O custo do seguro-garantia está aquém das cartas-fiança, concedidas por bancos e que também podem servir como garantia ao projeto. As cartas-fiança custam de 6 a 8% ao ano, ao passo que o seguro-garantia custa algo em torno de 0,5 a 3% ao ano e são oferecidas por companhias seguradoras (Cf. *Gazeta Mercantil*, 7 jul. 1997).

estrato há o comprometimento dos bancos, “por meio da *dívida ‘sênior’*, cujo serviço tem prioridade em relação a outras dívidas e pagamento de dividendos”. Como um estrato intermediário entre os dois primeiros, localiza-se a *dívida subordinada*, cujo serviço é necessariamente posterior ao pagamento dos encargos da dívida “sênior”. A dívida subordinada, no entanto, tem prioridade sobre o pagamento de dividendos aos acionistas da SPC.

No fundo, o primeiro estrato funciona como uma manifestação de comprometimento por parte dos empreendedores do projeto. O segundo estrato se caracteriza como o *finance* do projeto, adequado às características dos passivos dos bancos. O estrato intermediário funciona como o *funding* do empreendimento.

Em grande parte, a dívida subordinada é composta por títulos que têm seu retorno vinculado ao desempenho do projeto (como, por exemplo, debêntures de participação). É exatamente nesse extrato intermediário que atuam os fundos de pensão, dadas suas características já descritas anteriormente, tais como longo prazo de maturação de suas obrigações, alta previsibilidade quanto a desembolsos e ingresso de recursos constante e associado a um baixo grau de incerteza.

Além disso, mais uma característica dos fundos de pensão *nacionais* faz com que o direcionamento de suas reservas para investimentos de longo prazo se torne uma atitude altamente desejável do ponto de vista dos próprios fundos: a possível transformação da *yeld curve* associada aos investimentos no país de negativamente inclinada (onde os títulos de curto prazo pagam maiores taxas de juros) para positivamente inclinada (onde os títulos de longo prazo pagam as taxas mais elevadas). Essa inclinação positiva da curva de rendimentos no país seria obtida caso os títulos da dívida interna pública tivessem seu perfil alongado, movimento este que tem sido buscado nas ações de política monetária do Governo Federal.¹⁴

Ao depararem com taxas de curto prazo mais baixas, os fundos buscarão alongar também o perfil de suas aplicações. O retorno oferecido por investimentos em infra-estrutura e em grandes projetos industriais no país passará a ser uma alternativa adequada e desejada por estas instituições. “É natural, assim, que estes fundos participem do esforço de renovação e

¹⁴ Ver, por exemplo, a colocação inédita de títulos cambiais de cinco anos de maturação e de títulos prefixados de dois anos de maturação por parte do Banco Central em agosto de 1997.

ampliação do segmento de infra-estrutura, sob o risco de que o crescimento econômico sustentado torne-se inviável e, conseqüentemente, de que os próprios fundos percam as condições mínimas de oferecer rentabilidade aos recursos que administram. *Os fundos de pensão e as alternativas de inversão de longo prazo vivem em dependência mútua, sendo difícil imaginar como um possa ser viável sem o concurso do outro*” (Kawall Ferreira, 1995b – Grifo meu).

Conclusão

O direcionamento, pela via do mercado, de recursos dos fundos de pensão nacionais a investimentos em *project finance* se mostra como uma decisão oportuna e com grandes possibilidades de sucesso. A capacidade organizadora do Estado, principalmente através de órgãos como o BNDES e sua subsidiária BNDESPar, tem neste campo excelente oportunidade de fazer-se presente, reforçando com isso o novo caráter do Estado, também, e talvez principalmente, em países em desenvolvimento.

As oportunidades de obtenção de elevados lucros a longo prazo estão presentes na modalidade de *project finance*, evidenciando a adequação desse tipo de investimento aos fundos de pensão nacionais. Do ponto de vista do agente organizador e incentivador do desenvolvimento nacional, o Estado, o *project finance* oferece a chance de, através da parceria público-privada, suprimirem-se gargalos da infra-estrutura do país e a renovação e ampliação de boa parte da infra-estrutura já instalada. Além disso, o *project finance* pode vir a ser um modelo bastante adequado para a montagem de projetos industriais de grande vulto, os quais, dados os requisitos de capital necessários, mostram-se inadequados à empreitada de um único agente nacional, seja público ou privado.

O aprimoramento e adequação do *ambiente institucional* vigente no espaço econômico nacional a este novo formato de investimento, no entanto, é condição *sine qua non* para sua efetivação e adequado desenvolvimento. A alteração do quadro regulatório do setor de seguros no país, mais próximo do exigido pelo modelo de *project finance*, por exemplo, pode ser decisiva para a concretização do novo papel que cabe ao Estado Nacional nesse processo de retomada de esforços rumo ao desenvolvimento sustentável. Tal processo passa, necessariamente, pelo movimento de concentração de capitais e

concentração de esforços (público-privado) com vistas à superação das dificuldades ampliadas que os novos parâmetros de concorrência impuseram em escala global: novos requisitos tecnológicos e de montante de capital, muito maiores nesse final de século XX.

Referências bibliográficas

DAVIS, E. P. *Pension funds – Retirement-income security and capital markets. An international perspective.* New York: Oxford University Press, 1995.

GARCIA, M. *O financiamento à infra-estrutura e a retomada do crescimento econômico sustentado.* Rio de Janeiro: BNDES, jun. 1995. (Texto para Discussão, n. 27).

GAZETA MERCANTIL. Vários números.

GOLDENSTEIN, L. *Repensando a dependência.* Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1994.

KAWALL FERREIRA, C. *O financiamento da infra-estrutura; o papel do “project financing”.* São Paulo: IESP, jun. 1995. (Textos para Discussão, n. 25).

MOREIRA, T., CARNEIRO, M. C. F. A parceria público-privada na infra-estrutura econômica. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 1, n. 2, dez. 1994.

PINHEIRO, A. C. Os fundos de pensão e o financiamento do desenvolvimento; o papel do BNDES. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 1, n. 2, dez. 1994.

ZYSMAN, J. *Governments, markets and growth – Financial systems and the politics of industrial change.* London: Cornell University Press, 1983.